

IPO ТА ЗМІНА ПАРАМЕТРІВ ФІНАНСОВОЇ КОМУНІКАЦІЇ В ПОСТЕМІСІЙНІЙ СТРАТЕГІЇ РОЗВИТКУ ВІТЧИЗНЯНИХ ПІДПРИЄМСТВ

IPO AND CHANGE OF FINANCIAL COMMUNICATION PARAMETERS IN THE POSTEMISSION DEVELOPMENT STRATEGY OF DOMESTIC ENTERPRISES

Ольга СМІРНА,
Криворізький економічний інститут
ДВНЗ «Криворізький національний університет»



Olga SMYRNA,
Kryvyi Rih Economic Institute
of the Kryvyi Rih National University

Однією з важливих ознак глобалізації на сучасному етапі є невідпинний розвиток засобів зв'язку та поширення численних комунікаційних систем. Це нівелює роль факторів відстані та часу в економічних і соціальних процесах та посилює значення інформації в конкурентній боротьбі різних економічних агентів – від держав до окремих індивідуумів. Відбувається фактичне «розмивання» регіональних і національних складових окремих ринків товарів та послуг. Завдяки інформатизації будь-який з них перетворюється в глобальну систему взаємовідносин між суб'єктами, національна приналежність яких не відіграє суттєвої ролі.

Найбільш характерними виділені процеси є для ринків капіталу. Особливості економічної та правової природи цінних паперів визначають роль інформації як невід'ємної складової випуску та обігу сек'юритизованих фінансових інструментів. Численні дослідження, що отримали визнання на світовому рівні, аналізують вплив інформаційного забезпечення на функціонування фондових ринків. У роботах Дж.Акерлофа [1], М.Спенса [2], Дж.Стігліца [3], Ю.Фами [4] доведено, що якісні та кількісні параметри інформації на фондовому ринку здатні суттєво вплинути на процес ціноутворення на цінні папери, а економічні агенти зацікавлені в наявності повної інформації.

Проте такий висновок слабо узгоджується з тенденціями, що характерні для українського ринку капіталів. Більшість його учасників, насамперед корпорації-емітенти, об'єктивно не зацікавлені в транспарентності діяльності та намагаються отримати економічні вигоди якраз за рахунок асиметрії інформації. Можна припустити, що в переважній більшості така стратегія фінансової комунікації обумовлена інституційними чинниками, пов'язаними з недосконалістю вітчизняного фондового ринку, тоді як проведення IPO на європейських фондових біржах призводить до суттєвих змін у цій сфері.

Відповідно мета статті – виділити фактори, які, з одного боку, спонукають акціонерні товариства відмовитися від переваг публічної діяльності на українському ринку капіталів, а з другого – призводять до трансформації параметрів комунікації під час IPO на закордонних ринках; а також обґрунтувати заходи, спрямовані на стимулювання транспарентності корпоративного бізнесу в Україні.

Підкреслимо, що в розбудові моделі фінансової комунікації підприємств-емітентів на фондовому ринку необхідно виходити з урахування таких положень: кожен учасник ринку цінних паперів є поліфункціональним з погляду його місця в інформаційних потоках фондового ринку, він виступає і як споживач фінансової інформації, і як її виробник, і як її власник; на фондовому ринку відбувається постійне переміщення інформаційних потоків між різними учасниками, і, як вже зазначалося, такий рух об'єктивно впливає на рух цін на фінансові інструменти; фінансова комунікація стає визначальним фактором конкурентної боротьби як між

різними емітентами за доступ до джерел фінансування, так і між емітентом та інвестором у контексті встановлення оптимальних параметрів фінансових інструментів. Схематично вказаний процес фінансової комунікації підприємства-емітента відображено на рис. 1.

Роль фінансової комунікації в процесі реалізації емісійної стратегії на фондовому ринку значно посилюється невизначеністю, що характерна для нього. **Така невизначеність, а також об'єктивні потреби учасників фондового ринку в інформації дають можливість виділити принципи, на яких має ґрунтуватися фінансова комунікація емітента в процесі випуску цінних паперів:**

1. **Принцип повноти** полягає в тому, що оцінка фінансових процесів повинна базуватися на всій інформації, що доступна суб'єктам ринку в конкретний момент часу.

