

# ВІТЧИЗНЯНІ ПІДПРИЄМСТВА НА ГЛОБАЛЬНОМУ РИНКУ АКЦІЙ: ДІАЛЕКТИКА ВНУТРІШНЬОКОРПОРАТИВНИХ ПРОЦЕСІВ

*Глобалізація докорінно змінила принципи та форми взаємодії між різними економічними агентами – функціонально видозмінюються існуючі елементи фінансової інфраструктури, з'являються нові підходи до фінансової стратегії та інструментів її реалізації. Фактично, поява єдиного економічного простору вже стала доконаним фактом, і тому будь-який економічний «ізоляціонізм» апріорі приречений на невдачу.*

В свою чергу, фактори глобального характеру перетворилися на домінуючі в економічному розвиткові країн, регіонів, підприємств та окремих індивідуумів – про те, їх вплив може бути різним за своєю спрямованістю, тому надмірна «відкритість» економіки теж має свої недоліки, які найбільш явно проявляються у періоди криз. Подібна дуальність глобалізації – коли поряд з явними перевагами існує цілий ряд загроз – формує цілий ряд теоретичних та прагматичних завдань для фінансової науки.

В той же час, слід визнати що головними суб'єктами глобальної економіки залишаються транснаціональні корпорації – багатофункціональні, територіально розгалужені бізнесові одиниці, що за рівнем свого економічного та фінансового потенціалу значно переважають навіть окремі країни. Одним із факторів, які визначили домінування корпорацій, став їх доступ до ресурсів фінансового ринку, і, відповідно, можливість вирішувати масштабні та складні стратегічні завдання. Таким чином, на глобальному рівні сформувався цілий комплекс складних та неоднозначних причинно-наслідкових зв'язків між корпораціями та суб'єктами фінансового ринку, який, багато в чому, і визначає ефективність корпоративного сектору.

Перманентний характер світових економічних криз, сценарій яких, як правило, передбачає банкрутство провідних корпорацій, ставить під сумнів ефек-

тивність створеної на метарівні моделі корпоративного управління. А складність та антагоністичний характер тенденцій сучасного фінансового ринку тільки підкреслюють необхідність актуалізації досліджень у сфері взаємодії корпорацій з його суб'єктами.

В цілому, в 90-х рр. минулого століття у вітчизняній фінансовій науці фактично були відсутні дослідження цієї проблематики, що об'єктивно визначалося пасивною стратегією українських корпорацій на глобальному фінансовому ринку.

З початку ХХІ ст. розміщення фінансових інструментів на глобальному фондовому ринку все частіше використовується українськими корпораціями, що і викликало зміну акцентів у фінансовій науці. Зокрема, слід відмітити роботи наступних авторів – С. Башлай, Г. Бондаря, К. Гладчук, В. Кукси, Д. Лук'яненка, Т. Майорової, О. Мозгового, С. Мошенського, Є. Панченка, С. Румянцева, О. Смирної, Г. Старostenко, С. Хоружого, І. Фишук, Т. Ясінської та ін..

Проте, аналіз абсолютної більшості робіт показує: більшість науковців розглядають емісійну стратегію вітчизняних підприємств, насамперед, з точки зору відносин корпорації з зовнішніми суб'єктами – інвесторами, депозитарними установами, організаторами торгівлі, рейтинговими агентствами і т.д..

В той же час, внутрішньокорпоративні відносини та їх трансформація під впливом процесу IPO чи SPO (аналогіч-

Володимир

Хлівний,

к.е.н., професор

кафедри фінансів

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

економічний

університет

імені Вадима

Гетьмана»

Богдан

Стеценко,

к.е.н.,

доцент кафедри

Фінансові ринки

ДВНЗ «Київський

національний

&lt;p

но – як і під час випуску єврооблігацій або ADR) вивчені недостатньо, часто сприймаються як невід'ємний, але другорядний аспект емісійної стратегії на глобальному ринку акцій. Подібний підхід не тільки штучно «звужує» об'єкт дослідження вітчизняної фінансової науки, він значно зменшує прагматичну значимість отриманих результатів для обґрунтування прагматичних рішень.

Враховуючи викладене вище, мета статті – аналіз трансформації внутрішньокорпоративних фінансових відносин під впливом реалізації емісійної стратегії вітчизняними корпораціями на глобальному ринку акцій.

