

**С.В. Богачев, д.э.н.,
М.В. Мельникова, к.э.н.**

ПРОБЛЕМЫ ОБЕСПЕЧЕНИЯ РЕАЛЬНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ ПРОМЫШЛЕННЫХ КОРПОРАЦИЙ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ УКРАИНЫ

Проанализировано состояние фондового рынка Украины и реальной капитализации его участников – промышленных корпораций. Разработаны предложения, направленные на обеспечение роста реальной капитализации украинских промышленных корпораций на фондовом рынке.

Проаналізовано стан фондового ринку України і реальної капіталізації його учасників – промислових корпорацій. Розроблено пропозиції, спрямовані на забезпечення зростання реальної капіталізації українських промислових корпорацій на фондовому ринку.

The analysis of the situation on Ukraine's stock market and real capitalization of its participants – industrial corporations is presented. The proposals to provide the growth of the real capitalization of the Ukrainian industrial corporations on the stock market have been worked out.

© С.В. Богачев, М.В. Мельникова, 2009

В условиях хронического дефицита инвестиционных ресурсов в промышленном секторе украинской экономики имеется настоятельная потребность расширения фондового рынка как потенциального дополнительного источника инвестиций, о чем указывается в Концепции проекта Общегосударственной целевой экономической программы развития промышленности на период до 2017 г. и Концептуальных основах промышленной политики Украины на среднесрочную перспективу [1, 2]. Развитие фондового рынка является неотъемлемым условием роста украинской экономики, поскольку его функциональное назначение состоит, с одной стороны, в мобилизации свободных средств для пользователей капитала (эмитентов), а с другой – в обеспечении механизма эффективного размещения вложений для поставщиков капитала (потенциальных инвесторов). Иными словами, этот рынок имеет отношение как к процессу перераспределения капитала, так и к процессу привлечения инвестиций в реальный сектор экономики. Степень выполнения фондовым рынком перечисленных функций определяется уровнем его развития и возможностями реальной капитализации его участников, в частности предприятий и интегрированных структур промышленности – промышленных корпораций. Указанные обстоятельства обуславливают актуальность, своевременность, цель и задачи настоящего исследования.

Проблемы развития фондового рынка Украины и капитализации его участников находятся в центре внимания ученых и практиков [3-9]. Ими подчеркивается, что в отличие от развитых стран фондовый рынок Украины не является индикатором экономического роста страны, и уровень его капитализации не отражает состояния развития реального сектора экономики. Однако низкий уровень капитализации участников фондового рынка, особенно предприятий и интегрированных структур промышленности – промышленных корпораций не только снижает их конкурентоспособность, но и достаточно серьезно влияет на конкурентные позиции страны в целом, что в свою очередь снижает возможности привлечения инвестиций в промышленный сектор и тормозит его развитие [3-4]. При этом имеет место разрыв финансового капитала и реального сектора экономики, что в свою очередь препятствует обеспечению капитализации субъектов хозяйствования [5-6]. Кроме того, несовершенная инфраструктура фондового рынка и недостаточное развитие его биржевого сегмента также препятствуют определению реальной капитализации рынка и его участников [7-8]. Указанные обстоятельства обуславливают продолжение исследований проблем обеспечения капитализации участников фондового рынка Украины и определяют цель настоящей статьи.

Целью исследования является разработка рекомендаций по формированию условий роста реальной капитализации промышленных корпораций как участников фондового рынка Украины на основе выявленных особенностей его функционирования.

В настоящее время в промышленном секторе Украины функционируют корпорации – акционерные общества открытого и закрытого типа, в которых занято 4/5 всех работающих в промышленности и осуществляется выпуск до 3/4 объема продукции, что предполагает

использование механизмов фондового рынка для обеспечения их реальной капитализации и инвестиционной привлекательности.

