

*И.Каминская*

### **Негосударственное пенсионное обеспечение в разрезе налогового кодекса**

В статье исследованы вопросы негосударственного пенсионного обеспечения в разрезе налогообложения таких сумм с точки зрения вкладчика - работодателя и вкладчика - физического лица. Осуществлен сравнительный анализ полученных результатов с целью определения рационального способа участия в негосударственном пенсионном обеспечении.

*I. Kaminska*

### **Private pensions in the context of tax code**

The article investigates the issue of private pensions in the context of taxation of such amounts in terms of investor - the employer and investor - individual. The comparative analysis of the results to determine the most rational way of participation in private pensions.

Одержано 15.02.12

## **УДК 331**

**О.В.Смирна, асист.**

*Київський економічний інститут ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»*

# **Особенности формирования целей эмиссионной стратегии вітчизняних підприємств на міжнародних ринках капіталу**

В статті розглядаються особливості формування цілей емісійної стратегії вітчизняних підприємств на міжнародних ринках капіталу, визначається коло факторів, які зумовлюють вихід вітчизняних емітентів на глобальні фондові ринки та визначають емісійну стратегію вітчизняних корпорацій на цих ринках.

**емісійна стратегія, підприємство міжнародні ринки, цілі, капітал**

Сучасна глобальна економіка перетворилася на середовище реалізації численних стратегій, як на рівні окремих корпорацій, так і на рівні національних держав. Посилення диспропорцій глобального економічного розвитку в перспективі може призвести до гострих конфліктів, основними учасниками яких поступово стають не країни, а транснаціональні корпорації. Їх транскордонний статус трансформує існуючі методи конкурентної боротьби, вимагає абсолютно відмінних підходів до формування та реалізації економічних рішень.

В той же час, об'єктивно одним із найголовніших факторів розвитку на сучасному етапі для різних економічних агентів стає доступ до досягнень науково-технічного прогресу, інновацій, можливість їх прагматичного використання для виробництва товарів та послуг. В таких умовах існують підстави для прояву цілого ряду загроз для вітчизняних акціонерних товариств – об'єктивна невідповідність між рівнем економічного впливу корпорацій та їх фінансовими можливостями, розвитком вітчизняного ринку капіталів, ставлять під сумнів здатність українського корпоративного сектору адекватно реагувати на глобальні виклики.

Необхідність прагматичного вирішення проблеми залучення капіталу

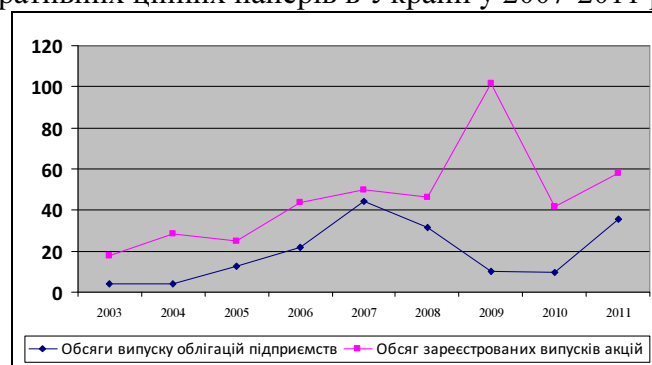
українськими АТ обумовлює дослідження у вказаному напрямку вітчизняних та закордонних науковців. Так, питання емісійної стратегії українських компаній на національному та міжнародному фондових ринках розглядалися в роботах І. Бланка, Л. Буряка, Д. Леонова, Ю. Лернера, С. Мошенського, А. Поддєрьогіна, М. Рубахи, Г. Старостенко, Б. Стеценка, В. Суторміної, В. Федосова, Н. Шапран та ін.. Проте, вирішити ряд важливих теоретичних та практичних завдань вказаних науковцям не вдалося. Зокрема, недостатньо обґрунтованими є цілі емісійної стратегії вітчизняних емітентів на міжнародному ринку капіталів, тривають дискусії навколо переваг та недоліків випуску цінних паперів на глобальних фондових майданчиках. Саме з огляду на це, можна сформулювати мету цієї статті – детермінація цілей емісійної діяльності вітчизняних акціонерних товариств на світовому ринку капіталів з врахуванням особливостей його розвитку.