Незважаючи на те, що на сучасному фінансовому ринку обертається величезна кількість фінансових інструментів з різноманітними параметрами, саме ринок акцій розглядається як найбільш важливий сегмент, адже тільки він є механізмом, що трансформує заощадження у фактично безстрокові інвестиційні ресурси для корпоративного сектору. Окрім того, саме публічна пропозиція власних фінансових інструментів дає можливість корпорації знаходить на вершині сучасного бізнесу.

Насамперед, охарактеризуємо динаміку IPO за період 2008-2011 рр. в розрізі провідних організаторів торгівлі (Рис. 1).

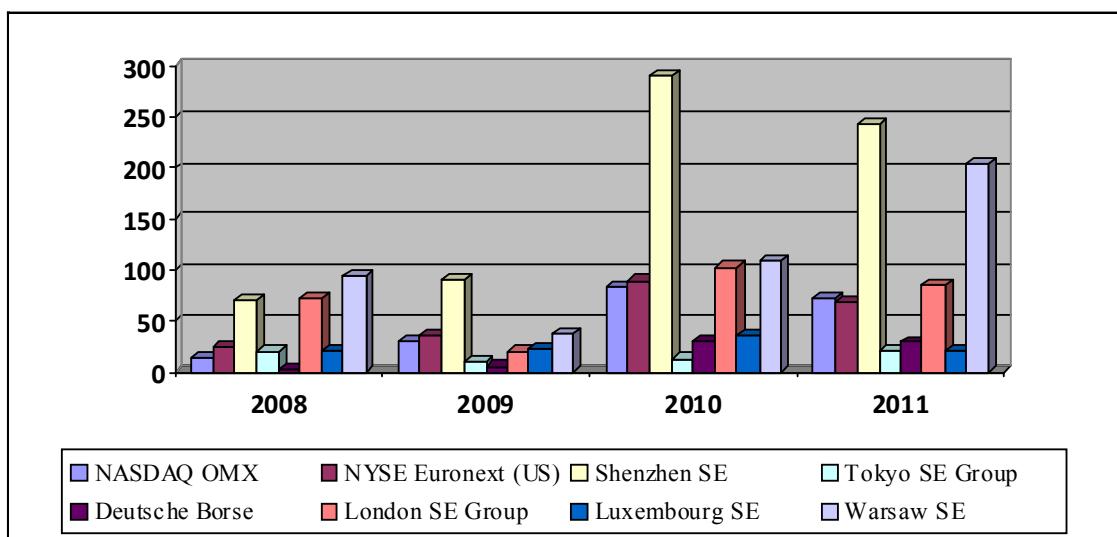
Дані Рис. 1 дозволяють зробити кілька важливих висновків щодо особливостей розвитку ринку IPO на сучасному етапі:

- по-перше, спостерігається тенденція до посилення ролі організаторів

торгівлі, які представляють т. з. «нові» фондові ринки, порівняно з традиційними ринками. Зокрема, в Азійському регіоні домінуючі позиції за кількістю проведених IPO займають китайські біржі, у Центральній та Північній Америці – мексиканські біржі, в Європі – Варшавська фондова біржа. Подібний процес, з нашого погляду, може бути наслідком впливу кількох факторів – посилення конкурентної боротьби між суб'єктами інфраструктури, зниження трансакційних витрат пов'язаних із IPO для емітентів;

- по-друге, сегмент первинних публічних розміщень гостро реагує на тенденції світової економіки – так криза 2008-2009 рр. викликала значне скорочення кількості IPO на усіх без виключення ринках. Подібна стратегія емітентів є цілком зрозумілою – в умовах падіння фондових індексів корпорації уникають проводити емісію через зростання ризиків зміни капіталізації компанії. Як правило, в періоди стагнації ринків капіталу тривають тільки вже розпочаті розміщення цінних паперів, або ті, які відбуваються на умовах «твердих зобов'язань»;

- по-третє, головними учасниками, які формують попит на капітал, на більшості бірж є компанії-нерезиденти<sup>1</sup>, що свідчить про значний рівень «глобалізованості» світового ринку акцій. Окрім того, ця тенденція свідчить про нерівномірність розвитку окремих національних ринків у світовому масштабі, яка стимулює пошук



Джерело: складено авторами за даними WFE [1]

Рис. 1. Кількість IPO на окремих організаторах торгівлі у 2008-2011 рр., од.