Следует отметить, что в конце 2008 г. аналитики рассматривали развитие украинского фондового рынка и реального сектора экономики на 2009 г. в различных аспектах, а именно [9]:

с одной стороны, углубление финансово-экономического кризиса в мире приведет к снижению экспорта из Украины, девальвации гривни, сокращению доходов украинских корпораций, росту числа банкротств, что отразится на стоимости ценных бумаг украинских эмитентов. Учитывая значительную долю иностранных профессиональных инвесторов в структуре торгов на украинском фондовом рынке, это снижение котировок приведет к ухудшению ликвидности и даже временной парализации фондового рынка;

с другой стороны, рост фондовых рынков Западной Европы и США, начавшийся еще в ноябре 2008 г., будет способствовать оживлению реальной экономики в США и Западной Европе уже во втором квартале 2009 г. Рост мировой экономики окажет влияние на развитие украинской экономики, поскольку рост спроса на продукцию металлургической и химической промышленности увеличит экспорт из Украины. За ним последуют оживление внутреннего спроса, увеличение прямых иностранных инвестиций и рост деловой активности во всех отраслях. Прогнозировалось, что если фондовый рынок начнет расти во втором квартале 2009 г., то реальный сектор экономики Украины продемонстрирует первые признаки оживления в третьем квартале 2009 г. Как свидетельствуют данные диаграммы на рисунке, прогноз оправдался.

При этом следует отметить, что украинский фондовый рынок не может выступать точным индикатором роста экономической активности в промышленности Украины, поскольку

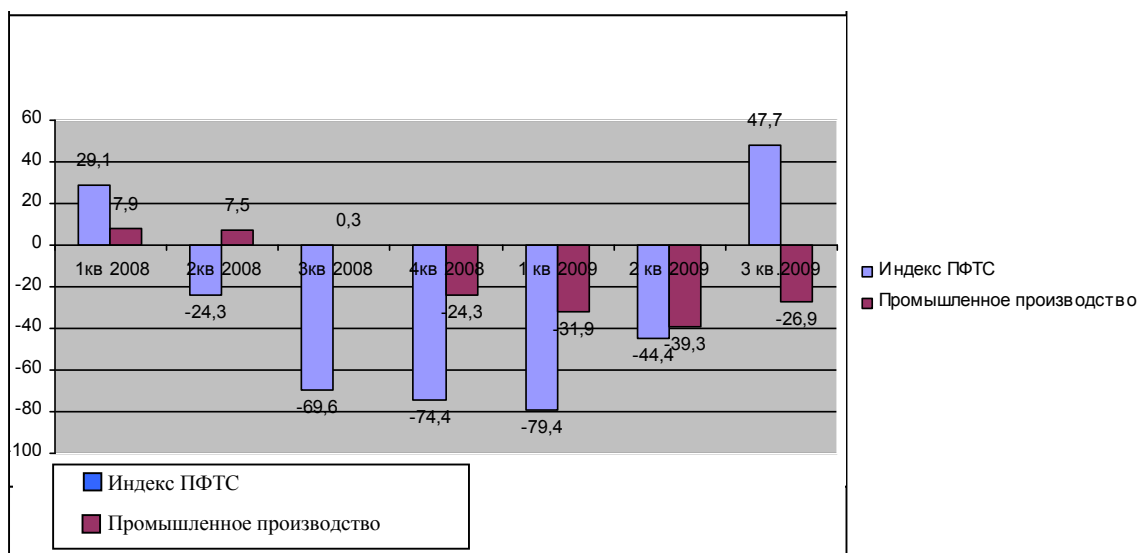


Рисунок. Темпы прироста/снижения, в % (квартал текущего года к кварталу предыдущего года)

это рынок эмитируемых ценных бумаг, а не тех, которые находятся в обращении. Именно по этой причине уровень реальной капитализации промышленных корпораций, основанный на стоимости ценных бумаг, которые обращаются фактически, отличается от официального. Однако именно вторичный рынок определяет стоимость ценной бумаги, ее реальную капитализацию, установленную котировкой на фондовой бирже. И этот показатель выступает важнейшей характеристикой деятельности и инвестиционной привлекательности корпорации.

На сегодня соотношение капитализации рынка ведущей фондовой биржи Украины – ПФТС – к ВВП составляет 40%. При этом в развитых странах капитализация фондового рынка превышает размер ВВП в несколько раз. Одной из основных характеристик развития рынка

выступает количество акций, допущенных к торгам на бирже. В Украине в обращении на всех отечественных биржах 400 акций АО. В списке ПФТС – около 250 акций акционерных обществ. Для сравнения: количество акций, допущенных к торгам на фондовых площадках развитых стран, является значительно больше, в частности, на Лондонской фондовой бирже и NASDAQ – свыше 3 тыс., на Нью-йоркской фондовой бирже – 2 тыс. ценных бумаг [9].

