

УДК 336.76

ПРОБЛЕМЫ ВЫХОДА УКРАИНСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ НА МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

Барсегян А.Г.

*Таврический национальный университет имени В.И. Вернадского, Симферополь, Украина
e-mail: barsegan@mail.ru*

В работе исследуются проблемы выхода украинских предприятий на международные фондовые рынки как важнейший источник привлечения иностранных ресурсов в экономику. Автором предложены пути по оптимизации процесса выхода национальных корпораций на европейские фондовые биржи.

Ключевые слова: фондовый рынок, IPO, ценные бумаги, инвестиции.

ВВЕДЕНИЕ

В условиях дефицита финансовых ресурсов на внутренних финансовых рынках национальные компании вынуждены обращаться за ресурсами к внешним источникам. Учитывая рисковость подобных инвестиций, привлечение дополнительных финансовых средств становится для украинских предприятий проблематичным. В таких условиях необходимы дополнительные инструменты привлечения иностранного капитала в национальные корпорации. Одним из способов привлечения внешних инвестиций является первичное публичное предложение акций. IPO (Initial Public Offering) - предложение, которое компания делает всем заинтересованным инвесторам. Обычно на продажу выставляется пакет, по размерам не превышающий блокирующий. Это позволяет владельцам сохранить контроль над компанией. Однако процедура IPO заставляет эмитента раскрывать о себе достаточно много информации. IPO считается сегодня одним из важнейших механизмов на рынках капитала. Это одновременно и канал для получения молодыми компаниями нового капитала и способ инвесторов реализовать прибыли на свои инвестиции [1]. В условиях недостатка свободного капитала на мировых денежных рынках и на фоне ухудшения общей макроэкономической ситуации в Украине исследование путей привлечения ресурсов путем выхода украинских предприятий на международные фондовые рынки через IPO является актуальным.

Анализ последних публикаций и исследований показывает, что проблемы публичных размещений IPO недостаточно освещены в отечественных работах. В Украине данной тематике посвящены исследования Бланка И., Козакова В., Марченко В., Мозгового А., Пересады А., Школьника И. и других. Однако динамические изменения как глобальной, так и национальной внешней среды обуславливают непрерывность процесса исследования данной проблематики, адекватного современному этапу развития международных фондовых рынков и рынков капитала. Кроме того, украинские компании только недавно начали выходить на IPO, и, следовательно, проблема размещения ценных бумаг на международных фондовых рынках требует интенсивного изучения.

Целью работы является выявление основных проблем выхода украинских компаний на международные фондовые рынки и поиск путей их решения.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Развитие корпоративного сектора экономики Украины происходит как благодаря собственным источникам финансирования, так и с использованием внешнего финансирования. Следует отметить, что сегодня имеет место некоторое изменение отношения инвестора к привлекательности корпорации в случае использования ею исключительно собственных средств для финансирования стратегии развития. При использовании только собственных источников для развития корпорации последняя позиционируется как информационно закрытая, с ограниченной демонстрацией своей открытости, что уменьшает возможности дальнейшего роста инвестиционной привлекательности такой корпорации. Одновременно, использование собственных источников финансирования стратегического развития корпорации позволяет избежать каких-либо обязательств перед внешними инвесторами и рассматривать его как самый дешевый из всех возможных источников финансирования. Привлечение внешнего капитала для обеспечения стратегического развития возможно в форме долгового, акционерного и смешанного финансирования. В условиях развития корпоративного сектора экономики Украины внешнее финансирование, кроме источника привлечения финансирования, выполняет функцию подтверждения открытости и публичности корпорации, формирует соответствующий статус инвестиционной привлекательности корпорации, является гарантией достоверности аналитически-информационных ресурсов и т.п. Кроме того, такие формы финансирования как IPO являются подтверждением заинтересованности акционеров в долгосрочном развитии корпорации и росте ее капитализации [2].

Первой целью выхода компаний на IPO является привлечение крупного финансового капитала на долгосрочной основе. Учитывая результаты проведенных IPO в мире и Украине, начиная с 2005 года, этот инструмент инвестиций считается сегодня одним из важнейших механизмов на рынках капитала. Это является эффективным способом привлечения дополнительного капитала, и для инвесторов – это является привлекательным инструментом для вложения ресурсов, инвестируя в ценные бумаги иностранных компаний. По результатам первой волны предложения ценных бумаг через IPO украинские эмитенты из-за рубежа привлекли посредством 60 частных и публичных размещений около 6 млрд. долл. США. По оценкам аналитиков, удачным украинским IPO можно считать Kernel Holding на Варшавский фондовой бирже. Компания за несколько лет нарастила объем рыночной капитализации на 97% и перешла психологический барьер в 1 млрд. дол. США.

