

## МЕХАНІЗМ ФУНКЦІОНУВАННЯ ІНСТИТУТІВ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В АСПЕКТІ ПЕРВИННОГО РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ

© Горбань В.Б., Хома І.Б., 2008

Розглядаються особливості залучення інвестицій шляхом первинного розміщення акцій, процедури його підготовки і проведення та вимоги, які ставить фондовий ринок до компаній-емітентів. Узагальнено досвід виходу іноземних компаній на організований фондовий ринок. Обґрунтовано необхідність подальшого розвитку інститутів спільного інвестування як нової перспективної форми інвестування в Україні. Запропоновано напрямки їх подальшого вдосконалення.

**There is made a consideration of peculiarities of enlisting investments by means of Initial Public Offering, proceeds needed for its preparation and realization and demands, which are put by stock exchange market to the companies. The experience of foreign companies is generalized by their outlet on organized stock exchange market. The necessity of future development of the institutes of mutual investment is substantiating as new promising form of investment in Ukraine. There is made a proposition of directions their future improvement.**

**Постановка проблеми та її зв'язок із важливими науковими та практичними завданнями.** Сьогодні багато українських компаній стикаються з дилемою свого подальшого росту, коли потенціал для розвитку та успішної діяльності вони мають, але їм бракує як управлінської, так і фінансової бази для того, щоб його реалізувати. Відсутність організованого внутрішнього фондового ринку в Україні залишає амбітним компаніям небагато варіантів, окрім виходу на іноземні торгові майданчики в пошуках капіталу. Саме тому вибір ефективного засобу залучення капіталу для довготривалого розвитку бізнесу є нагальною проблемою сьогодення.

Наразі для українських підприємств справді відкрились широкі перспективи для виходу на світові фондові ринки. Політична ситуація змінилась, Україна стала добре зноюю та популярною країною й багато інвесторів звернули на неї увагу, як на можливий ринок для вкладення капіталу. Важливим кроком в цьому напрямку була перемога України у тендері на проведення Євро-2012. Самі товариства також "виросли" за цей період. Розширення бізнесу і можливостей розвитку підприємств мають вивести останніх на нові рівні, що потребує значних капіталовкладень.

Вирішення цієї проблеми вбачаємо у дослідженні механізму функціонування та перспектив розвитку інститутів спільного інвестування в аспекті первинного розміщення акцій на фондовому ринку.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій за проблемою.** Первинне розміщення акцій, тобто вихід компаній на організований фондовий ринок, для спрощення називають англійським терміном Initial Public Offering (IPO). Питання IPO є новим для України. Про його ефективність та актуальність в Україні заговорили лише у 2005 році після того, як перша українська компанія — "Укрпродукт Груп" успішно випустила і розмістила свої акції на Лондонській фондовій біржі (LSE). Хоча за кордоном протягом останніх років більшість фірм вдало використовують первинне розміщення акцій для залучення капіталу. Важливим фактом залишається те, що досвід IPO, наприклад для російських компаній, має вже майже десятирічну історію. За останні два роки російські підприємства були найбільш активними в залученні капіталу через IPO. Збільшилась як кількість компаній-емітентів, так і обсяг коштів, що залучаються через IPO. А минулий рік взагалі можна вважати визначним для російських компаній у плані залучення коштів на Лондонській фондовій біржі. За перші сім місяців 2006 року шість російських компаній отримали 3,6 млрд. доларів [3, с. 4].

Діяльність інститутів спільного інвестування в Україні формально розпочалась з прийняттям закону України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" від 15 березня 2001 року № 2299-III. Хоча у 2001 і 2002 рр. не було зареєстровано жодного інституту спільного інвестування, лише у 2003 році до Єдиного державного реєстру ІСІ було внесено 32 інститути спільного інвестування (з них 28 – пайових та 4 – корпоративних).

**Цілі статті.** Мета роботи – поєднати механізм первинного розміщення акцій українських компаній з діяльністю інститутів спільного інвестування на основі аналізу зарубіжного досвіду.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Сьогодні багато прогресивних українських компаній розглядають IPO як ефективний засіб залучення капіталу для довготермінового розвитку бізнесу.