<sup>1</sup> Відносно місця реєстрації організатора торгівлі, на якому проводиться IPO

емітентами оптимальних ринків розміщення власних цінних паперів.

Аналіз сучасної вітчизняної фінансової літератури показує, що абсолютна більшість авторів виходять з того, що домінуючим мотивом реалізації емісійної стратегії на світовому ринку є доступ до його ресурсів, а також можливість функціонально використати фінансову інфраструктуру значно вищого рівня розвитку, порівняно з існуючою в Україні [2, 3, 4]. В тім, перелік переваг, що надає IPO на закордонному ринку ніяк не можна обмежувати наведеними в цих роботах.

Найбільш явно різниця між національними ринками проявляється якщо аналізувати два показники – рівень ринкової капіталізації та кількість лістингових емітентів (Табл. 1.).

Зокрема, за показником капіталізації вітчизняний ринок капіталів в рази менший навіть інших «нових» ринків (зокрема, польського), і в сотні разів – за провідні світові ринки. Аналогічна тенденція характерна і для показника кількості лістингових емітентів, який характеризує ступінь «включення» корпоративного сектору у процеси сек'юритизації, притаманні сучасній економіці.

Зрозуміло, що існування лише 128 цінних паперів за I рівнем лістингу є незрівнянно малим якщо зважати на десятки тисяч акціонерних товариств в Україні (при цьому, лише 16 зі 128 таких фінансових інструментів були акціями). Окрім того, явними перепонами для корпоративного сектору в широкому використанні потенціалу ринку акцій є незавершеність реформ у Національній депозитарній системі та існуван-

ня аж 10 організаторів торгівлі, ряд яких орієнтується на обслуговування інтересів вузького кола учасників ринку.

Ресурсна слабкість вітчизняного фондового ринку об'ективно поєднується з численними проблемами у сфері корпоративного управління. Зазначимо, що ця наукова проблематика була характерна для України в період проведення приватизації та за часів постприватизаційного перерозподілу власності [6, 7, 8], а значні надії покладалися на прийняття Закону України «Про акціонерні товариства». З моменту набуття чинності цим нормативно-правовим актом пройшло достатньо часу для того щоб зробити аргументований висновок – цілий ряд важливих проблем залишилися поза увагою законодавців. Ситуація ускладнюється відсутністю в Україні дієвих механізмів реалізації майнових та немайнових прав акціонерів, зафікованих у законодавстві.

Таким чином, визначальними внутрішніми і зовнішніми факторами, які призводять до відмови від використання ресурсного потенціалу ринку акцій вітчизняними підприємствами, на нашу думку, є:

- структура акціонерної власності, що визначає негативне ставлення акціонерів до можливої втрати управлінських повноважень після додаткового випуску акцій через розмивання частки;
- можливість отримання специфічного виду доходів за межами ринку акцій — доходів від контролю шляхом реалізації власних управлінських повноважень через перерозподіл грошових потоків, трансфертне ціноутворення, споживання за рахунок компанії,

Таблиця 1

**Кількісні показники розвитку фондового ринку України та окремих національних ринків станом на кінець 2011 р.**

№ з.п.	Ринок	Капіталізація, млрд. дол. США	Кількість лістингових емітентів, од.
1	NASDAQ OMX	3 845, 1	2 680
2	NYSE Euronext (US)	11795,6	2 308
3	Shenzhen SE	1054,7	1411
4	Tokyo SE Group	3325,4	2291
5	Deutsche Borse	1184,5	746
6	London SE Group	3 266, 4	2 886
7	Luxembourg SE	67 627,4	298
8	Warsaw SE	138,2	777
9	Україна	22,4	128 <sup>2</sup>

Джерело: складено авторами за даними WFE [1] та НКЦПФР [5]

<sup>2</sup> Для України використано показник кількості цінних паперів за I рівнем лістингу

що нівелює ринкові принципи організації фінансів акціонерних товариств.

