

ЭВОЛЮЦИЯ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ЦЕЛЕЙ ПРЕДПРИЯТИЯ В ПРОЦЕССЕ IPO: ОПЫТ УКРАИНЫ

Национальные экономики большинства развитых стран представляют собой сложное множество экономических агентов, но, что характерно, с доминантой корпоративных структур. Для стран, которые находятся на переходном этапе реформ, подобная структура хозяйствующих субъектов возникает уже в первые годы трансформаций, как правило, вследствие процессов приватизации и быстрого становления частного бизнеса. Именно этот путь в свое время прошли как Украина, так и другие страны бывшего социалистического лагеря.

Вопросы функционирования корпоративного сектора рассматривались в работах многих ведущих украинских экономистов - И. Бланка, Е. Кибенко, М. Гридчиной, Л. Довгань, В. Полонского, Н. Рязановой, В. Суторминой, А. Черпак и др.. В то же время, ряд важных вопросов остается неразрешенным, многие из них связаны с выходом украинских эмитентов на зарубежные фондовые рынки. В первую очередь речь идет об основах эффективного корпоративного управления - установлении целей деятельности общества.

Именно поэтому необходимо четко проанализировать факторы, которые определяют цели предприятия в процессе IPO их трансформацию вследствие особых требований со стороны регуляторов, инвесторов, институтов инфраструктуры.

Функционирование акционерных обществ в странах с транзитивной экономикой имеет существенные особенности, в сравнении с развитыми странами, которые проявляются на протяжении длительного времени. На наш взгляд, они связаны:

- *во-первых*, с недостаточным уровнем институализации корпоративного сектора;

- *во-вторых*, с наличием существенных деформаций в целях и приоритетах основных групп субъектов корпоративного управления;

- *в-третьих*, с широкими возможностями влияния со стороны государства на деятельность акционерных обществ, как частного сектора, так и государственного.

Именно подобные тенденции на протяжении больше чем двух десятилетий не удается преломить в экономике Украины. Так, в период 1991-2000 гг. в стране реализовалась активная политика приватизации, преимущественно через приватизационные имущественные сертификаты (аналог ваучеров, которые использовались в России). На наш взгляд, именно на этом этапе были сформированы главные диспропорции корпоративного сектора, которые продолжают влиять на его деятельность даже сейчас. В целом, стоит отметить, что уже ранние работы западных исследователей приватизации (1, 2, 3) указывали на возможность и важность процессов трансформации корпоративной собственности, как с точки зрения самих предприятий, так и с позиции государства, для которого приватизация становилась важнейшим элементом реформ.

В тоже время, как показывает анализ работ постприватизационного периода, оценка эффективности приватизационных процессов, в первую очередь, с точки зрения общества, является преимущественно негативной (4, 5). Наверное, только сами идеологи моде-

Сергей Бирюк
к.э.н., доцент,
Член
Национальной
комиссии, которая
осуществляет
государственное
регулирование
в сфере рынков
финансовых услуг
Ольга Смирна
ассистент
кафедры
финансов
КЭИ ГВУЗ
«Криворожский
национальный
университет»

ли сертификатной приватизации в Украине отстаивают ту точку зрения, что удалось достичь принципа социальной справедливости при продаже государственной собственности, тогда как население и экспертная среда имеют совершенно противоположную точку зрения.

При всех негативных чертах украинской приватизации, все же не следует забывать, что именно она привела к формированию акционерных обществ в ведущих отраслях украинской экономики, которые постепенно трансформировались в ведущие финансово-промышленные группы Украины. И именно приватизация во многом определила действующую модель поведения акционерных обществ в сфере управления структурой капитала.

Для украинского корпоративного сектора важнейшим фактором в развитии с начала XXI ст. стало принятие в 2008 году закона «Об акционерных обществах», который, без преувеличения, можно назвать революционным шагом в корпоративном управлении. Основные нормы этого законодательного акта не в последнюю очередь были направлены на преодоление главных диспропорций в развитии корпоративных финансов и корпоративного управления. В то же время, анализ первого периода действия показывает, что, к сожалению, не удалось преодолеть одну из

главных проблем - тенденцию к искусственному «закрытию» публичных акционерных обществ.