Initial Public Offering (IPO) – це первинне публічне розміщення, коли компанія випускає свої акції на ринок і їх купує широке коло інвесторів [3, с. 3].

Чимало фахівців наголошують на тому, що IPO є дуже важливим інструментом, що дає змогу виходити на ринки капіталу, зокрема молодим компаніям, та залучати значні фінансові ресурси.

Першопрохідцем серед українських компаній у первинному публічному розміщенні акцій була компанія "Укрпродукт Груп", яка успішно випустила і розмістила свої акції на Лондонській фондовій біржі. На її прикладі доцільно розглянути причини надання переваги IPO перед одержанням кредиту в українському або іноземному банку або ж випуском компанією облігацій.

Перша причина – необґрунтовано висока вартість та недостатня строківість боргового фінансування в Україні. Ефективний бізнес так не фінансують. Акціонерний капітал, на відміну від позичкового, — безстроковий. Друга причина — ринок цінних паперів України неліквідний, "неглибокий" і залишиться таким в найближчому майбутньому. На такому ринку реальної вартості компанії (капіталізації) не побудуєш. Третя причина — стандарти корпоративного управління, прийняті на Лондонській фондовій біржі, дають змогу компанії домогтися в розумні терміни визнання з боку міжнародних ринків капіталу.

Що стосується отримання кредиту у зарубіжному банку, то за тривалістю процесу, складністю та всіма іншими параметрами він навряд чи буде відрізнятися від залучення коштів шляхом IPO. Але це не головне — вихід на біржу не робиться лише для залучення грошей, він вирішує багато інших завдань. Формується капіталізація бізнесу, його власники знають, скільки він коштує. Капіталізація необхідна як в Україні, так і за її межами.

З точки зору бухгалтерського обліку, в "Укрпродукт Груп" різко збільшився акціонерний капітал. 30 червня 2005 року він становив 4,5 млн. фунтів стерлінгів, після IPO — вже понад 12 млн. фунтів стерлінгів. Це розширює здатність позичати гроші. Наприклад, в банку розраховують коефіцієнт debt/equity (борг до акціонерного капіталу) або debt/EBITDA (борг до прибутку до вирахування відсотків, амортизації і податків). Під час використання будь-якого із цих показників збільшення акціонерного капіталу збільшує можливість залучення позичкових ресурсів [3, с. 5].

До моменту розміщення акцій на Лондонській фондовій біржі усі відкриті кредитні лінії "Укрпродукт Груп" становили орієнтовно 2,6 млн. фунтів стерлінгів, плюс акціонерний капітал — чотири з половиною мільйони фунтів стерлінгів. На публічному ринку компанія відразу ж залучила майже стільки ж. Такого результату ніколи не досягнути іншими способами фінансування.

Важливим моментом залишається питання вибору розміщення акцій "Укрпродукт Груп" на користь Лондонської фондової біржі (LSE). Якщо ж порівнювати секції альтернативних інвесторів LSE з такими фондовими майданчиками, як Нью-Йоркська фондова біржа та NASDAQ, то Лондон пропонує доступ до майже такого ж кола інвесторів, маючи при цьому значно простіші вимоги щодо включення до лістингу (сукупність процедур з допуску цінних паперів до обігу на фондовій біржі в порядку, затвердженому організаторами торгівлі).

Про це свідчать і факти: за 2005 рік російські компанії зробили шість IPO на Лондонській фондовій біржі, в той же час останнє розміщення російських акцій у Нью-Йорку було здійснене у жовтні 2004 року, коли металургійна компанія "Мечел" розмістила свої акції на Нью-Йоркській

фондовій біржі. На думку експертів, привабливість Уолт-Стріту істотно зменшилася через жорстке законодавство, запроваджене у США після серії корпоративних скандалів. Серед інших факторів, що впливають на рішення російських компаній щодо лістингу на LSE, є агресивна кампанія самої біржі, спрямована на залучення східноєвропейських емітентів на біржу. Проте не тільки законодавче середовище і статус Лондона як потужного світового фінансового центру змушує російські компанії робити лістинг у Лондоні. На думку аналітиків, включення до лістингу відомої іноземної фондової біржі слугує страховкою від політичного ризику та допомагає захистити права власності вдома, у найближчого нашого сусіда, в Росії. Якщо компанія має багато іноземних міноритарних акціонерів, то це створює певні труднощі для переслідування владою товариства. Усі добре пам'ятають досвід ЮКОСА, акції якого знаходилися в лістингу у Нью-Йорку. Усвідомлюючи зростаючі політичні ризики, пов'язані з веденням бізнесу, російські бізнесмени намагаються диверсифікувати свої активи та забезпечити можливості для виходу напередодні своїх президентських виборів 2008 року [7, с.14].