2. **Принцип достовірності** – оцінка фінансових процесів повинна відображати реальний стан речей. Зауважимо, що: по-перше, цей принцип частково вступає в протиріччя з принципом повноти; по-друге, об'єктивно в межах підприємства неможливо врахувати всю інформацію, що присутня на ринку, тому для забезпечення достовірності доцільно, щоб початкова інформація, на основі якої будується модель, охоплювала найбільш репрезентативні показники.

3. **Принцип єдності** полягає в тому, що фондовий ринок є складовою єдиного фінансового середовища. Зокрема, слід чітко розуміти, що інвестори, які оцінюють цінні папери компанії, котрі здійснюють свій бізнес в Україні, цілком обґрунтовано зважають і на загальний рівень економічних свобод, рівень конкурентоспроможності вітчизняних компаній на внутрішньому та зовнішніх ринках і т.п.

4. **Принцип диференціації** – інформація повинна враховувати різницю в потребах споживачів інформації. Так, закордонні інвестори чітко ідентифікують інформацію, яка їм потрібна, та не зважають на існуючі в Україні вимоги щодо оприлюднення інформації для емітентів акцій.

5. **Принцип часової прийнятності** – фінансова комунікація має враховувати швидку зміну ендегенних та екзогенних факторів, проявляти гнучкість і мобільність для кращого відображення дійсності.

На сьогодні стратегія виходу українських емітентів на міжнародні ринки акцій є надто залежною від зовнішніх чинників, а також макроекономічних тенденцій в Україні. Так, з 2008 року відбувалося невідпинне зниження кількості розміщень цінних паперів українських емітентів на міжнародних фондових майданчиках, яке досягло свого мінімального значення і для депозитарних розписок, і для IPO та PP у 2009 році, коли в Україні спостерігалось значне погіршення макроекономічної ситуації.

У статті розкриваються причини змін у фінансовій комунікації вітчизняних підприємств у процесі здійснення IPO. Зроблено порівняння вимог вітчизняного законодавства та закордонних бірж щодо розкриття інформації емітентами. Виділено фактори, які знижують транспарентність вітчизняного корпоративного бізнесу. Обґрунтовано заходи, спрямовані на покращення фінансової комунікації українських підприємств.

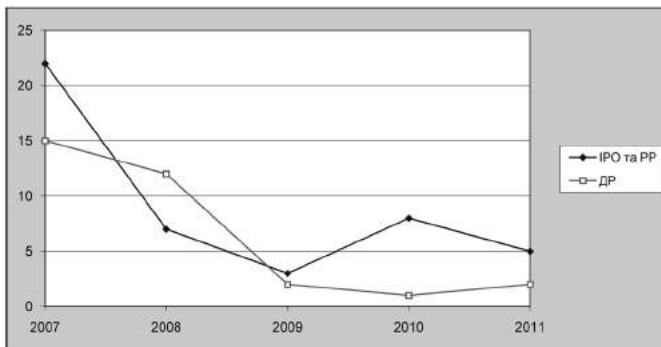
This article deals with the reasons of changes in financial communication of domestic enterprises in the process of IPO performing. The compare of demands of domestic legislation and foreign exchanges concerning the information opening by issuer is conducted. The factors which reduce the transparency of domestic corporate business are highlighted. Measures directed on the improvement of financial communication of Ukrainian enterprises are grounded.

Рис. 1. Фінансова комунікація підприємства на фондовому ринку в процесі реалізації емісійної стратегії



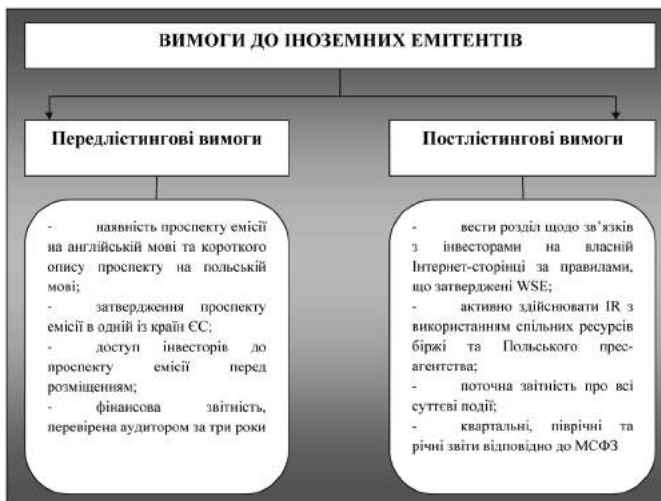
Джерело: розроблено автором

Рис. 2. Динаміка випуску депозитарних розписок, IPO та РР українськими емітентами за 2007-2011 роки



