

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Наказ Міністерства освіти і науки України від 29.12.2014 № 1528)

Ефективна ЕКОНОМІКА

Дніпропетровський державний аграрно-економічний університет



№ 9, 2014 [Назад](#) [Головна](#)

УДК 336.64

*В. К. Хлівний,
к. е. н., доцент, професор кафедри фінансів,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», м. Київ
С. Г. Бобров,
провідний фахівець інформаційно-аналітичного забезпечення повернення
спец. активів ПУАТ «ФІДОБАНК», м. Київ*

ОСОБЛИВОСТІ РОЗМІЩЕННЯ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

*V. Khlivny,
PhD, Associate Professor,
Professor of Finance department SHEI «Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman»
S. Bobrov,
Leading specialist of Analytical Department PUJSC «FIDOBANK»*

FEATURES OF THE OFFERING OF CORPORATE SECURITIES IN UKRAINE

В статті здійснено аналіз особливостей розміщення корпоративних цінних паперів в Україні. Досліджується нормативно-правове забезпечення емісії цінних паперів вітчизняними акціонерними товариствами. Виокремлюються чинники, що обумовлюють відмову акціонерних товариств від використання публічного розміщення в процесі емісії цінних паперів. Проведено порівняльний аналіз поширення окремих методів розміщення з міжнародною практикою.

In the article the analysis of the features of the offering of corporate securities in Ukraine is made. The normative-legal providing for emission securities by domestic joint-stock companies is researched. The factors that cause rejection of joint stock companies from the use of a public offering in the emission process of securities are distinguished. A comparative analysis of the spread of particular offering methods with international practice is made.

Ключові слова: фондовий ринок, корпоративні цінні папери, емісія, публічне розміщення, приватне розміщення, андеррайтинг.

Keywords: stock market, corporate securities, emission, public offering, private offering, underwriting.

Постановка проблеми. На сучасному етапі розвитку вітчизняна економіка гостро потребує інвестиційних ресурсів. Цілком очевидно, що рівень зносу основних засобів в провідних галузях промисловості у 50-60 % суттєво знижує їх конкурентний потенціал як на зовнішньому, так і на внутрішньому ринках. Виправлення такої ситуації можливе виключно за умови активізації вітчизняного фондового ринку, зокрема – сегменту корпоративних цінних паперів.

Світовий досвід беззаперечно доводить визначальну роль корпоративного сектору у глобальному лідерстві окремих економік (зокрема, США, Японії, Франції, в останні десятиліття – Китаю та ін.). В першооснові такого лідерства – доступ до довгострокових ресурсів фондового ринку. В той же час, в Україні корпорації хоча й переважають інші організаційні форми підприємництва за основними кількісними показниками (зокрема, за обсягами випуску продукції), вкрай слабо реалізують власні можливості на ринку капіталів, позбавляючи себе явних переваг у сфері фінансування.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми взаємодії корпоративного сектору з суб'єктами фондового ринку постійно знаходяться в центрі уваги науковців. В цьому контексті слід відзначити праці В. Бабіченка, О. Вінник, В. Голікова, М. Грідчиної, Л. Довгань, Д. Задахайло, І. Лютого, М. Мальської, А. Сірка, Б. Стеценка, В. Суторміної, О. Терещенка, В. Федосова та ін..

На наш погляд, хоча у вказаних роботах достатньо розкриті питання емісії цінних паперів вітчизняними корпораціями, проте вплив факторів, що обумовлюють вибір того чи іншого методу розміщення, роль в цих процесах фінансових посередників розглядаються дотично.

Формулювання цілей статті. Враховуючи викладене вище, мета статті – доповнити існуючі теоретичні та практичні положення щодо методів розміщення корпоративних цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку на сучасному етапі.

Виклад основного матеріалу. Досліджуючи питання розміщення корпоративних цінних паперів в Україні, з нашої точки зору, слід насамперед звернути увагу на існуючі підходи до регулювання емісійної діяльності акціонерних товариств. Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено, що розміщення цінних паперів – це їх відчуження у визначений перспективний спосіб [1]. Цим же нормативно-правовим актом регламентовано використання в Україні публічного та приватного розміщення цінних паперів.

Згідним законом встановлено, що публічне розміщення – спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оприлюднення в будь-який інший спосіб повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб [1].

В свою чергу, приватне розміщення – спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їх відчуження шляхом безпосередньої письмової пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100 (для акцій публічного акціонерного товариства – акціонерам такого товариства, а також заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100) [1].