Первинне розміщення акцій останнім часом стало дуже актуальним серед українських компаній. Прикладом цього є організування в Києві й інших містах заходів, присвячених цій темі. Однак інколи поза увагою учасників та організаторів залишається одне з найважливіших питань — корпоративне управління товариством, що виходить на IPO.

Варто розглянути, наскільки українські товариства готові до виходу на світові ринки. Ситуація більше схиляється в бік песимізму. Українські АТ, на жаль, не мають шансу безболісно увійти в IPO-співтовариство, оскільки наразі вони не мали змоги “потренуватися” у власній країні. Законодавство з питань корпоративного управління досі потребує удосконалення. Закон про акціонерні товариства й досі залишається мрією; будь-які інші спеціальні законодавчі акти, спрямовані на захист прав інвесторів, не приймаються. Що стосується наближення вимог ринку до рівня корпоративного управління — вони також відсутні. Дивно, що навіть професійні учасники фондового ринку не роблять спроб запровадити хоча б мінімальні стандарти та вимоги щодо рівня корпоративного управління.

Тому у цій ситуації рекомендуємо звернути увагу на корпоративне управління при IPO. Найважливішими питаннями, на наш погляд, є: дотримання прав акціонерів, особливо дрібних; наявність ефективної наглядової ради; налагодження системи розкриття інформації. Розглянемо ці питання детальніше.

Елемент “Дотримання прав акціонерів” знаходиться під дуже пильним наглядом інвесторів, адже вкладаючи кошти в товариство, вони самі стають акціонерами, причому не завжди компетентними. Аналізуючи цей показник, інвестора насамперед цікавить, чи зможе він ефективно реалізувати своє право на участь в управлінні, та які права при цьому йому належатимуть. Тому, на нашу думку, в статутах товариств повинні міститися положення про захист прав дрібних акціонерів, причому зазначені положення повинні бути не декларативними, а такими, що можуть бути застосованими на практиці.

Елемент “Наявність ефективної наглядової ради” наразі у багатьох АТ є формальним або таким, що виконує свої функції неналежно. Якщо товариство бажає вийти на іноземні ринки, тобто стати в розумінні західних фахівців публічною компанією, йому необхідно мати ефективну наглядову раду. Перше, на чому варто наголосити, це те, що інвестори звертають увагу саме на практику діяльності, на налагодженість механізмів, а не лише на документи товариства. Тому товариствам, які планують вихід на зарубіжні ринки капіталу за кілька років, необхідно вже зараз звернути увагу на роль, яку відіграє рада в товаристві, а також на її порядок формування, склад та процес діяльності. Головним призначенням ради, на наш погляд, є те, що вона “додає вартості” товариству: визначає стратегію розвитку, віддає свій досвід та енергію і визначає основні ризики. Рада має бути орієнтованою на довготривалий розвиток товариства, а не на досягнення короткотермінових результатів. При цьому важливим є також склад ради: ефективним є поєднання різних навичок та освіти, адже саме це дасть змогу мати багато різних думок та приймати рішення, що поєднують всі аспекти діяльності. Рада повинна бути активною, а директори — чітко усвідомлювати свою роль в товаристві.

Елемент “Розкриття інформації” є також надзвичайно важливим. Затримки з наданням елементарних документів, відмова у наданні копій, відсутність інформації взагалі, надання інформації, яку не можна порівняти, — ось основні характеристики, які зараз притаманні українському корпоративному управлінню. Зважаючи на недосконалість законодавства з питань управління АТ, товариствам необхідно самим подбати про налагодження дієвої системи надання інформації. Товариство, яке планує IPO, повинно розповсюджувати інформацію про себе через якомога більшу кількість каналів: Інтернет, публікації, персональні розсилки тощо.