Джерело: складено автором за даними емітентів та організаторів торгівлі

Рис. 3. Вимоги до іноземних емітентів щодо інформаційної політики іноземних емітентів на WSE



Джерело: розроблено автором

І хоча в 2010-2011 роках відбувалося певне відновлення в цьому сегменті, все ж говорити про досягнення докризового рівня розвитку не варто. Цей висновок прослідковується навіть за показником загальної кількості

Таблиця 1. Вимоги щодо оприлюднення інформації акціонерними товариствами-емітентами цінних паперів в Україні

Критерій інформаційної політики	Характеристика
Шляхи оприлюднення інформації	<input type="checkbox"/> в обов'язковому порядку (інформаційна база даних НКЦПФР, офіційне видання, подання НКЦПФР); <input type="checkbox"/> добровільно в мережі Інтернет
Види інформації, що розкривається емітентом	<input type="checkbox"/> особлива; <input type="checkbox"/> регулярна квартальна інформація; <input type="checkbox"/> регулярна річна інформація
Розкриття інформації емітентами, цінні папери яких пройшли лістинг	Розкриття інформації здійснюється шляхом її розміщення в ЕСКРІН та опублікування в одному з офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України або НКЦПФР
Наявність санкцій	У разі порушення вимог законодавства про розкриття інформації емітент несе відповідальність відповідно до чинного законодавства

Джерело: систематизовано автором

розміщень цінних паперів (депозитарних розписок та акцій) за період 2007-2011 років (рис. 2).

Окрім того, необхідно звернути увагу на ще один доволі симптоматичний факт – змінюється структура розміщень. Якщо до 2008 року домінували випуски депозитарних розписок, то в подальшому емітенти надавали перевагу IPO та РР. На наш погляд, подібні тенденції можна пояснити певною схематичністю та монополізованістю світового ринку депозитарних розписок, на якому функціонує чотири банківські установи-лідери, а кількість організаторів торгівлі-центрів обігу таких цінних паперів фактично обмежується NYSE та London SE. Водночас публічні та приватні розміщення акцій дають значно ширші можливості як з точки зору варіантів взаємодії з учасниками фондового ринку, так і з погляду емісійної стратегії вітчизняного підприємства.

Як показали дослідження окремих авторів, фінансова комунікація на сучасному етапі перетворилася на надзвичайно важливий чинник ефективно емісійної стратегії підприємств, що здійснили IPO [5; 6]. Разом з тим історичні фактори формування корпоративного сектору в Україні обумовили надзвичайно низький рівень інформаційної політики для інших вітчизняних емітентів. Як правило, подібна ситуація диктується вигодами, що їх отримують мажоритарні акціонери (через отримання доходів від контролю), проте вона є абсолютно неприйнятною для інших суб'єктів корпоративного управління, які функціонують в рамках офіційної економіки [7].

Протягом періоду свого становлення й розвитку система оприлюднення інформації емітентами цінних паперів в Україні зазнала численних трансформацій, пов'язаних насамперед зі змінами державної регуляторної політики у цій сфері та набула певних визначальних рис (табл. 1).

Головними рисами існуючої інформаційної моделі фондового ринку України на сучасному етапі, на наш погляд, є:

1. Диференціація вимог стосовно режимів оприлюднення інформації для емітентів цінних паперів та для емітентів, цінні папери яких пройшли лістинг на одному з організаторів торгівлі в Україні. Ця диференціація стосується насамперед використання можливостей системи ЕСКРІН для розкриття інформації емітентами лістингових цінних паперів.

2. Встановлення диференційованих вимог щодо оприлюднення інформації для емітентів різних типів цінних паперів (наприклад, емітентів акцій або емітентів сертифікатів ФОН, різних видів професійних учасників фондового ринку (наприклад, організаторів торгівлі та компаній з управління активами інституційних інвесторів)

3. Чіткий поділ інформації на особливу та регулярну. Особлива інформація відображає події в економічній, правовій та фінансово-господарській поточній діяльності підприємства, які можуть суттєвим чином протягом нетривалого періоду часу вплинути на ринкову вартість підприємства або на ринкову ціну його цінних паперів.

4. Регулярна інформація подається у щоквартальному та річному режимі, при цьому за своїми змістовними характеристиками річний звіт є значно досконалішим.