Якраз у зазначеній площині і лежать головні домінанти взаємного впливу у ланцюгу «внутрішньо корпоративні відносини – емісійна стратегія на фондовому ринку». Логічно, що дослідження виділених проблем визначає і необхідність вивчення структури акціонерної власності в Україні. Підкреслимо, що реалізована в Україні інформаційна модель фондового ринку не дає змоги достовірно оцінити цей показник. В тім, навіть з використанням існуючих даних, та спираючись на вже проведені дослідження [9, 10] можна зробити важливі проміжні висновки:

- сертифікатна приватизація у 1994–1999 рр. спричинила появу близько 20 млн. акціонерів і стала одним із результативних факторів впливу, який визначив як структуру акціонерної власності в Україні так і типологію моделі корпоративного управління взагалі;

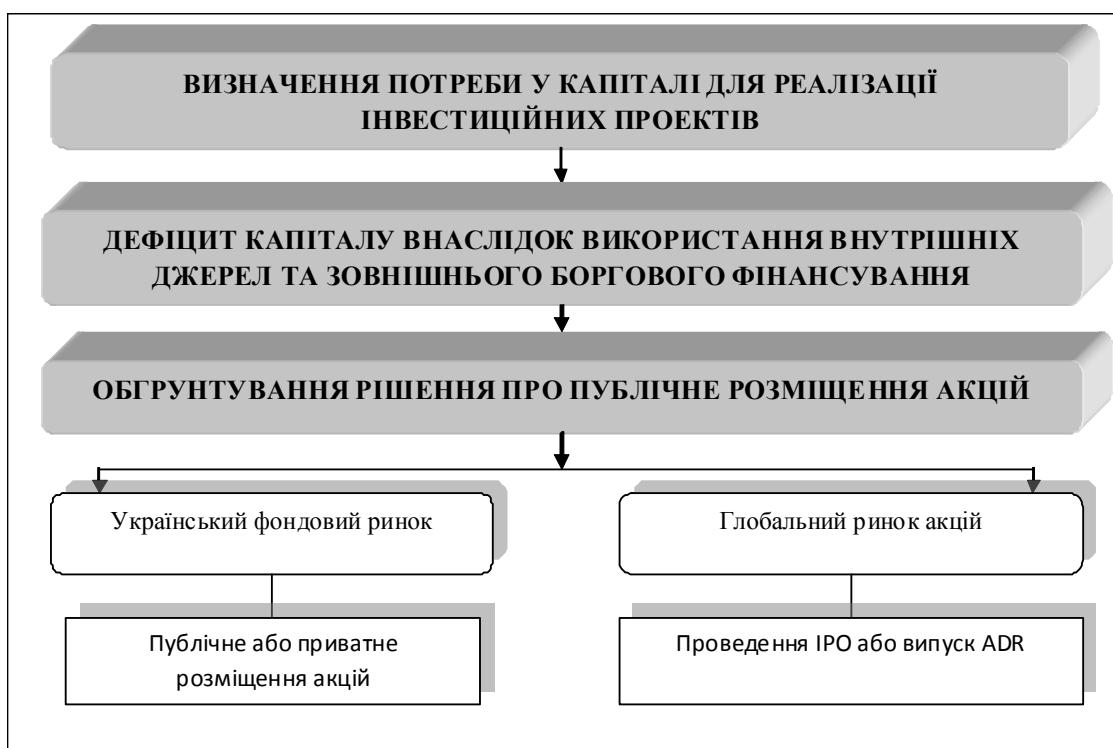
- відсутність дієвих механізмів фондового ринку, недостатня економічна обізнаність населення України, слабкість системи корпоративного управління та захисту прав власності призвели до поступового нарощування тенденції до укрупнення пакетів акцій за рахунок скорочення кількості міноритарних влас-

ників. В результаті, наприкінці першого десятиліття ХХІ ст. фактично можна говорити про формування «шматкової» власності в якій присутні один або кілька домінуючих акціонерів, що контролює діяльність компанії.

Структура акціонерної власності і формує типову стратегію вітчизняних підприємств на фондовому ринку, яку можна зобразити у вигляді наступних етапів (Рис. 2).

На перший погляд, суттєвої різниці в результатах розміщення цінних паперів на вітчизняному ринку акцій або на глобальному немає – корпорація збільшує свій власний капітал і, відповідно, відбуваються зміни у структурі акціонерної власності. В тім, такий висновок є поверховим, адже, з нашої точки зору, саме реалізація сценарію IPO визначає суттєві зміни як у відносинах з іншими економічними агентами, так і у внутрішньо корпоративних відносинах. Акцентуємо увагу на останньому факторові.