Насамперед, необхідно визначити коло факторів, які зумовлюють вихід вітчизняних емітентів на глобальні фондові ринки, оскільки саме вони дають можливість чітко визначити цілі та завдання емісійної стратегії. Зазначимо, що в цілому, в сучасній науковій літературі сформувався типовий підхід до вирішення цієї проблеми, який передбачає виділення наступних цілей [1, 2]:

- залучення капіталу, що за своїми параметрами (обсяги, вартість, терміни і т.п.) не може бути залучений за рахунок випуску цінних паперів на національному фондовому ринку;
- позиціонування підприємства як публічного інституту, акції якого котируються на фондовій біржі, а репутаційна складова дає можливість покращити його ринкову оцінку;
- адекватна ринкова оцінка підприємства з погляду існуючих власників, інших учасників ринку та менеджменту;
- покращення інвестиційних рейтингів підприємства за рахунок кумулятивного впливу наведених вище факторів.

Не заперечуючи в цілому істинності виділених цілей виходу підприємств на міжнародні ринки цінних паперів, зазначимо, що для українських підприємств, фактори активізації емісійної стратегії на зовнішніх ринках певним чином трансформуються, насамперед, під впливом факторів макрорівня.

З погляду можливості залучення капіталу вітчизняними публічними акціонерними товариствами, насамперед, підкреслимо, інструментальну та інституційну неповноцінність, а також та ресурсну обмеженість вітчизняного фондового ринку, порівняно з глобальним сегментом та окремими національними сегментами. Зокрема, такий висновок яскраво підтверджується аналізом даних про обсяги емісії корпоративних цінних паперів в Україні у 2007-2011 рр. (Рис. 1).



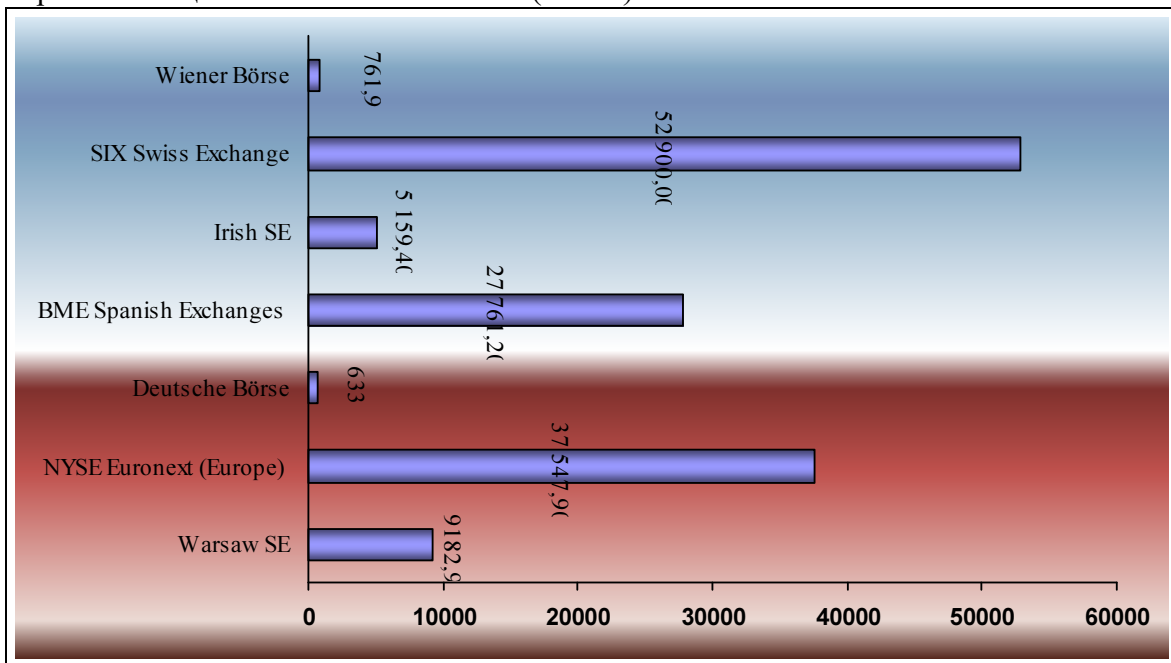
Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

Рисунок 1 – Обсяги зареєстрованих випусків на ринку корпоративних цінних паперів України

Дані Рис. 1 наочно демонструють обмежені можливості фінансування інвестиційних процесів в реальному секторі економіки за рахунок механізмів вітчизняного ринку капіталів – його обмежені обсяги поєднуються з високою волатильністю. Наприклад, стандартне відхилення обсягів зареєстрованих випусків акцій за вказаний період становить 53,7%, випусків облігацій – 76,2 %.