Следующей целью, ради которой компании прибегают к IPO, является объективная оценка стоимости предприятия. Эта объективность обусловлена выходом компаний на новый уровень - на международный рынок. Его основными элементами выступают наличие эффективного регулирования рынка, организация корпоративных отношений, свободный доступ инвесторов и высокое качество конкуренции.

Третья цель заключается в позиционирование компании как публичного института. Иначе говоря, IPO можно считать важным имиджевым фактором. Компании, чьи акции котируются на международных биржах, воспринимают как

серьезного партнера, поскольку выполнив все требования IPO, компания становится «прозрачной» и понятной всем потенциальным инвесторам [3].

Немаловажным вопросом является эффективный выбор площадки для размещения акций национальных компаний. Выбор биржи зачастую зависит от размера компании и планов по привлечению финансовых ресурсов. Украинские компании предпочитают размещать свои акции на Лондонской, Варшавской и Франкфуртской биржах.

Первой из украинских компаний IPO на альтернативной площадке Лондонской фондовой биржи (alternative investment market, AIM) осуществила 11-18 февраля 2005 г. компания "Укрпродукт" (ее дочерняя Ukrproduc: Group), занимающаяся производством молочной продукции. Компания продала 27,21% акций, выручив 6 млн. английских фунтов. Юридическим консультантом выступила компания Pricewaterhouse Coopers. В апреле 2005 г. на IPO на той же AIM вышла фирма Cardinal Resources LLC, занимающаяся добычей нефти и газа в западных регионах Украины. Она продала 39,7% акций за 20 млн. долл. Рыночная капитализация компании, составлявшая на момент размещения 54 млн. долл., к концу минувшего года упала до 41 млн. Cardinal Resources и "Укрпродукт" проводили свои презентационные мероприятия на волне роста интереса к Украине в мире сразу после политических событий 2004 года и позиционировали себя как "первые украинские компании, выходящие на IPO". Это привело к значительному росту курса их акций. Когда ситуация в стране начала вызывать разочарование мирового сообщества, инвесторы начали избавляться от этих ценных бумаг. Листинг на Лондонском альтернативном рынке был самым подходящим выбором для украинских IPO. AIM фактически предназначается для размещения меньших компаний, поэтому требования к отчетности и корпоративному управлению там более лояльные. В то же время, качество инвесторов на альтернативной площадке приближается к таковым на основном рынке [4].

Варшавская фондовая биржа (ВФБ) является самым большим и наиболее динамично развивающимся рынком ценных бумаг Центральной и Восточной Европы, стремящимся сформировать в Варшаве финансовый центр этого региона Европы. Предпринимая динамичные усилия для укрепления роста в международном масштабе, ВФБ постоянно укрепляет свою позицию, причем не только в Центральной и Восточной Европе, но и на целом континенте. Международная позиция ВФБ находит свое отражение в факте участия зарубежных компаний на ее рынках, в высокой активности иностранных инвесторов, в участии дистанционных членов ВФБ. В 2011 г. Варшавская фондовая биржа усилила своё преимущество по отношению к другим биржам региона. По числу IPO в 2011 году Варшавская фондовая биржа заняла 1-е место в Европе – эти позиции варшавской площадке обеспечили 203 биржевых первичных размещений на обоих рынках акций. В 2011 году почти половина всех европейских IPO прошла в Варшаве [5].

Украинские компании преимущественно предпочитают IPO на Варшавской фондовой бирже, поскольку у нее более либеральные условия, достаточное количество серьезных инвесторов, знакомых с рынком стран ЦВЕ, в том числе, и Украины, кроме того, на ВФБ отсутствуют жесткие условия финансовой

отчетности и цена размещения ценных бумаг является оптимальной для украинских компаний при выходе на IPO для привлечения дополнительных средств.

Способ привлечения капитала на международных фондовых рынках достаточно выгоден и имеет ряд преимуществ для украинских компаний, которые сопровождаются определенными проблемами:

1. IPO является важным фактором повышения международного имиджа компании. Акции, котирующиеся на международных биржах, автоматически придают своей компании статус серьезного надежного партнера. IPO – это признание компании третьими сторонами, что критически важно для доверия инвесторов и продолжительного рыночного роста. Свободный выход на ведущие фондовые рынки мира затруднен неразвитостью отечественной корпоративной культуры и небольшими размерами компаний.