Як вже зазначалося, більшість крупних вітчизняних корпорацій мають домінуючих власників (або групу домінуючих власників) та функціонують в межах потужних фінансово-промислових груп. Подібні передумови формують кілька базових підходів до формування емісійної стратегії, які реалізу-



Джерело: систематизовано авторами

Rис.2. Орієнтовна стратегія вітчизняних підприємств під час IPO на глобальному ринку акцій

ються виходячи із цілей та уподобань домінуючих акціонерів (Табл. 2).

В тім, слід розуміти, що виділені стратегії поведінки характерні виключно для вітчизняного ринку акцій, у випадку проведення IPO на глобальному ринку вони суттєво видозмінюються. В першу чергу це пов'язано з тим фактом, що існують суттєві законодавчі обмеження для прямого виходу українських емітентів на зарубіжні ринки:

— норма Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», яка дозволяє номінувати акції вітчизняних емітентів виключно в національній валюті України [11];

— необхідність отримання дозволу емітента цінних паперів в НКЦПФР для обігу власних цінних паперів за межами України [12].

Таким чином, де facto необхідно розглядати IPO компаній, що ведуть бізнес в Україні, але де юре – іноземних компаній (переважна більшість яких зареєстрована в країнах з «м'якою» юрисдикцією – Кіпр, Люксембург, Нідерланди в т.п.), власниками яких є фізичні або юридичні особи-резиденти України. В таких компаніях структура власників формується переважно під впливом вимог організаторів торгівлі (Табл. 3).

Як бачимо, організатори торгівлі доволі жорстко підходять до питання структури акціонерної власності компаній, що пройшли лістинг. В тім, подібні зміни викликають і трансформацію внутрішньо корпоративних відносин, наприклад, в питанні дотримання прав акціонерів, відкритості діяльності компанії і т.п.. Реєстрація

компанії в іноземній юрисдикції зумовлює зміни і в дивідендній політиці – на відміну від України, стратегія максимізації «доходів від контролю» об'ективно не може бути успішною, оскільки відразу негативно вплине на ринкову капіталізацію корпорації.

Проведене дослідження дає можливість зробити наступні висновки щодо взаємозв'язку між внутрішньо корпоративними відносинами та проведеним IPO на глобальному ринку акцій вітчизняними компаніями:

1. Вихід на глобальний ринок акцій для проведення IPO характерний для стабільних компаній, які ведуть бізнес в Україні до 10 років, що зумовлює сталість і структури власників. Як правило в українських компаніях акції сконцентровані у руках 2-4 власників-фізичних осіб. Відповідно для таких підприємств гостростає проблема застосування зовнішнього фінансування, оскільки можливості існуючих акціонерів обмежені.

2. Для компаній-нерезидентів характерна ситуація, коли основна частина акцій належить власникам з України, інша – вільно обертається на біржовому ринку. Подібна ситуація обумовлена вимогами іноземних організаторів торгівлі, які встановлюють free float на рівні 15-25 % від усієї кількості акцій компанії, а також часто висувають вимоги щодо мінімальної кількості акцій у випуску.

3. На сучасному етапі розвитку можна говорити про існування двох стратегій корпоративного управління для вітчизняних акціонерних товариств: по-перше, стратегія, орієнтована на інвесторів в Україні; по-друге, стратегія, що

Таблиця 2

### Вплив конфігурації структури акціонерного капіталу на емісійні стратегії вітчизняних корпорацій на ринку акцій

Структура акціонерного капіталу	Вітчизняний ринок акцій
Володіння домінуючим власником (власниками) близько 100 % акцій	Орієнтація на внутрішні джерела власного капіталу або проведення приватного розміщення («квазіпублічного») якщо домінуючий власник має відповідні ресурси
Наявність у домінуючого власника (власників) близько 75 % акцій	Переважна орієнтація на внутрішні джерела власного капіталу або проведення приватного розміщення («квазіпублічного») якщо домінуючий власник має відповідні ресурси, забезпечення вищої ліквідності акцій за рахунок існування Free float, які обертаються на ринку
Розподіл крупних пакетів між кількома антагоністичними за інтересами групами власників	Можливість використання додаткової емісії акцій для встановлення контролю над підприємством за рахунок «розмивання» пакету акцій окремих акціонерів
Домінування в структурі акціонерного капіталу міноритарних власників	