Окрім того, значна частина випусків акцій у кризових 2009-2011 рр. пояснюється емісійною стратегією вітчизняних банківських установ, які нарощували статутні капітали, виконуючи норми законодавства про банківську діяльність (зокрема, це стосується 2009 року, коли на піку кризових явищ банки нарощували власний капітал для підтримки ліквідності банківської системи). А найбільш симптоматичним фактом, що характеризує стабільність первинного ринку корпоративних цінних паперів є падіння обсягів випуску облігацій підприємств у 2009-2010 рр. на 68 % порівняно з 2008 роком.

Аналізуючи такі тенденції з погляду залучення капіталу на окремих європейських організаторах торгівлі, можна виділити не тільки відставання вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів від інших ринків за ємністю, але й перевагу над окремими національними сегментами (Рис. 2).



Джерело: складено автором за даними WFE

Рисунок 2 – Обсяги капіталу, залученого на європейських ринках через розміщення акцій у 2010, млн. євро

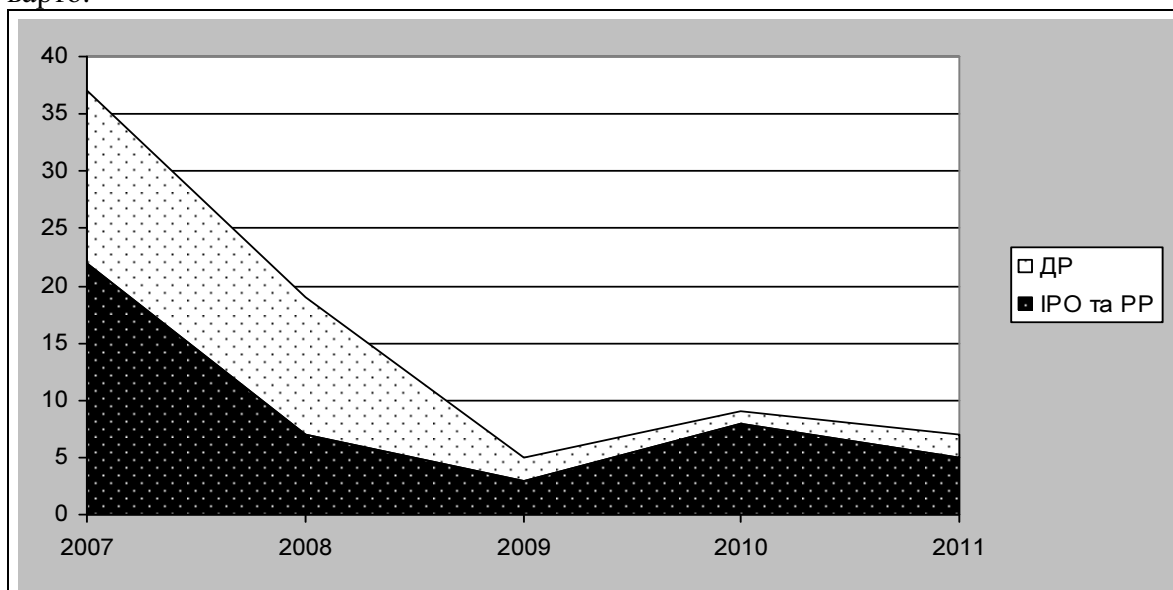
Як бачимо з Рис. 2, тезу про домінування в системі цілей виходу на міжнародні фондові ринки факторів, пов'язаних виключно з залученням значного капіталу з іншими кількісними та якими характеристиками, можна, щонайменше, поставити під сумнів. Зокрема, обсяги капіталу, залучені на окремих організаторах торгівлі в Європі, поступаються зареєстрованим обсягам випуску акцій в Україні - зокрема, це стосується Irish SE, Wiener Borse, інших фондових бірж, які функціонують на ринках, які є значно більш капіталізованим, порівняно з вітчизняним ринком. Порівнюючи дані Рис. 2 та тенденції залучення капіталу через випуск облігацій можна зробити наступні важливі висновки щодо структури корпоративного фінансування в окремих європейських країнах:

- на сучасному етапі, корпоративні емітенти віддають перевагу залучення капіталу через розміщення на організаторах торгівлі, насамперед, своїх боргових фінансових інструментів, тоді, як випуск пайових фінансових інструментів є значно нижчим. Зазначимо, що в цілому, подібна ситуація є досить типовою протягом тривалого періоду часу, і знайшла собі пояснення в роботах окремих науковців, які вказують на той факт, що в умовах волатильності фондових ринків, корпорації намагаються максимально використовувати свій борговий потенціал, тоді як випуск акцій в структурі фінансування розглядається за «залишковим» принципом [3, 4];

- обсяги залучення капіталу через випуск акцій та облігацій на окремих національних фондових ринках навіть поступаються аналогічним сегментам первинного фондового ринку в Україні, тоді як загальний рівень розвитку таких національних ринків є значно вищим. Відповідно, це дає змогу нам припустити, що залучення капіталу з привабливими параметрами на міжнародному фондовому ринку є важливою, але не домінуючою ціллю в емісійній стратегії вітчизняних акціонерних товариств.

В той же час, об'єктивно, слід визначити що на теперішній час стратегія виходу українських емітентів на міжнародні ринки акцій є надто залежною від зовнішніх чинників, а також макроекономічних тенденцій в Україні. Зокрема, слід чітко розуміти, що інвестори, які оцінюють цінні папери компаній, які здійснюють свій бізнес в Україні цілком обґрунтовано зважають і на загальний рівень економічних свобод, рівень конкурентності вітчизняних компаній на внутрішньому та зовнішніх ринках і т.п. Цей висновок прослідковується навіть за загальною кількістю розміщень цінних паперів за період 2007-2011 рр.

Дані Рис. 3 явно свідчать, що з 2008 року відбувалося невпинне 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. І хоча в 2010-2011 рр. відбувалося певне відновлення, все ж говорити про повноцінний докризовий рівень розвитку за кількістю розміщень не варто.