Следует отметить, что согласно действующему налоговому, банковскому, приватизационному и пенсионному законодательству Украины реальная рыночная цена акции определяется на фондовой бирже, поэтому первоочередной задачей на текущем этапе является развитие организованного (биржевого) сегмента рынка ценных бумаг. При этом особое внимание следует уделить повышению его ликвидности и созданию возможности для осуществления IPO украинскими эмитентами. Важным вопросом является увеличение количества листинговых ценных бумаг на ПФТС. В частности, по мнению руководства ПФТС, прогнозируется, что к началу 2010 г. их количество составит 100, а к концу 2011 г. их количество увеличится до 200. При этом общее количество акций, допущенных к торгам, должно составлять около 1000 [9].

Однако ситуация в настоящее время такова, что в отличие от развитых стран, где промышленные корпорации заинтересованы через рынок ценных бумаг демонстрировать высокие конечные результаты хозяйственной деятельности, в Украине крупные промышленные предприятия, как правило, объединены в неформальные бизнес-группы, которые скрывают свои реальные доходы, а фондовый рынок используется ими преимущественно как инструмент перераспределения собственности, что не обеспечивает надежной взаимосвязи с реальным сектором экономики. Это объясняется тем, что действующее законодательство не защищает надлежащим образом права рядовых акционеров, а потенциальные инвесторы, в свою очередь, отвечают отсутствием доверия эмитентам и государству.

И поскольку важнейшей задачей обеспечения реальной капитализации украинских промышленных корпораций выступает повышение их инвестиционной привлекательности и расширение вторичного сегмента фондового рынка, то для этого целесообразно осуществление ряда мер, которые нашли свое отражение в Законе Украины «Об акционерных обществах» [10].

Так, в частности, необходимо обеспечить эффективное взаимодействие с эмитентами за счет повышения уровня корпоративного управления, совершенствования системы защиты прав и интересов акционеров, обеспечения равноправия акционеров, разграничения полномочий между органами управления акционерного общества, стимулирования рынка облигаций, совершенствования деятельности операционной структуры рынка ценных бумаг. Кроме того, целесообразно использование комплексной методики взаимодействия с разными типами потенциальных и действующих инвесторов, улучшения инвестиционного климата и увеличения объемов инвестирования за счет стимулирования инвестиционной активности, учета особенностей работы с мелкими и коллективными инвесторами, формирование собственности менеджеров и работников предприятий, оптимизация налогообложения операций с ценными бумагами.

Реализация на практике соответствующих положений Закона Украины «Об акционерных обществах» [10] будет содействовать осуществлению указанных мер по обеспечению реальной капитализации участников украинского фондового рынка, поскольку позволит сбалансировать интересы разных групп акционеров – миноритарных, мажоритарных, иностранных инвесторов, интересы государства-акционера, обеспечить инвесторам урегулирование взаимоотношений с акционерными обществами как объектами инвестирования, включая проблему защиты прав владельцев акций и кредиторов акционерных обществ, которая особенно обострилась во время финансового кризиса и падения стоимости активов.

В то же время при выполнении заключительных положений Закона Украины «Об акционерных обществах» у инвесторов может возникнуть ряд вопросов организационного характера. Это связано с тем, что значительная часть действующих АО может изменить организационно-правовую форму и пользоваться Законом «О хозяйственных обществах»,

который недостаточно защищает права инвесторов. Кроме того, возможны проблемы достоверности оценки акций у институциональных инвесторов, являющихся акционерами ОАО при преобразовании их в частные акционерные общества. Еще одним сложным вопросом может стать перевод акций в бездокументарную форму для инвесторов – физических лиц. Перечисленные противоречия нуждаются в детальном анализе и разработке мер по их преодолению в ближайшей перспективе.