Джерело: складено авторами

Таблиця 3

**Вимоги організаторів торгівлі щодо структури акціонерного капіталу  
лістингових емітентів**

№ з.п.	Організатор торгівлі	Вимоги
1	London SE (Великобританія)	Free float – 25 %. Мінімальна ринкова капіталізація – 700 000 ф. ст.
2	Deutsche Borse (Німеччина)	Free float – 25 %. Мінімальна ринкова капіталізація – 1,25 млн. євро. Мінімальна кількість акцій у випуску – 10000 шт.
3	Warsaw SE (Польща)	Free float – 15 % усіх акцій повинні належати міноритарним акціонерам, кожен з яких повинен володіти не більше 5 % голосуючих акцій
4	NASDAQ (США)	Акціонерний капітал – 15 млн. дол. США. Кількість акцій у вільному обігу – 1,1 млн. шт.. Кількість акціонерів, які володіють більше ніж 100 акціями – 400 осіб.
5	Luxemburg SE (Люксембург)	Free float – 25 %. Широке поширення акцій серед інвесторів.

Джерело: систематизовано авторами за даними організаторів торгівлі

орієнтована на інвесторів-нерезидентів та застосовується корпораціями, які розмістили власні фінансові інструменти на зарубіжних фондових майданчиках.

4. Стратегія другого типу докорінним чином в позитивний бік відрізняється від стратегії першого типу за наступними ключовими ознаками: створюються реальні механізми захисту прав міноритарних акціонерів (наприклад, через інститут незалежних директорів); значно підвищується транспарентність компанії і внаслідок зростання вимог з боку регуляторів та бірж, і через вплив цього чинника на ринкову капіталізацію.

В підсумку, кумулятивний ефект проведення IPO на внутрішньокорпоративні відносини підвищує конкурентну позицію таких корпорацій порівняно з тими емітентами, що розмістили цінні папери в Україні. В той же час, з точки перспектив розвитку, головним завданням держави вбачається екстраполяція загальнновизнаної практики корпоративного управління та діяльності фінансових посередників на вітчизняні терени.

### ЛІТЕРАТУРА

1. World Federation of Exchanges Annual Statistic Reports. [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?action=document&menu=27> [сайт]. – Назва з екрану.

2. Нікончук В.В. Фондовий ринок у системі інституціональних інновацій глобалізованого фінансового ринку / [Текст] В.В. Нікончук // Актуальні проблеми економіки. — 2012. — № 4. — С. 253-258.

3. Майорова Т.В., IPO як форма залучення інвестиційного капіталу

[Текст] / Т. В. Майорова // Фінанси України. - 2010. - № 6. - С. 80-88.

4. Карпенко Г.В. Проблеми та перспективи залучення інвестиційного капіталу українськими підприємствами на світових фондових ринках шляхом IPO [Текст] / Г. В. Карпенко // Фінанси України. - 2008. - № 10. - С. 89-94.

5. Звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2011 рік [Електронний ресурс]. Режим доступу: <http://http://nssmc.gov.ua/activities/annual>. – Назва з екрану.

6. Євтушевський В.А. Основи корпоративного управління [Текст]: Навчальний посібник / В. А. Євтушевський. - К.: Знання-Прес, 2002. - 317 с.

7. Довгань Л.Є. Корпоративне управління [Текст]: навч. посібник / Л. Є. Довгань, В. В. Пастухова, Л. М. Савчук. - К.: Кондор, 2007. - 180 с.

8. Корпоративні структури в національній інноваційній системі України [Текст] / [Л. І. Федулова та ін.]; за ред. Л. І. Федулової ; Ін-т екон. та прогнозування НАН України. - К.: Вид-во УкрІНТЕІ, 2007. - 811 с.

9. Миркин Я. Структура собственности и фондовый рынок [Електронний ресурс]/ Режим доступу: [http://www.mirkin.ru/\\_docs/00kolonka01.doc](http://www.mirkin.ru/_docs/00kolonka01.doc)

10. Стеценко Б.С. Акціонерні товариства на ринку капіталів України. Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук. – К.: КНЕУ, 2007.

11. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок».

12. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»