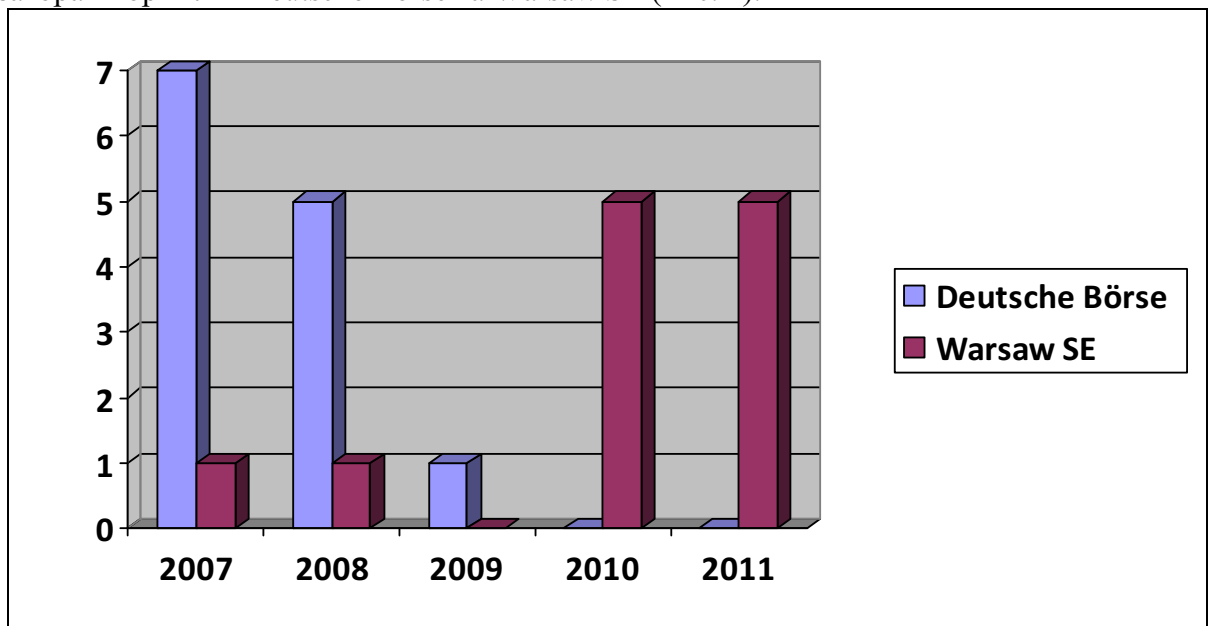


Джерело: складено автором за даними організаторів торгівлі

Рисунок 3 - Динаміка випуску депозитарних розписок, IPO та PP українськими емітентами за 2007-2011 рр.

Окрім того, на наш погляд, необхідно звернути увагу на ще один доволі симптоматичний факт – змінюється структура розміщень – якщо до 2008 року домінували випуски депозитарних розписок, то в подальшому емітенти віддавали 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. В той же час, 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.

Для країн з «новими» фондовими ринками існують власні фактори, які пояснюють вибір фондового майданчика для розміщення цінних паперів. Зокрема, це яскраво підтверджується даними про організаторів торгівлі, на яких здійснено IPO вітчизняних компаній у 2007-2011 рр. (для порівняння здійснимо аналіз по двом організаторам торгівлі - Deutsche Börse та Warsaw SE (Рис. 4).



Джерело: складено автором за даними організаторів торгівлі та компаній емітентів

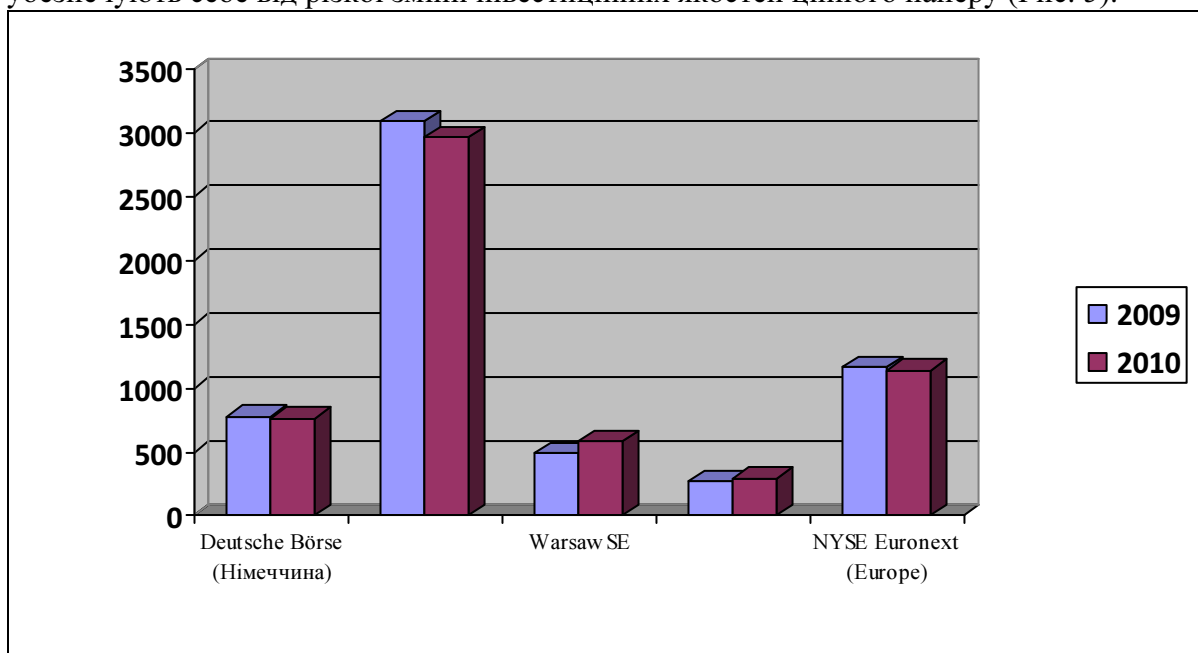
Рисунок 4 – Кількість розміщень цінних паперів українських емітентів на окремих організаторах торгівлі Європи