На практиці використовують три методи або способи організації процедури первинної публічної пропозиції акцій на біржовому майданчику (порядок визначення ціни): метод фіксованих цін; метод “формування портфеля” (він також має назву “метод збору заявок”) та аукціон. Метод фіксованих цін використовується дуже рідко і насамперед — на високозарегульованих фондових ринках в окремих країнах. Найбільш поширеним методом є метод “формування портфеля” — Bookbuiding. Аукціонний метод пропозиції і розподілу акцій при IPO виник як альтернатива методу “формування портфеля” і став особливо відомим внаслідок виявлених у період, що наступив після краху Інтернет-буму, численних порушень і зловживань з боку найбільших інвестиційних компаній, які переважно практикували метод “формування портфеля”. Проте альтернативний, аукціонний метод не зміг поки що довести свою здатність повністю витіснити загальноприйнятий метод первинного публічного розміщення акцій — метод “формування портфеля”.

Розвиток індустрії спільного інвестування – один з опосередкованих стимулів для розбудови фондового ринку, а саме це є обов’язковою умовою для так довго очікуваного і необхідного імпорту капіталу в національну економіку.

Інститут спільного інвестування – корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, який здійснює діяльність, пов’язану з об’єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права [8, с.159].

Географічне концентрування ІСІ за регіонами України покажемо у вигляді рис. 1.

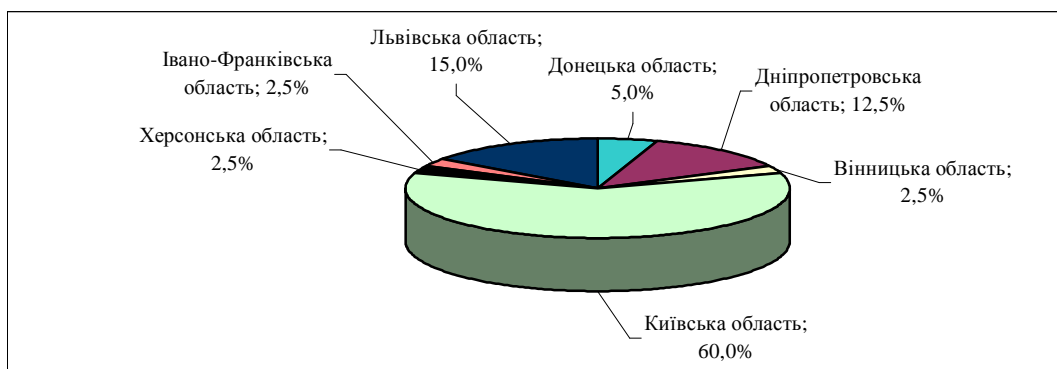


Рис. 1. Розподіл ІСІ за регіонами України станом на 01.01.2007 р.

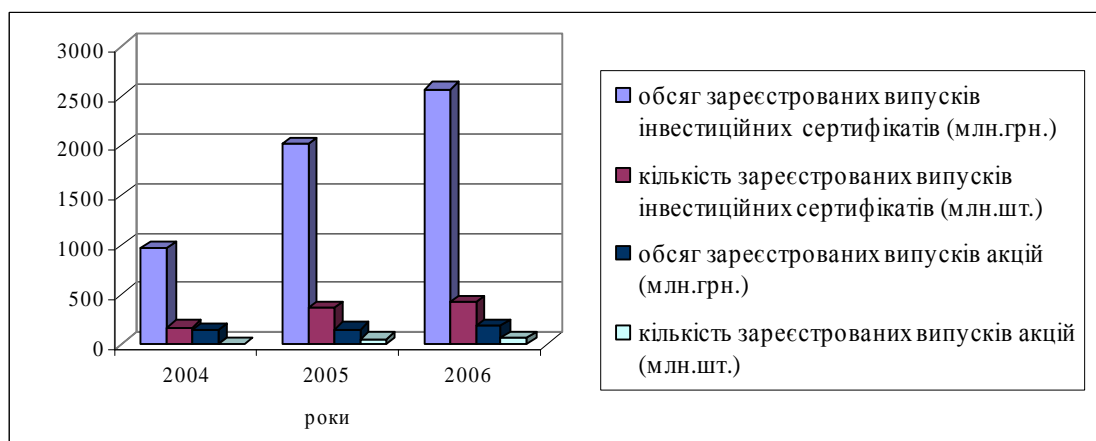


Рис. 2. Динаміка обсягу та кількості зареєстрованих випусків цінних паперів інститутами спільного інвестування за 2004–2006 рр.