Как видно из приведенных данных, на протяжении 2010-2011 гг. в Украине сложилась парадоксальная ситуация, когда одновременно функционировали открытые, публичные, закрытые и частные акционерные общества. Этот факт косвенно свидетельствует, что надежды идеологов реформ на предельно быструю трансформацию в корпоративном секторе под влиянием нового законодательства не оправдались. Более того, закрытые и частные акционерные общества продолжают свое доминирование, а большинство публичных корпораций де факто выполняют только минимальные требования к такой организационно-правовой форме.

Не в последнюю очередь подобная модель поведения украинских корпораций обусловлена негативным опытом постприватизационного передела собственности, пик которого пришелся на период 1999-2004 гг., когда даже максимизация голосующего пакета акций у мажоритарного акционера не свидетельствовала о высоком уровне защиты от недружественного поглощения, в т.ч. - с помощью «теневых схем». Влиянием этих же факторов можно объяснить негативные тенденции в формировании биржевого рынка в Украине.

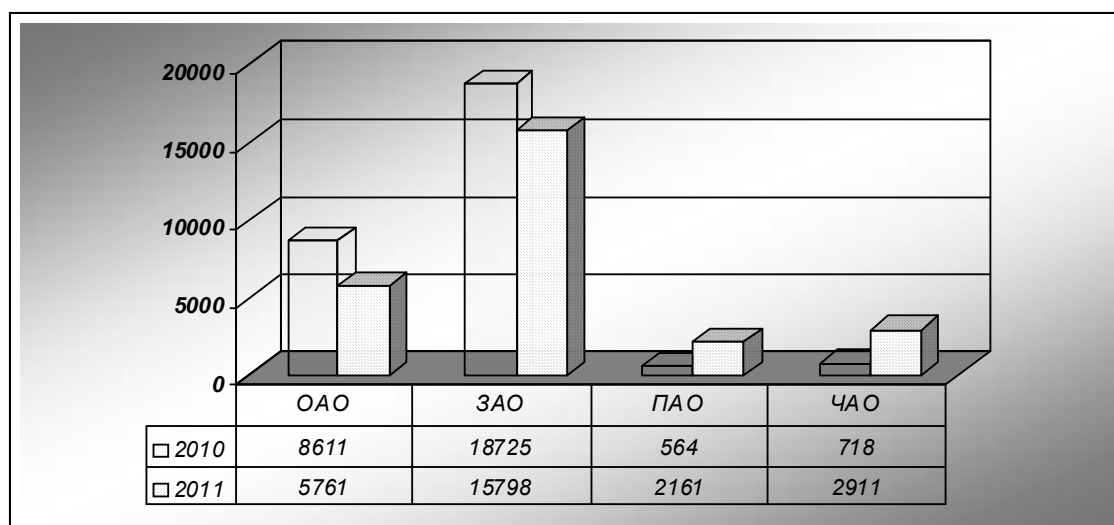


Рис. 1. Трансформация корпоративного сектора Украины после принятия специального законодательства об акционерных обществах