2. В результате IPO формируется стоимость бизнеса. Это величина намного больше, чем просто цена активов компании, ведь стоимость бизнеса учитывает не только оборудование и недвижимость, но и качество управления, репутацию, торговую марку и другие параметры. В цену заранее закладываются перспективы развития предприятия. Однако недостаточное развитие отечественного фондового рынка не позволяет объективно оценить свои возможности на международных рынках, что приводит к практике неудачных и убыточных IPO.

3. IPO требует раскрытия информации об акционерах и структуре собственности, а также управлении компанией, отчетности и прохождении аудита по международным стандартам. Это также повышает стоимость бизнеса. В Украине сложилась практика сокрытия финансовой информации, данных о реальных собственниках и о принципах управления в компании. Этот фактор также препятствует свободному доступу национальных предприятий на международные рынки капитала.

4. IPO подразумевает изменение самой стратегии развития бизнеса. Выход на биржу – хороший повод еще раз четко определить цели компании на ближайшие несколько лет, в соответствии с мировыми тенденциями и ожиданиями иностранных инвесторов. Компания, соответствующая требованиям ведущих международных бирж - привлекательный клиент для крупных банков. Как для выдачи ей кредитов, так и для выпуска облигаций. В данном случае, барьером для привлечения капиталов в экономику Украины является ее неустойчивость и негативные перспективы в лице международных рейтинговых агентств и инвесторов [4].

Таким образом, успех проведения компанией первичного публичного предложения акций IPO зависит от очень многих факторов. В первую очередь от масштабов бизнеса компании, попыток компании вести бизнес открыто, от ее имиджа и популярности среди инвесторов, а также от общей экономической ситуации в стране и мире и состояния рынка ценных бумаг.

Особенностями выхода национальных компаний на международные рынки IPO являются следующие:

- на IPO выходят преимущественно крупные компании, которые имеют высокие показатели дохода и средства для подготовки;

- выходят компании аграрного сектора, металлургии, пищевой промышленности, строительства и недвижимости;
- средний размер IPO ниже среднемирового уровня;
- позиционирование эмитентов – компании страны относящейся к группе растущих рынков, темпы роста экономики выше среднемировых, большая емкость внутреннего рынка;
- рентабельность бизнеса зачастую выше, чем у компаний развитых стран;
- недооцененные рынком активы, значительный потенциал роста капитализации;
- компании-эмитенты привлеченные средства вкладывают в технологическую модернизацию и расширение бизнеса, часть компаний направляют средства на погашение долга;
- основными площадками являются Лондонская, Варшавская и Франкфуртская фондовые биржи.

Относительно оценки стоимости IPO, то он не считается дешевым инструментом привлечения инвестиций накладные расходы могут составить до 10-15% от суммы привлеченного капитала. Причем, чем больше сумма привлечений, тем меньше доля этих расходов. В среднем привлечение средств на бирже дешевле, чем кредиты и финансирование через облигации. Следует также отметить, что затраты на IPO разовые. Если предприятие хорошо подготовлено и эффективно работает, то удачная эмиссия приносит гораздо больше ресурсов, чем было потрачено на подготовку.

Размещение акций на фондовой бирже является инструментом финансирования дальнейшего развития компании, который открывает путь к более дешевым источникам капитала. В отличие от кредитования, продавая акции, компания не принимает на себя дополнительных обязательств, а также не сталкивается с необходимостью выплачивать проценты, начисляемые периодически, как это происходит после эмиссии облигаций. К тому же, объем ресурсов, привлеченных за счет IPO - это обычно значительно больше, чем суммы, полученные от кредитов или облигаций, а включение ценных бумаг компании в список акций, которые котируются на всемирно фондовых площадках, значительно повышает статус компании.

IPO с точки зрения риск-менеджмента на более развитом фондовом рынке является привлекательной по соотношению доход / риск. Доход состоит из двух компонентов: источники средств и имиджевые бонусы, привлекаемых с помощью IPO. Время существует ценовой риск - риск привлечения средств меньше ожидаемых, риск частичной потери контроля, риск раскрытия ценной для конкурентов информации. На более развитом рынке доходы выше и меньше ценовой риск [6].