Порівняємо вимоги на вітчизняному ринку з аналогічними вимогами, що існують на закордонних ринках. Оскільки більшість IPO вітчизняних компаній було здійснено на Варшавській фондовій біржі, розглянемо вказане питання на прикладі цього суб'єкта (рис. 3).¹

**Таблиця 2. Регуляторні заходи для посилення
транспарентності вітчизняного корпоративного сектору в Україні**

Заходи	Напрями впливу на транспарентність корпоративного сектору
Уніфікація норм вітчизняного законодавства та норм ЄС щодо розкриття інформації лістинговими емітентами	Формування єдиних інформаційних підходів щодо внутрішніх та зовнішніх інвесторів, уніфікація інформаційної політики корпоративного сектору незалежно від ринку розміщення цінних паперів
Зменшення рівня впливу «тіньового сектору економіки»	Скорочення можливостей отримання мажоритарними акціонерами доходів від контролю, посилення ролі дивідендів та курсового приросту в системі мотиваційних факторів для інвестування в акції
Перегляд структури та наповнення річного регулярного звіту в частині оприлюднення інформації про організаційну структуру підприємств, пов'язаних із ним осіб, структуру акціонерної власності	Створення умов для використання принципів визначення «кінцевого бенефіціара» - фізичної особи, яка є кінцевим вигодонабувачем від діяльності підприємства

Джерело: систематизовано автором

Порівняння вимог дає можливість зробити деякі висновки щодо вимог, які висуваються до фінансової комунікації підприємств-емітентів цінних паперів:

- найбільш явною є різниця у способах представлення фінансової звітності;
- для українського законодавства характерний високий рівень формалізації та стандартизації інформації, що оприлюднюється емітентом. Усі інші дії стосовно забезпечення транспарентності діяльності віднесені на рівень підприємства і здійснюються виключно виходячи з його власної інформаційної політики. У свою чергу закордонні організатори торгівлі значну увагу приділяють реалізації постлістингової інформаційної стратегії підприємства, насамперед забезпеченню впровадження активної політики у сфері Investment Relations;
- у режимах оприлюднення інформації про діяльність акціонерного товариства-емітента цінних паперів та забезпеченні аудиторського супроводження суттєвої різниці немає.

На думку провідних фахівців у галузі IPO, найбільш суттєвими елементами річного звіту компанії-емітента є [8]:

1. Основні показники роботи компанії за останні 3-8 років.
2. Звернення топ-менеджерів корпорації до акціонерів та клієнтів.
3. Дискусійні питання менеджменту.
4. Пояснення ситуації в окремих сегментах бізнесу компанії.
5. Облікова політика та фінансова звітність компанії.

З використанням методу експертних оцінок нами було проведено ранжування офіційних сайтів вітчизняних компаній-емітентів (які здійснили найбільші IPO у період 2008-2011 років) за виділеними критеріями та отримано такі результати:

- більшість емітентів на власному Інтернет-сайті передбачили спеціальний розділ, який умовно можна назвати «Для інвесторів», що є свідченням розуміння транспарентності діяльності та виконання вимог організаторів торгівлі. Зокрема, зазначимо, що всі компанії, які провели IPO на Варшавській фондовій біржі, передбачили оприлюднення інформації англійською та польською мовами;
- найбільш проблемною частиною звітності вітчизняних емітентів є розділ «Дискусійні питання менеджменту» та «Пояснення ситуації в окремих сегментах бізнесу». На наш погляд, подібна ситуація є цілком природною, оскільки таким чином емітенти намагаються уникнути обговорення аспектів внутрішнього й зовнішнього середовища, які потенційно можуть негативно вплинути на фінансові результати діяльності.

Розрахункове значення коефіцієнта Спірмена, який характеризує рангову кореляцію між рівнем транспарентності та обсягами й вартістю капіталу, залученого під час IPO, надзвичайно високе – на рівні +0,8409, що свідчить про значний рівень впливу інформаційної політики та транспарентності на кількісні параметри залученого капіталу. Відповідно можна зробити висновки, що зміни у фінансовій комунікації вітчизняних компаній у постемісійному періоді пояснюються вигодами від транспарентності. Отже, змін у діяльності емітентів на національному фондовому ринку можна очікувати лише після створення передумов для реалізації переваг компаній з публічним статусом у сфері фінансування.