Дані Рис. 4 явно засвідчують про важливі зміни у стратегії вітчизняних емітентів на міжнародних фондових ринках, пов'язані з вибором біржі для розміщення. Так, якщо до 2009 року перевага віддавалася відомими фондовим майданчикам, то вже з 2010 року головним критерієм є вигідні параметри розміщення цінних паперів, що зумовило переорієнтацію на більш прагматичні та привабливі умови, насамперед, з погляду потенційних трансакційних витрат, що їх пропонують організатори торгівлі з Центральної Європи. На наш погляд, подібна зміна стратегії є цілком обґрунтованою та має власні внутрішні причини.

Перші випуски цінних паперів вітчизняних емітентів на міжнародному ринку були мало зрозумілими з точки зору наслідків як для самих емітентів, так і для потенційних інвесторів. Відповідно, за рахунок розміщення на відомому організаторові торгівлі, з тривалою історією, українські підприємств намагалися певним чином «компенсувати» відсутність досвіду в реалізації емісійної стратегії та знизити ризики, пов'язані такими діями. І вибір біржі, що відома своїми традиціями та правилами

розглядався як необхідний елемент розміщення цінних паперів. В подальшому, накопичений досвід дав можливість змінити критерії вибору майданчика, що, відповідно, і призвело до змін на користь Варшавської фондової біржі.

На підтвердження тези про те, що одним із визначальних факторів активізації емісійної стратегії вітчизняних підприємств на зовнішніх ринках є, в першу чергу, якісний рівень розвитку організованого ринку, а не його більша ємність є показник кількості лістингових компаній. На наш погляд, саме вимоги до процедури лістингу характеризують відбір цінних паперів за їх інвестиційними якостями, окрім того, це дає можливість говорити про намагання публічних корпорацій максимально використати свій публічний статус. В той же час, в процесі відбору цінних паперів важливим аспектом є і процедура делістингу, за допомогою якої організатори торгівлі забезпечують себе від різкої зміни інвестиційних якостей цінного паперу (Рис. 5).



Джерело: складено автором за даними WFE

Рисунок 5 – Кількість лістингових компаній на провідних організаторах торгівлі у 2009-2010 рр.

Порівнюючи дані Рис. 5 з кількістю лістингових емітентів на фондових біржах України, зазначимо наступне:

– станом на кінець 2010 року в котирувальному списку за 1 рівнем лістингу на фондовому ринку України знаходилося 146 цінних паперів 15 емітентів (з врахуванням перебування в котирувальних листках кількох організаторів торгівлі), тоді як мінімальне значення для досліджуваних організаторів торгівлі складало 290 емітентів (для Люксембурзької фондової біржі);

– провідні фондові майданчики Європи створюють умови, які прийнятні для реалізації цінних паперів компаніями нерезидентами. Так, якщо на українських організаторах торгівлі такі цінні папери відсутні взагалі, то їх частка станом на кінець 2010 року на досліджуваних біржах складає: Deutsche Börse – 9,8 %, London SE Group – 20,5 %, Warsaw SE – 2,6 %, Luxembourg SE – 89,6 %, NYSE Euronext (Europe) – 13,4 %.

Як бачимо з наведених даних, кількість компаній-нерезидентів в котирувальних листках організаторів торгівлі формується під впливом двох факторів: по-перше, національної моделі корпоративного управління (для країн з континентальною моделлю частка нижча); по-друге, ступені зрілості організатора торгівлі – емітенти-

нерезиденти намагаються обрати «старі» ринки, які мають тривалу історію та гарну репутацію у інвесторів.

Підтверджується такий висновок аналізом даних щодо випусків депозитарних розписок українськими емітентами протягом 2007-2011 рр.. Зауважимо, що на сучасному етапі розвитку, для вітчизняних підприємств фактично є тільки три альтернативи виходу на міжнародні фондові ринки через випуск цінних паперів – IPO, депозитарні розписки, єврооблігації (табл. 1).

Таблиця 1 – Характеристика випусків депозитарних розписок українськими емітентами у 2007-2011 рр.