Источник: Данные Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку Украины

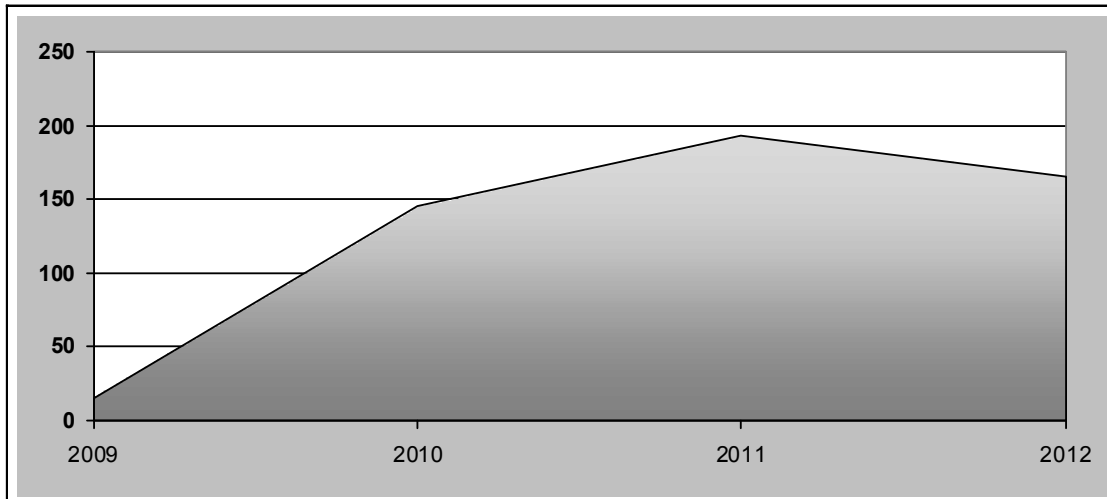


Рис. 2. Количество ценных бумаг 1 уровня листинга на украинских фондовых биржах в 2009-2012 гг.

Источник: Данные Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку Украины

Об этом напрямую свидетельствует тот факт, что не взирая на требования законодательства, резкого увеличения количества акций в листинге ведущих бирж в 2010-2012 гг. не случилось, а большинство листинговых ценных бумаг 1 уровня - государственные облигации.

На наш взгляд, исходя из проведенного анализа, можно сделать вывод, что в корпоративном секторе в 1991-2004 гг. Украины постепенно сформировалась устоявшаяся поведенческая модель акционерных обществ на фондовом рынке, в которой преобладали следующие черты:

- доминирующая ориентация на внутренние источники финансирования, которые, которые, могут служить определенной «гарантией» от распыления акционерного капитала и дальнейшего перехода контроля над предприятием к другим лицам;

- во внешнем финансировании преобладало банковское кредитование (часто - в рамках финансово-промышленной группы), тогда как использование корпоративных облигаций было доступно на протяжении длительного времени ограниченному количеству предприятий;

- выпуски акций, даже для публичных акционерных обществ, редко имели черты открытых размещений, скорее их можно было назвать «квазиоткрытыми», поскольку они были ориентированы на ограниченное количество инвесторов.

Подобная стратегия, во-первых, может быть эффективной исключительно в краткосрочном периоде; во-вторых, доступна к использованию ограниченному количеству предприятий. Соответственно, уже в начале 2000-х годов к менеджменту корпоративного сектора пришло понимание того факта, что необходимы изменения, как в стратегии финансирования, так и в общих подходах к управлению предприятием. Именно подобные трансформации привели к взрывообразному увеличению размещений ценных бумаг украинских эмитентов на глобальном фондовом рынке в 2006-2007 гг.

Понятно, что в общемировом масштабе, эти выпуски никак не были определяющими с точки зрения тенденций и структуры рынка, но в сравнении с ограниченными количественными параметрами внутреннего рынка Украины - они имели огромное значение (рис. 3)

В то же время, резкое уменьшение количества выпусков с середины 2008 г. еще раз свидетельствует о высоком уровне зависимости корпоративных стратегий эмитентов со стран с транзитивной экономикой от динамики глобального рынка. Большинство потенциальных эмитентов объективно оценивали свою возможность удачного размещения в кризисный и посткризисный период. Но даже довольно незначительный период в 5-6 лет, который прошел с начала активного