Однако не всегда публичное размещение акций на международных фондовых биржах гарантирует рост рыночной капитализации. Причина неудач и успехов IPO кроется в ряде факторов, которые обусловлены привлекательностью сферы деятельности корпорации, инфраструктурным построением корпорации, готовностью эмитента к публичности своей деятельности, историей развития

корпорации, профессионализмом сопровождения IPO т.д. Успешность IPO периода 2006-2008 годов обусловила дальнейшую активность реализации стратегии внешнего роста аграрных корпораций Украины. Результатом реализации указанных стратегий стало слияние в 2009 году нескольких национальных агрокомпаний.

Размещение ценных бумаг на международных фондовых биржах позволяет расширить доступ национальных корпораций и к другим источникам международного капитала, в том числе и на рынке международных кредитов. Так, IPO на сумму 669 млн. дол. США в 2008 году позволило в 2009 году привлечь 16,7, в 2010 году - 83,2, в 2011 году - 86,4 млн. долл. кредитов и других средств на условиях займа. Доверие кредиторов, сформировано по результатам IPO национальных корпораций на международных фондовых рынках, стало причиной роста их привлекательности для иностранного кредитования. Следует отметить, что процессы роста рыночной капитализации национальных корпораций отражаются на степени доверия иностранных кредиторов к национальным корпорациям. В финансовом аспекте такое доверие выражается в объемах предоставленных кредитов, значительно превышающих объемы IPO [2].

Однако при существующих положительных характеристиках использования международных фондовых рынков для привлечения финансовых ресурсов украинскими компаниями, активность национальных корпораций существенно ниже, чем среднеевропейских. Причинами неактивного выхода потенциальных украинских эмитентов на международные рынки путем публичного размещения акций являются следующие: нежелание отечественного бизнеса публиковать свою отчетность; низкий уровень корпоративного управления; невысокая ликвидность отечественного фондового рынка; нерациональная система налогообложения. Временным положением о порядке предоставления разрешения на обращение акций или облигаций предприятий украинских эмитентов за пределами Украины установлено, что предоставление разрешения на обращение ценных бумаг украинских эмитентов за пределами Украины осуществляется Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку. Разрешение предоставляется на обращение ценных бумаг украинских эмитентов, если все ценные бумаги дополнительной эмиссии размещаются за пределами Украины. Эмитент должен иметь листинг по предыдущим выпускам ценных бумаг на фондовой бирже на территории Украины или в торгово-информационной системе (ТИС). Эмитент не может размещать за пределами Украины ценные бумаги первой эмиссии. Под действие этого Положения подпадают эмитенты ценных бумаг, уставный фонд которых не менее 5 млн. грн. Эмитенты, уставный фонд которых менее 5 млн. грн., не имеют права размещать ценные бумаги за пределами Украины. Эмитент может размещать ценные бумаги за пределами Украины на общую сумму, не превышающую 25% Уставного фонда эмитента. Эмитент не имеет права размещать ценные бумаги за пределами Украины по цене ниже сложившейся на фондовой бирже на территории Украины и по цене ниже номинальной. В случае падения цены на ценные бумаги эмитента за пределами Украины ниже их цены при обращении на территории Украины эмитент обязан уведомить Государственную комиссию по ценным бумагам и фондовому рынку. Запрещается до конца размещения ценных

бумаг за пределами Украины и получения эмитентом средств, выпуск любых производных ценных бумаг на ценные бумаги, размещенные за пределами Украины. На ценные бумаги, размещенные за пределами Украины, эмитент может выпускать депозитарные сертификаты и депозитарные свидетельства. Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку определяет, каким образом и на каких биржах и торгово-информационных системах Украины эмитент может размещать свои акции и облигации. Для получения разрешения эмитент должен зарегистрировать в Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку выпуск акций (облигаций) и информацию об эмиссии ценных бумаг. Документы, представленные для получения разрешения на обращение ценных бумаг за пределами Украины, рассматриваются Государственной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку в течение 45 дней. Эмитент должен соблюдать требования валютного законодательства Украины, то есть акции эмитента могут выпускаться и котироваться только в гривнах, что неприемлемо для иностранных инвесторов ввиду значительных валютных рисков [7].