Розвиток IR технологій в Україні має відбуватися в контексті посилення ролі організаторів торгівлі в процесах обігу цінних паперів у цілому та на первинному сегменті зокрема. Також подібна діяльність повинна в певній мірі підтримуватися державою, оскільки це дасть можливість перенести IPO з міжнародних фондових ринків на вітчизняні біржі. З метою реалізації подібного сценарію необхідно забезпечити такі кроки (див. табл. 2).

Отже, проаналізувавши вплив IPO на параметри фінансової комунікації підприємств у постемісійному періоді розвитку, можна зробити такі висновки:

1. Фінансова комунікація є важливою складовою емісійної стратегії на фондовому ринку, яка дає можливість оптимізувати кількісні параметри капіталу, що залучається підприємством.

2. В Україні сформовано два підходи до транспарентності корпоративного бізнесу: підприємства, що здійснили IPO на закордонних біржах, дотримуються вимог щодо розкриття інформації, зафіксованих як у вітчизняному законодавстві, так і на рівні самих організаторів торгівлі; підприємства, цінні папери яких обертаються на українському ринку, в своїй переважній більшості виконують тільки вимоги законодавства. Такі варіанти політики у сфері фінансової комунікації обумовлені економічними вигодами, що отримуються підприємствами та їх власниками в кожному з випадків.

3. Подолання «закритості» вітчизняного корпоративного бізнесу можливе виключно через забезпечення явних переваг для публічних компаній у сфері залучення капіталу. З цією метою необхідно, по-перше, уніфікувати вітчизняні вимоги щодо розкриття інформації лістинговими емітентами та вимоги, зафіксовані нормами ЄС; по-друге, знизити можливість отримання економічних вигод від діяльності в «тіньовому» секторі; по-третє, забезпечити розкриття емітентами інформації щодо структури акціонерної власності та кінцевих бенефіціарів.

Financial communication is an important part of emission strategy on stock exchange which gives the opportunity to optimize quantitative parameters of the capital which is attracted by the enterprise.

There are two approaches formed to the transparency of corporate business in Ukraine: enterprises which performed IPO on foreign exchanges, follow the demands concerning the information opening, fixed as in domestic legislation and also on the level of trade organizers; the enterprises, whose securities are turned in the Ukrainian market, in their bigger part follow the demands only of legislation. Such variants of policy in the sphere of financial communication are caused by economic benefits, which are got by enterprises and their owners in every of many cases.

The overcoming of «closing» of domestic corporate business is possible exceptionally through the providing of evident advantages for the public companies in the sphere of capital attraction. With this aim it is necessary, firstly, to unify the demands concerning the information opening by listing emitters and demands, fixed by EU; secondly, reduce the possibility of getting economic benefits from the activity in «shadow» sector; thirdly, provide the information opening by issuers concerning the structure of stock ownership and final beneficiaries.

ПОЯСНЕННЯ

¹ Значною мірою вимоги до інформаційної політики емітентів з боку європейських бірж до лістингових емітентів є в цілому схожими, оскільки вони базуються на єдиних принципах розкриття інформації в рамках ЄС.

ЛІТЕРАТУРА

1. George A. Akerlof. The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics, v.84, August 1970, p. 488-500.
2. Spence M. Market signaling: informational transfer in hiring and related screening processes. Cambridge, Harvard University Press, 1974.
3. Stiglitz J., M. Rothschild Equilibrium in Product Markets with Imperfect Information // Quarterly Journal of Economics, vol. 90, pp. 629-650.
4. Fama «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work». Journal of Finance (The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2) 25 (2): 383-417.
5. Андрощук О. Є. Фінансова комунікація в управлінні вартістю акціонерного товариства [Текст]: автореферат дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / О. Є. Андрощук ; [наук. кер. О. О. Терещенко]; ДВНЗ «Київський нац. екон. ун-т імені Вадима Гетьмана». – К., 2010. – 20 с.
6. Кузьев К. Раскрытие информации российскими акционерными обществами - требования законодательства и особенности деловой практики [Текст] / К. Кузьев // Общество и экономика. – 2008. – № 1. – С. 127-133.
7. Леонов Д. А. Диалектика дивидендной политики в условиях зростання невизначеності сучасної економіки / Д. А. Леонов, І. М. Прасолов // Економіка України. – №7. – 2012. – С. 45-54.
8. IPO от «А» до «Я»: Справочник эмитента. – К.: Дагда, 2011.