Як бачимо, вітчизняним законодавством встановлено два основних критерії для розмежування публічного та приватного розміщення:

- по-перше, спосіб оприлюднення інформації про емісію цінних паперів – або через засоби масової інформації, або за допомогою письмового звернення до заздалегідь визначеного кола осіб;

- по-друге, кількість осіб, яким пропонуються цінні папери (не більше 100).

Зауважимо, що чинна система оприлюднення інформації про випуски акцій та облігацій в Україні, на жаль, не дає можливості охарактеризувати загальні тенденції у виборі способу розміщення вітчизняними акціонерними товариствами. Звітність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР)

надає тільки загальні дані щодо обсягів зареєстрованих випусків корпоративних цінних паперів протягом року (рис. 1).

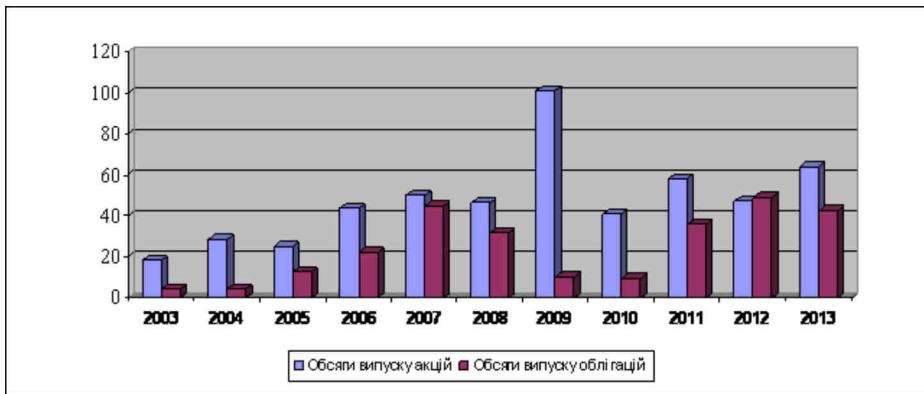


Рис. 1. Обсяги зареєстрованих випусків корпоративних цінних паперів в Україні у 2003-2013 рр., млрд. грн.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [2]

Як бачимо з рис. 1, первинний ринок корпоративних цінних паперів в Україні характеризується значною волатильністю – періоди зростання обсягів випусків змінюються різким падінням показників. При цьому, динаміка цього сегменту визначається як безпосередньо факторами ринкового характеру (наприклад, економічна криза 2008-2009 рр.), так і особливостями фінансової стратегії акціонерних товариств. Як зазначають вітчизняні науковці, доволі часто за допомогою додаткових випусків пайових цінних паперів вітчизняні підприємства намагаються «оптимізувати» структуру акціонерного капіталу – шляхом її укрупнення [3-4].

В той же час, звітність НКЦПФР надає інформацію щодо найбільших за розміром випусків акцій та корпоративних облігацій. Відповідно, аналіз цих емісій дав можливість оцінити і вибір акціонерними товариствами різних методів розміщення цінних паперів, і використання ними послуг андеррайтерів (рис. 2).

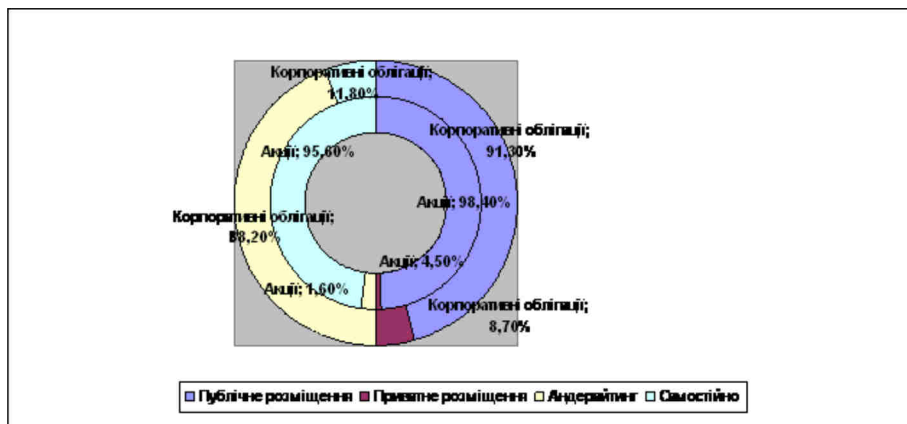


Рис. 2. Вибір емітентами корпоративних цінних паперів методу розміщення, % від загального обсягу