№ з.п.	Параметри випусків	Характеристика
1	Загальна кількість випусків, од.	30
2	Кількість випусків, які надали можливість залучити капітал, од.	17
3	Кількість випусків без залучення капіталу, од.	13
4	Галузева структура випусків ДР, %	Харчова промисловість – 47,7 % Девелопмет – 13,3 %; Машинобудування – 6,7 %; Фінансові інститути – 6,7 %; Медіагалузь – 6,7 % - 18,9 %; Інші галузі
5	Загальна сума залученого капіталу, млн. дол. США	1442,2

Джерело: систематизовано автором за даними BNY Mellon

Отже, гострий дефіцит ресурсів у зв'язку з необхідністю підтримки конкурентного технологічного рівня в корпоративному секторі України та неможливість його забезпечення за рахунок розміщення фінансових інструментів на вітчизняному фондовому ринку обумовлюють перенесення емісійної стратегії вітчизняних акціонерних товариств з внутрішнього на міжнародний фондовий ринок. Разом з тим, доступ до джерел фінансування не є визначальним фактором для виходу вітчизняних емітентів.

На наш погляд, більш важливими аспектами, що визначають емісійну стратегію вітчизняних корпорацій на глобальному фондовому ринку, і які вимагають аналізу є:

- по-перше, можливості використання сучасних управлінських технологій, побудованих на ринковій оцінці корпорації;
- по-друге, жорсткість регуляторних вимог до діяльності публічних компаній;
- по-третє, здатність більш розвинених ринків забезпечити ефективне зростання компаній у випадку ефективних дій менеджменту;
- по-четверте, можливість превентивного захисту публічних компаній, цінні папери яких розміщені на міжнародних ринках, від ризиків, що притаманні економіці України (на кшталт рейдерства, корупції і т.п.).

## Список літератури

1. Котенко Т.М. Проблеми й перспективи розвитку фондових бірж в Україні [Електронний ресурс] // Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки, вип. 18, Ч.І - Кіровоград: КНТУ - 2010 - 404 с.

2. Майорова, Т. В. IPO як форма залучення інвестиційного капіталу [Текст] / Т. В. Майорова // *Фінанси України*. - 2010. - № 6. - С. 80-88.
3. Beck T., Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. Financing Patterns Around the World: the Role of Institutions. World Bank Policy Research Working Paper. № 2905. 2002.
4. Сергиенко Я. Финансы и реальный сектор в условиях переходной экономики [Текст] / Я. Сергиенко // *Экономист*. — 2002. — №3. — С. 58-63.

*О.Смирна*

**Особенности формирования целей эмиссионной стратегии отечественных предприятий на международных рынках капитала**

В статье рассматриваются особенности формирования целей эмиссионной стратегии отечественных предприятий на международных рынках капитала, определяется круг факторов, которые предопределяют выход отечественных эмитентов на глобальные фондовые рынки и определяют эмиссионную стратегию отечественных корпораций на этих рынках.

*O.Smirna*

**Features of forming of aims of emission strategy of domestic enterprises on international capital markets**

In the article the features of forming of aims of emission strategy of domestic enterprises are examined on international capital markets, the circle of factors which predetermine going of domestic issuers into global fund markets and determine emission strategy of domestic corporations on these markets is determined.

Одержано 05.03.12

**УДК 338.47:656**

**В.В. Гордієнко, ст. викл.**

*Кіровоградський національний технічний університет*

## **Сучасний стан та тенденції розвитку інвестиційної привабливості автотранспортного комплексу України**

В статті розглянуто ключові тенденції сучасного розвитку автотранспортного комплексу України, визначено чинники зниження інвестиційної привабливості вітчизняних автомобільних підприємств. Представлено напрями удосконалення державної політики поліпшення інвестиційного клімату автомобільного комплексу України.

**інвестиційна привабливість, автотранспортне підприємство, фінансово-господарська діяльність, інвестиційна стратегія**

Автомобільний транспорт, виступаючи важливою інфраструктурною ланкою та чинником економічного й соціального розвитку, відіграє вагомую роль у забезпеченні економічної динаміки України. Розбудова автотранспортного комплексу України значною мірою визначається можливостями держави формувати сприятливі інвестиційні умови та стимулювати автотранспортні підприємства до покращення результатів фінансово-господарської діяльності.

© В.В. Гордієнко, 2012