Большинство из приведенных положений абсолютно неприемлемы для иностранных инвесторов и фондовых бирж, поэтому большинство эмитентов проводили размещение через свои материнские компании, зарегистрированные за рубежом. То есть перед IPO или даже частным размещением они структурировали свой бизнес, строя схему корпоративного контроля так, что бизнес в Украине оказывался среди дочерних структур, контролируемых холдинговой компанией, которая и привлекала ресурсы через размещение посредством IPO [1]. Такая схема существенно усложняет выход национальных компаний на международные фондовые рынки и тормозит процесс привлечения дополнительных ресурсов в экономику Украины.

ВЫВОДЫ

В результате исследования особенностей размещения акций на международных фондовых рынках посредством IPO украинскими компаниями можно сделать следующие выводы:

- выход украинских предприятий затруднен административными барьерами выстроенным национальным законодательством: эмиссия на международных рынках должна осуществляться в национальной валюте, при предварительном размещении ценных на национальном фондовом рынке и с согласования уполномоченного органа. Для активизации процесса выхода на IPO необходима либерализация соответствующего законодательного поля и приведение его к международным стандартам;

- предпочтения при выходе на международные площадки отдаются Варшавской и Лондонской фондовой бирже как наиболее лояльным по отношению к национальным корпорациям. За всю историю IPO украинских компаний именно на этих фондовых рынках совершено наибольшее количество украинских IPO;

- при выходе на международный фондовый рынок компания должна оценивать свое состояние и соотносить свои перспективы IPO с расходами на публичное

размещение. Успех IPO зависит от степени открытости компании, уровня подготовленности к IPO и ее инвестиционной привлекательности;

Дальнейшие исследования в этой области связаны с разработкой эффективного механизма выхода украинских компаний на международные фондовые рынки посредством IPO и еврооблигаций.

Список литературы

1. Осадчук С. Правові основи проведення IPO українськими компаніями / С. Осадчук // Економічний аналіз (збірник наукових праць). – 2012. – Вип. 10. – Ч.1. – С.313-316.
2. Марченко В.М. Первинно-публічне розміщення (IPO) національних корпорацій на міжнародних фондових біржах / В.М. Марченко / Проблеми підвищення ефективності інфраструктури: фаховий науковий журнал. – 2012. - №34. – С.12-22.
3. Позднякова Г. IPO як інструмент залучення іноземних інвестицій / Г.Позднякова [Електронний ресурс] // Режим доступу: <http://www.sworld.com.ua/index.php/ru/economy/world-economy-and-international-economic-relations/1130-pozdnyakova-gw>.
4. Суслowa Е.И. Современные условия и мотивы выхода украинских предприятий на рынок IPO / Е.И. Суслowa // Праці дев'ятої міжнародної наукової конференції “Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання”. – 2008. – Част. 3. – С.305-307.
5. Ежегодник Варшавской фондовой биржи, 2012 год [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://static.gpw.pl/pub/files/PDF/roczniki/GPW102_RocznikGPW_2012_RU.pdf.
6. IPO от А до Я: справочник эмитента // Рейтинговое агентство «Эксперт-Рейтинг». — Киев, Украина. — Декабрь, 2007. – 196 с.
7. Тимчасове положення про порядок надання дозволу на обіг акцій або облигацій підприємств українських емітентів за межами України [Електронний ресурс] : затверджено рішенням ДКЦПФР № 36 від 17 жовтня 1997 року – Режим доступу: <http://www.uazakon.com/document/spart78/inx78140.htm>

Барсегян А.Г. Проблеми виходу українських підприємств на міжнародні фондові ринки / А.Г. Барсегян // Вчені записки Таврійського національного університету імені В.И. Вернадського. Серія: Економіка та менеджмент. – 2012. – Т. 25 (64). № 3. - С. 28-35.

В роботі досліджуються проблеми виходу українських підприємств на міжнародні фондові ринки як найважливіше джерело залучення іноземних ресурсів в економіку. Автором запропоновано шляхи по оптимізації процесу виходу національних корпорацій на європейські фондові біржі.

Ключові слова: фондовий ринок, IPO, цінні папери, інвестиції.

Barsegyan A.G. Problem of releasing of ukrainian companies on international stock markets / A.G. Barsegyan // Scientific Notes of Taurian National V.I. Vernadsky University. – Economics and management. – 2012. – Vol. 25 (64), № 3. – P. 28-35.

The problems of the release of Ukrainian companies on international stock markets as a major source of attraction of foreign resources in the economy is examined. The author suggests ways to optimize the process of releasing of the national corporations on European stock exchanges.

Keywords: stock market, IPO, securities, investments.

Статья поступила в редакцию 10. 12. 2012 г.