Основною функцією цих інститутів є залучення та ефективне розміщення фінансових ресурсів інвесторів – грошових коштів фізичних та юридичних осіб (рис. 2) [5, с. 25 ].

Закон України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" від 15 березня 2001 року 2299-III спрямований на розвиток в Україні інвестиційних фондів та створює можливість для інвестування коштів як приватних інвесторів, так і фінансових компаній, банків, підприємств, іноземних інвесторів. Вищезазначеним законом, зокрема, регулюється діяльність і венчурних фондів. Введення в українське законодавство поняття венчурного фонду фактично надало інвесторам право діяти на свій страх і ризик. Тому такі фонди законодавством звільнені від численних нормативних заборон, що обмежують діяльність інших типів інвестиційних фондів [1].

У сполученні з простотою адміністрування й податковими стимулами, наданими ІСІ (включаючи венчурні інвестиційні фонди), відсутність зазначених обмежень робить венчурні фонди ефективним інвестиційним інструментом. Цей інструмент може бути корисним як великим вітчизняним промислово-фінансовим групам і міжнародним венчурним фондам, так і невеликим компаніям і навіть фізичним особам, які, володіючи компанією – учасником венчурного фонду, можуть здійснювати через нього як свою інвестиційну діяльність, так і окремий проект, наприклад, в галузі будівництва. Венчурний капітал являє собою фінансові ресурси, які, як правило, інвестуються у нові компанії, що швидко зростають [6, с. 60 ].

Оскільки переважна кількість українських підприємств потребує надходження фінансових ресурсів, то для поживлення діяльності існуючих підприємств, які є технічно та морально застарілими, необхідно залучити фінансові інвестиції потенційних інвесторів з метою оновлення технічної бази та впровадження нових технологій.

Отже, розвиток венчурних фондів здатний зосередити потенційні можливості щодо залучення інвестицій в найбільш привабливі підприємства. Такі фонди виявляються корисними як для класичних венчурних інвесторів, так і для українських та іноземних компаній, які мають намір здійснювати в Україні інвестиційні проекти. За станом на 01.01.2007 р. в Україні зареєстровано 218 венчурних фондів.

Відповідно до зазначеного закону діяльність зі спільного інвестування здійснюють корпоративні та пайові фонди. Законом України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" досить чітко визначено поняття "компанія з управління активами", головною ознакою якої є управління портфелями інвестиційних фондів [2]. За станом на 01.01.2007 р. в Україні здійснювали діяльність з управління активами 90 компаній. Проведення діяльності з управління активами сьогодні є перспективним. З 2002 року діє процедура ліцензування компаній з управління активами [5, с. 25].

Протягом 2005 року в Україні видано 58 ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів – діяльності з управління активами, серед яких: 24 – на здійснення діяльності з управління активами ІСІ; 29 – на здійснення діяльності з управління активами ІСІ пенсійних фондів; 5 – на здійснення діяльності з управління активами пенсійних фондів [4, с. 32].

За станом на 01.01.2007 р. Комісія видала 90 ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів – діяльності з управління активами [5, с. 26].

Поряд з цим необхідно зазначити, що існують певні проблемні питання, які пов'язані з функціонуванням ІСІ, вирішення яких ми вбачаємо у проведенні таких заходів:

– по-перше, з огляду на те, що пайовий інвестиційний фонд не є юридичною особою, а активи, що становлять цей фонд, обліковуються компанією з управління активами окремо від результатів її господарської діяльності, необхідно доповнити Постанову Національного банку України "Про затвердження Інструкції про відкриття банками рахунків у національній та іноземній валюті" від 18 грудня 1998 року № 527 переліком документів для відкриття рахунків ІСІ, зокрема пайовому інвестиційному фонду;