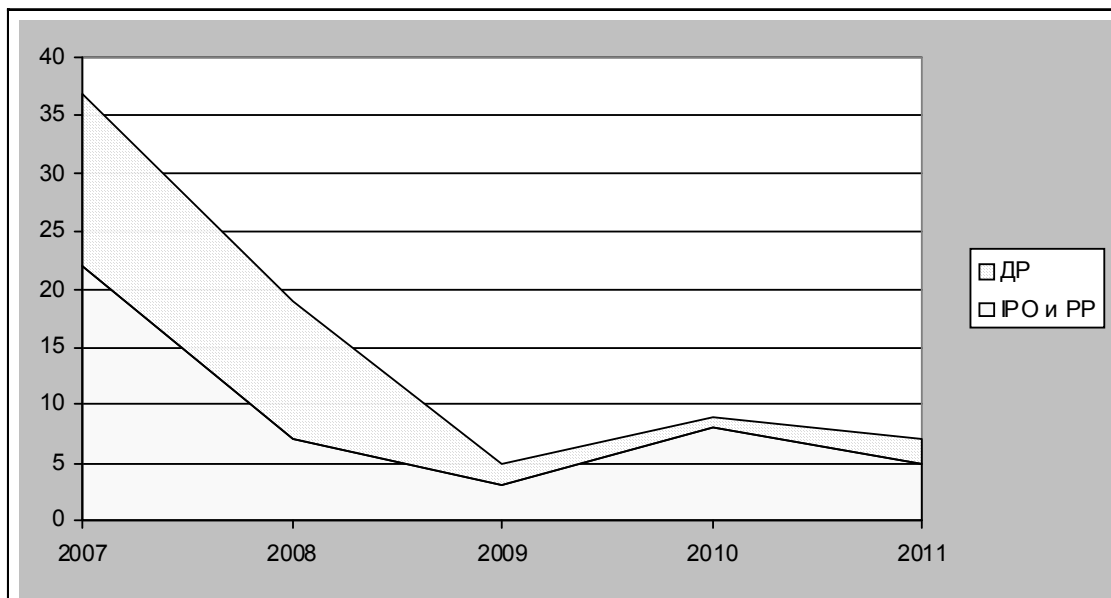


Рис. 3. Количество выпусков депозитарных расписок, IPO и PP украинскими эмитентами за 2007-2011 гг.

Источник: оценка автора на основе данных ведущих бирж, на которых происходили размещения

выхода украинских компаний на мировой рынок капитала, уже сейчас дает возможности для оценки тех коренных преобразований в корпоративных стратегиях.

Анализ основных трансформаций, произведенный на основе данных предприятий, позволил автору сгруппировать эти изменения в определенные множества.

1. Политика транспарентности. Вопросы раскрытия информации эмитентами-акционерными обществами остаются наиболее проблемными на протяжении всего периода существования украинского фондового рынка. По целому ряду причин, нормативно этот вопрос не удалось урегулировать, виной чему, кроме всего прочего - чрезвычайно высокий уровень «теневой» экономики. Традиционно, украинские предприятия формально подходят к своей информационной политике, фактически ограничиваясь только выполнением норм национального законодательства в этом вопросе.

Кардинально другой является финансовая коммуникация предприятий, которые осуществили IPO на западных биржах. С одной стороны, такую трансформацию можно объяснить повышенными требованиями к транспарентности, которые суще-

ствуют на международных рынках капитала. С другой, нельзя не отметить изменения в идеологии использования информации украинских предприятий - именно эффективная финансовая коммуникация позволяет позитивно влиять на параметры привлекаемого капитала. Так, расчеты автора показывают, что показатель ранговой корреляции Спирмена между, например, объемом привлекаемого капитала и транспарентностью предприятия находится на чрезвычайно высоком уровне +0,8409. Отметим, что подобный эффект возможен только на развитых рынках капиталов, тогда как в Украине его достичь на современном этапе чрезвычайно тяжело.

2. Усовершенствование корпоративного управления. Период приватизации и постприватизационного передела собственности в Украине сформировал устойчивые приоритеты в построении модели корпоративного управления у абсолютного большинства предприятий.

Ее основными чертами, на наш взгляд, есть:

- максимальная концентрация управленческих полномочий у ограниченно количества лиц;
- фактическое игнорирование интересов миноритарных акционеров,

как с точки зрения управления, так и с позиции распределения прибыли;

- «заккрытие» информации о деятельности самого акционерного общества и его менеджеров, что значительно усложняет процесс мониторинга управленцев со стороны акционеров;

- отсутствие инструментов реализации рыночного контроля за деятельностью менеджеров в условиях низколиквидного и ограниченного рынка капиталов.