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [2]

Дані рис. 2 дають можливість дійти висновку про існування кількох визначальних тенденцій на первинному ринку корпоративних цінних паперів України:

- по-перше, абсолютна більшість емітентів де-юре використовують публічне розміщення – 98,4 % усього обсягу акцій та 91,3 % корпоративних облігацій. При цьому, слід визнати, що де-факто ситуація суттєво відрізняється. Насамперед, звернемо увагу на той факт, що в законодавстві України чітко зафіксовано переважне право акціонера публічного та приватного акціонерного товариства – придбавати у процесі приватного розміщення товариством прості акції пропорційно частці належних йому простих акцій у загальній кількості емітованих простих акцій [1].

Вказана норма об'єктивно обмежує можливість саме публічної пропозиції акцій необмеженому колу осіб, адже якщо всі акціонери реалізують своє переважне право, потенційні покупці акцій не зможуть їх придбати. Її використання можна пояснити намаганням забезпечити акціонерів від «розмивання» належного їм пакету акцій. Проте, в значній мірі переважне прав штучно «консервує» ситуацію в корпоративному секторі і заважає притоку додаткового капіталу;

- по-друге, більшість випусків корпоративних облігацій мають «ринковий» характер, але емітенти стикаються з рядом інших проблем – зокрема, з низьким попитом на власні цінні папери з боку основних груп інвесторів на ринку;

- по-третє, під час випуску акцій вітчизняні емітенти фактично відмовляються від використання послуг торговців цінними паперами (95,6 % випусків), тоді як андеррайтинг в процесі емісії корпоративних облігацій є цілком поширеною практикою (88,2 % випусків).

Фактично, емітенти акцій ігнорують можливості андеррайтингу, незважаючи на той факт, що на даний час торговці цінними паперами є найбільш численною групою професійних учасників фондового ринку України (рис.3).

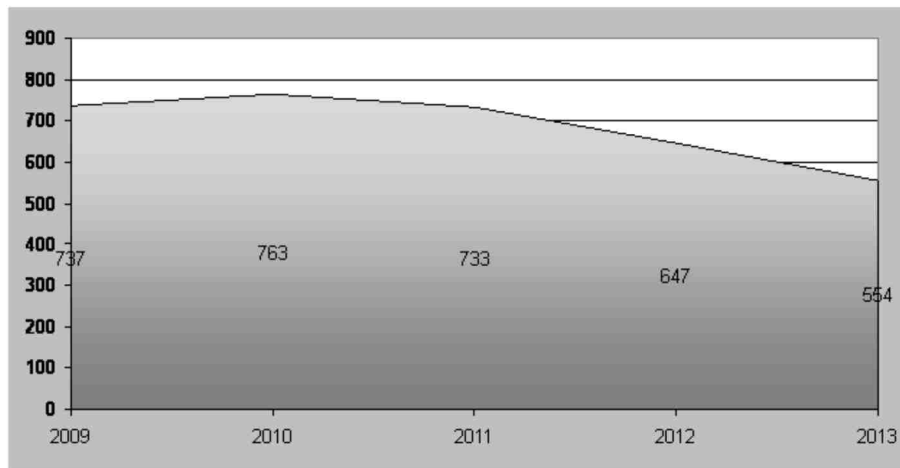


Рис. 3. Кількість виданих ліцензій торгівцям цінними паперами в Україні у 2009-2013 рр., од.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [2]

Основні причини описаних процесів, на наш погляд, можна охарактеризувати наступним чином:

1. Низький рівень системи захисту прав акціонерів в Україні змушує існуючих власників максимізувати пакети акцій у власності, що у значній мірі дає можливість унеможливити інвестиції від ризиків, пов'язаних з «ворожим» поглинанням, корпоративними конфліктами і т.п..
2. Відмова від андеррайтингу під час емісії акцій – пряме свідчення їх невідповідності «публічному» статусові. В умовах, коли мажоритарні власники реалізують своє переважно право на придбання акцій додаткової емісії фактично зникає потреба у послугах фінансового посередника.
3. Суттєва різниця між ринками акцій та корпоративних облигацій – відображення різної правової природи таких цінних паперів. Відсутність загрози «ворожого» поглинання в поєднанні з необхідністю розмістити значну кількість цінних паперів за умови нестабільного попиту сприяють поширенню послуг андеррайтингу серед цієї групи емітентів.