– по-друге, оскільки поняття "довірче управління" та "управління активами" мають різний юридичний зміст, слід доповнити План рахунків бухгалтерського обліку банків України від 21 листопада 1997 року № 388 групою рахунків щодо управління активами;

– по-третє, необхідно запровадити особливості бухгалтерського обліку діяльності ІСІ. Це стосується відображення, обліку та оцінки їх фінансових інвестицій. Насамперед, це оцінка собівартості фінансових інвестицій, а також відображення витрат, пов'язаних з придбанням фінансових інвестицій ІСІ (комісійні винагороди, мито, податки, збори, обов'язкові платежі). Крім того, необхідно врегулювати особливості обліку та оцінки фінансових інвестицій, зокрема у вигляді цінних паперів. Це стосується венчурного фонду. Необхідно зазначити, що відповідно до статті 34 закону України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” активи венчурного фонду можуть повністю становити акції, корпоративні права, виражені в інших, ніж цінні папери, формах, а також цінні папери, що не допущені до торгів на фондовій біржі або в торговельно-інформаційній системі. Отже, існує потреба щодо відображення у бухгалтерському обліку фінансових інвестицій у вигляді цінних паперів, які не допущені до торгів на фондовій біржі або в торговельно-інформаційній системі та які становлять активи венчурного фонду.

**Висновки та перспективи подальших досліджень.** Отже, варто зазначити, що інтерес компаній у проведенні ІРО полягає у можливості залучати значні за обсягами інвестиції. Водночас варто підкреслити, що ефект масових ІРО виходить далеко за рамки конкретних підприємств-емітентів. Масові ІРО стимулюють економічне зростання країни – вони сприяють притоку капіталу у переробні й наукомісткі галузі промисловості. Вони також є важливим фактором поступального розвитку фондового ринку, підвищення його ліквідності й капіталізації, розширення спектра фондових інструментів.

У сучасних умовах українські інститути спільного інвестування можуть стати ефективним інструментом накопичення грошових капіталів, обіг яких забезпечить гармонійний розвиток економіки, розбудову як фінансової, так і виробничої сфер національного господарства. Надходження коштів у сферу спільного інвестування, своєю чергою, розширять потенціал внутрішніх запозичень, адже інститути спільного інвестування в усьому світі є одними з найбільших операторів на ринку державних боргових зобов'язань.

Отже, ІСІ створять ефективний механізм для розвитку ринку цінних паперів в державі, відіграють значну роль у міжгалузевому розподілі капіталу, додадуть фондовому ринку стабільності, простимулюють як внутрішній інвестиційний процес, так і зовнішнє інвестування, сприятимуть розширенню можливостей держави щодо внутрішніх запозичень.

У перспективі доцільним вважаємо розроблення моделі визначення кінцевої вартості випуску акцій під впливом умов зовнішнього середовища, які не підлягають контролю з боку керівництва компанії, з метою максимізації вартості ІРО та впровадження механізму оцінки собівартості таких фінансових інвестицій.

1. Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 15 березня 2001 року № 2299-III/ 2. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про затвердження Змін та доповнень до Положення про здійснення компанією з управління активами професійної діяльності з управління активами ІСІ” від 25 грудня 2003 року № 567 3. ІРО: крок за корком // Бюлетень проекту Міжнародної фінансової корпорації “Корпоративний розвиток в Україні”. – 2006. – №9 (33). 4. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2006 рік // Ринок цінних паперів. – 2006. – № 7–8. – С.32–34. 5. Інвестиційна діяльність інститутів спільного інвестування (витяг зі віту Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за I квартал 2007 року) // Ринок цінних паперів. – 2007. – №1–2. – С.25–27. 6. Новошинська Л. Особливості маркетингу інституціонального інвестора // Ринок цінних паперів. – 2006. – №5–6. – С.59–64. 7. Потьомкин О. ІРО: как это должно быть по-русски // Профиль. – 2005. – №9. – С.12–19. (<http://www.micex.ru/profile/bosses/>). 8. Філіповський О., Жук О. Інститути спільного інвестування – нова перспективна форма колективного інвестування в Україні // Регіональна економіка. – 2003. – №2. – С.159–166.