Не менее важным представляется обеспечение информационной прозрачности и открытости фондового рынка, содействия адаптации национального рынка ценных бумаг международным стандартам, раскрытием эмитентами ценных бумаг информации относительно финансово-хозяйственной деятельности, перспектив развития при условии устранения проявлений дискриминации субъектов фондового рынка. Кроме годовых отчетов эмитенты ценных бумаг должны предоставлять и обнародовать информацию о происшедших изменениях в хозяйственной деятельности, которые влияют на стоимость ценных бумаг или размер дохода по ним. Следует подчеркнуть, что раскрытие информации является действенным инструментом влияния на акционерное общество и защиту прав инвесторов, основой для рыночного мониторинга и реализации акционерами своего права голоса. Оно также способствует привлечению капитала и поддержке доверия к фондовому рынку. Акционерам и потенциальным инвесторам необходим доступ к регулярной, надежной, достаточно детальной информации. На ее основе они должны оценить качество управления акционерным обществом, принять обоснованные решения по вопросам оценки собственного капитала и голосования на собраниях. Недостаточная и нечеткая информация может ухудшить функционирование рынка и привести к ненормальному перераспределению ресурсов.

И последнее, стимулирование деятельности эмитентов ценных бумаг с целью формирования и развития вторичного рынка ценных бумаг, повышения капитализации может быть достигнуто за счет организации процедуры листинга, увеличения доли ценных бумаг, свободно обращающихся на рынке, определения эффективной стратегии распределения прибыли и дивидендов.

Исходя из вышеизложенного можно сделать следующие *выводы*.

Несмотря на то, что в Украине в настоящее время наблюдается оживление на фондовом рынке, это не может выступать индикатором экономического роста, поскольку его реальная капитализация, то есть объемы обращения ценных бумаг на вторичном рынке весьма незначительны. Это обусловлено тем, что корпорации не заинтересованы в использовании рынка ценных бумаг для привлечения инвестиций, поскольку он не предоставляет им соответствующих условий. Эти условия могут быть созданы за счет формирования институциональной среды и реализации на практике норм законодательства по защите прав акционеров; обеспечения высокой степени ответственности финансовых посредников и руководства корпораций перед инвесторами, а также возможностей доступа к адекватной финансовой информации о деятельности корпораций. Указанные обстоятельства создадут предпосылки не только для обеспечения роста реальной капитализации корпораций, акции которых котируются на фондовом рынке, но и выхода новых промышленных корпораций на вторичный фондовый рынок и реализации ими капиталотворческой функции, позволяющей привлечь значительные объемы финансовых ресурсов для решения задач инновационного развития и формирования конкурентоспособного промышленного сектора экономики Украины.

Литература

1. Концепція проекту Загальнодержавної цільової економічної програми розвитку промисловості на період до 2017 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.mpp.com.ua.

2. Амоша А.И. Концептуальные ориентиры промышленной политики Украины (на среднесрочную перспективу / А.И. Амоша, В.П. Вишневыский, Л.А. Збарзская) // Економіка промисловості. –2008. – №4(43). – С. 3-21.

3. Барановський О. Недокапіталізована економіка [Електронний ресурс] / О. Барановський // Дзеркало тижня. – 2003.–№42 (467). – 1-7 лист. – Режим доступу: <www.dt.ua/2000/2675/43456/>.
4. Шумська С.С. Капіталізація і зростання економіки: економетричні оцінки взаємозв'язку / С.С. Шумська // Економіка і прогнозування. – 2004. – № 4. – С. 79-93.
5. Корнєєв В.В. Номінальна та ринкова капіталізація: інструментарій оцінки вартості фінансових активів / В.В. Корнєєв // Економіка і прогнозування. – 2005. – № 3. – С. 32-40.
6. Брюховецька Н.Ю. Підходи до визначення капіталізації підприємств / Н.Ю. Брюховецька // Наукові праці ДонНТУ. – Серія: Економічна. – 2007. –Вип. 31 – 1. – С. 224-229.
7. Собкевич О. В. Розвиток фондового ринку як фактор підвищення інвестиційної привабливості економіки України для ЄС / О.В. Собкевич // Національний інститут проблем міжнародної безпеки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.niisp.gov.ua/publication/economy/sobkevich_publication2.pdf>.
8. Козоріз М.А. Капіталізація фондових бірж України: особливості та проблеми / М.А. Козоріз, К.С. Калинець // Регіональна економіка. – 2008. – №4. – С. 157-162.
9. Проект «Фондовый рынок Украины» [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <<http://www.fundmarket.com.ua/about/>>.
10. Закон України «Про акціонерні товариства» // Відомості Верховної Ради України. – 2008. – № 50-51.– Ст. 384.

Представлена в редакцію 15.12.2009 г.