Зауважимо, що така ситуація характерна саме для вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів, тоді як, наприклад, в США, вона принципово інша (рис. 4).

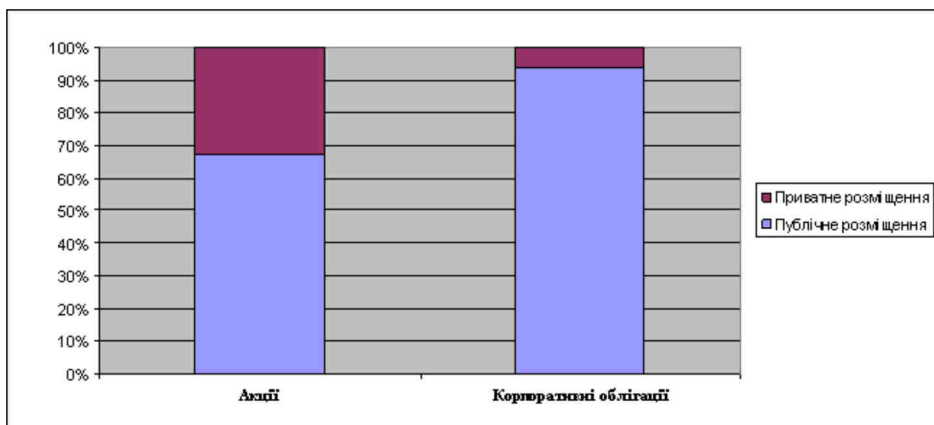


Рис. 4. Методи розміщення корпоративних цінних паперів у США, %

Джерело: складено автором за даними [5]

Як бачимо, і на фондовому ринку США спостерігається різниця між методами розміщення акцій та корпоративних облигацій. При цьому, симптоматичним є той факт, що для акцій більш поширеним є використання приватного розміщення. В той же час, беззаперечною відмінністю корпоративних емісій в США є застосування андеррайтингу як для акцій, так і для облигацій. Загалом, описані тенденції опосередковано засвідчують і ефективність системи захисту прав інвесторів в країні де існує значна частка міноритарних акціонерів.

Висновки і перспективи подальших розвідок. Виділені особливості розміщення корпоративних цінних паперів на первинному ринку в значній мірі обумовлені характеристиками вітчизняної моделі корпоративного управління. Без подолання тенденцій до «укрупнення» пакетів акцій у володінні акціонерів розраховувати на позитивні зміни у цій сфері недоцільно. Насамперед, такі зміни можуть стати наслідком підвищення ефективності системи захисту прав акціонерів. Окрім того, доцільно відмінити норму щодо переважно права власників простих та привілейованих акцій акціонерного товариства, оскільки вона сприяє формуванню «шматкової» акціонерної власності, що притаманна континентальній моделі корпоративного управління.

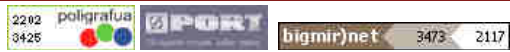
Література.

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480-IV від 23 лютого 2006 року.
2. Фондовий ринок [Електронний ресурс.]. НКЦПФР. Офіційний сайт. — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua>. — Назва з екрана.
3. Стеценко Б. Акціонерні товариства на ринку капіталів України: проблемні питання взаємодії / Б. Стеценко // Науковий вісник Національного університету ДПС України. — 2011. — №1. — С.151-156.
4. Бабіченко В. Структура акціонерної власності в Україні в контексті диспропорцій розвитку корпоративного сектору / В. Бабіченко // Економіст. - 2014. - № 6. — С. 4-7.
5. Federal Reserve Bulletin 2013 [Електронний ресурс]. The Federal Reserve System. Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin>.

References.

1. The Verkhovna Rada of Ukraine (2006), The Law of Ukraine "About Securities and Stock Market", available at:<http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/3480-15> (Accessed 17 September 2014).
2. NSSMC (2014), "Capital market", available at: <http://www.nssmc.gov.ua> (Accessed 17 September 2014).
3. Stetsenko B. (2011) "Joint-stock companies in the capital market of Ukraine: problems interaction", Naukovyy visnyk Natsional'noho universytetu DPS Ukrayiny, vol. 1, pp. 151-156.
4. Babichenko V. (2014), "The structure of share ownership in Ukraine in the context of corporate sector imbalances", Economist, vol. 6, pp. 4-7.
5. The Federal Reserve System (2013), "Federal Reserve Bulletin 2013", available at: <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin>.

Стаття надійшла до редакції 15.09.2014 р.



ТОВ "ДКС Центр"