Для предприятий, осуществивших IPO, использование подобных приоритетов невозможно в принципе, что и обуславливает позитивные трансформации в следующих направлениях. Во-первых, по оценкам автора 80 процентов таких акционерных обществ уже в период подготовки к IPO вводят в состав органов управления независимых директоров; во-вторых, важное значение придается динамике курса ценных бумаг (в среднем, украинские эмитенты разместили на рынке 20 % собственных ценных бумаг), что повышает роль механизмов рыночного контроля за деятельностью менеджеров; в-третьих, коренные изменения происходят в дивидендной политике.

В целом, стоит отметить, что вопрос о влиянии указанных изменений на рыночную позицию предприятий остается открытым. Нужно признать, что по состоянию на середину 2012 года для большинства эмитентов произошло падение рыночной капитализации в сравнении с показателями на момент размещения. На наш взгляд, причина подобного негативна - влияние сугубо фундаментальных факторов, связанных с макроэкономическими проблемами и неустойчивостью бизнес-среды в Украине. В этом контексте стоит отметить, что законодательством Украины предусмотрена сложная процедура выпуска ценных бумаг за рубежом, поэтому все без исключения эмитенты используют другой путь - регистрируют компанию в странах, с более привлекательными макроэкономическими условиями (чаще всего - Кипр, Люксембург), ко-

торая и является непосредственным эмитентом. Исходя из этого, фактически формируется две группы системных рисков - одна для компании, которая осуществляет бизнес в Украине, другая - для эмитента, который осуществил IPO.

Таким образом, анализ тенденций, существующих в современном корпоративном секторе стран с транзитивной экономикой (в частности, Украины), позволяет сделать несколько важных выводов относительно возможностей трансформации стратегических целей корпоративного финансового менеджмента под воздействием глобальных фондовых рынков:

- в целом, IPO позитивно влияет на принципы и методы организации корпоративных финансов. Происходит переоценка приоритетов в сторону увеличения роли факторов, связанных с финансовой коммуникацией и эффективным корпоративным управлением;

- в тоже время, для предприятий, осуществивших IPO, формируется абсолютно новый вид рисков, связанный с тенденциями на глобальном фондовом рынке. Этот процесс выдвигает повышенные требования к обоснованию и реализации управленческих решений финансового характера на предприятии;

- реализация принципов корпоративного управления, признанных во всем мире, является характерной особенностью таких акционерных обществ, и их наиболее важной отличительной чертой в сравнении с предприятиями, которые ограничились сугубо внутренним рынком. Именно поэтому, стоит признать, что как раз тенденция к использованию IPO для корпоративного финансирования является наиболее важным и эффективным фактором распространения положительной практики корпоративного управления в Украине.

ЛИТЕРАТУРА

1. Barberus N., Boycko M., Shleifer A., Tsukanova N. How Does Privatization Work? Evidence from Russian Shops // J. of Political Economy. 1996. - Vol. 104(4). -P.764-790.

2. *Frydman R., Gray C., Hessel M., Rapaczynski A.* Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies/ Economic Research Reports. No.97-28. -N.Y.: New-York University, C.V. Starr Center for Applied Economies, 1997.- 47p.

3. *Schmidt K.M.* The Political Economy of Mass Privatization and the Risk of Expropriation. Stockholm: SITE. - WP. - 1996. -No.1 18. -29 p.

4. *Голубков Д.Ю.* Особенности корпоративного управления в России [Текст]: Инвестиционный кризис и практика оффшорных операций / Д. Ю. Голубков. - М.: Альпина, 1999. - 272 с.

5. Украинская приватизация: плюсы и минусы [Текст]: монография / ред. А. Й. Пасхавер. - К.: Альтерпрес, 2001. - 208 с.

РІПІУ