

В.Г. Герасимчук, М.Ю. Голенко
Національний технічний університет України “Київський політехнічний інститут”

МЕХАНІЗМ УДОСКОНАЛЕННЯ РИНКОВИХ ПАРАМЕТРІВ АКЦІЙ УКРАЇНСЬКИХ ПІДПРИЄМСТВ НА ФОНДОВИХ БІРЖАХ

© Герасимчук В.Г., Голенко М.Ю., 2008

Проаналізовано організаційно-економічний механізм впливу емітента на ринкові параметри власних акцій з метою збільшення їхньої інвестиційної привабливості. Запропоновано варіант удосконалення встановлення ціни розміщення шляхом систематизації аналізу фондового ринку та потенційних інвесторів. Встановлено причини зниження ефективності від інвестицій в акції і методи впливу емітента на підвищення інвестиційної привабливості його акцій.

Ключові слова: ринкові параметри акцій, емісійна політика, маркет-мейкер, ліквідність акцій, іноземні інвестори, інвестиційні якості акцій, IPO (первинне розміщення акцій)

Was analysed an organizationally economic mechanism of issuer influence on the market parameters of its own shares with the purpose of increasing their investment attractiveness. The variant of the improvement of the cost process establishment was offered by systematization of analysis process with fund market and potential investors. Were defined the reasons of investment efficiency decline in shares and some methods of issuer influence on the increase of investment attractiveness of his own actions.

Key words: shares market parameters, emission policy, market-maker, shares liquidity, foreign investors, shares investment qualities, IPO (Initial Public Offering)

Постановка проблеми

У ході розвитку економіки, інтеграції країн у світову економічну систему з'являються нові можливості для інвестиційної діяльності. Інвестори зацікавлені не тільки у надійності тих цінних паперів, які мають намір придбати, а й у надійності самого емітента. Адже існує загроза, придбавши акції, близькі до ідеальних за характеристиками, втратити вкладені кошти через нездатність емітента успішно працювати. Тому важливою є як оцінка діяльності акціонерного товариства на фондовому ринку, так і оцінка його привабливості з погляду вкладення капіталу, зокрема іноземного. Інвестиційні якості різних видів цінних паперів слугують основою оцінки ступеня інвестиційного ризику фондового ринку [6, 7].

Актуальність проблеми полягає у поступовому освоєнні компаніями України фондового ринку світу, де необхідною умовою є постійне підвищення інвестиційної привабливості власних акцій. Останніми роками спостерігається тенденція до виходу українських підприємств на зарубіжні фондові ринки через IPO (первинне розміщення акцій). На початку 2007 року кількість таких компаній становила близько 10, ще близько 30 готуються зробити це у найближчі два–три роки. Про підготовку до IPO заявили такі лідери українського ринку, як “Укртелеком”, “Стирол”, “Індустріальна спілка Донбасу”, “Інтерпайп”, “Росава”, банки “Надра”, “Укргазбанк”, “Родовід банк”, Міжнародний іпотечний банк та інші акціонерні товариства. У цьому контексті важливим є питання визначення засобів покращання ринкових параметрів акцій українських підприємств на фондових біржах світу.

Аналіз останніх наукових досліджень і публікацій А.В. Битюка, А.П. Іванова, В.І. Піддубного, І.А. Бланка, В.С. Шапрана свідчить про необхідність удосконалення методики впливу емітента на ринкові параметри випущених акцій та на характер їхнього обігу.

Постановка цілей

Метою роботи є дослідження та удосконалення методів впливу емітента на ринкові параметри власних акцій та на характер обігу випущених цінних паперів, визначення можливих способів впливу на ринкові ціни, які тісно пов'язані з управлінням ліквідністю акцій.

Виклад основного матеріалу

У розвинених ринкових економіках вплив на інвестиційні якості власних акцій є одним із ключових завдань власників і менеджерів підприємств. Висока вартість акцій свідчить про компетентність менеджменту, привабливість та перспективність бізнесу компанії, що, своєю чергою, дає змогу полегшити доступ компанії до ринків капіталу, на оптимальних умовах залучати засоби для розширення й освоєння нових ринків збуту.

Для того, щоб розміщення акцій українських компаній на закордонних фондових ринках було ефективним і прибутковим, керівництву компанії потрібно приділяти першочергову увагу ринковим параметрам акцій, якими торгують. Причини зниження ефективності від інвестицій в акції можуть бути різноманітні. Зобразимо їх графічно на рис. 1.



Рис. 1. Причини зниження ефективності від інвестицій в акції, інвестиційні сертифікати

Котирування акцій перших українських компаній, які вийшли на IPO у 2006 році, впродовж першого року впали на 10–30 %. Причина – від початку низька поінформованість міжнародних інвесторів, що ускладнює "розкручування" компаній серед фондів, які раніше інвестували не в Україну.

Розробленню стратегії управління привабливістю акцій повинен передувати аналіз ринку потенційних інвесторів з метою визначення категорій інвесторів, які можуть здійснювати вкладення в акції (цінні папери) конкретного підприємства.

Існує багато механізмів впливу на привабливість акцій, які мінімізують ризик інвестора та збільшують його дохід. Зупинимося на тих із них, які призначені та придатні для вирішення стратегічних завдань (рис. 2).

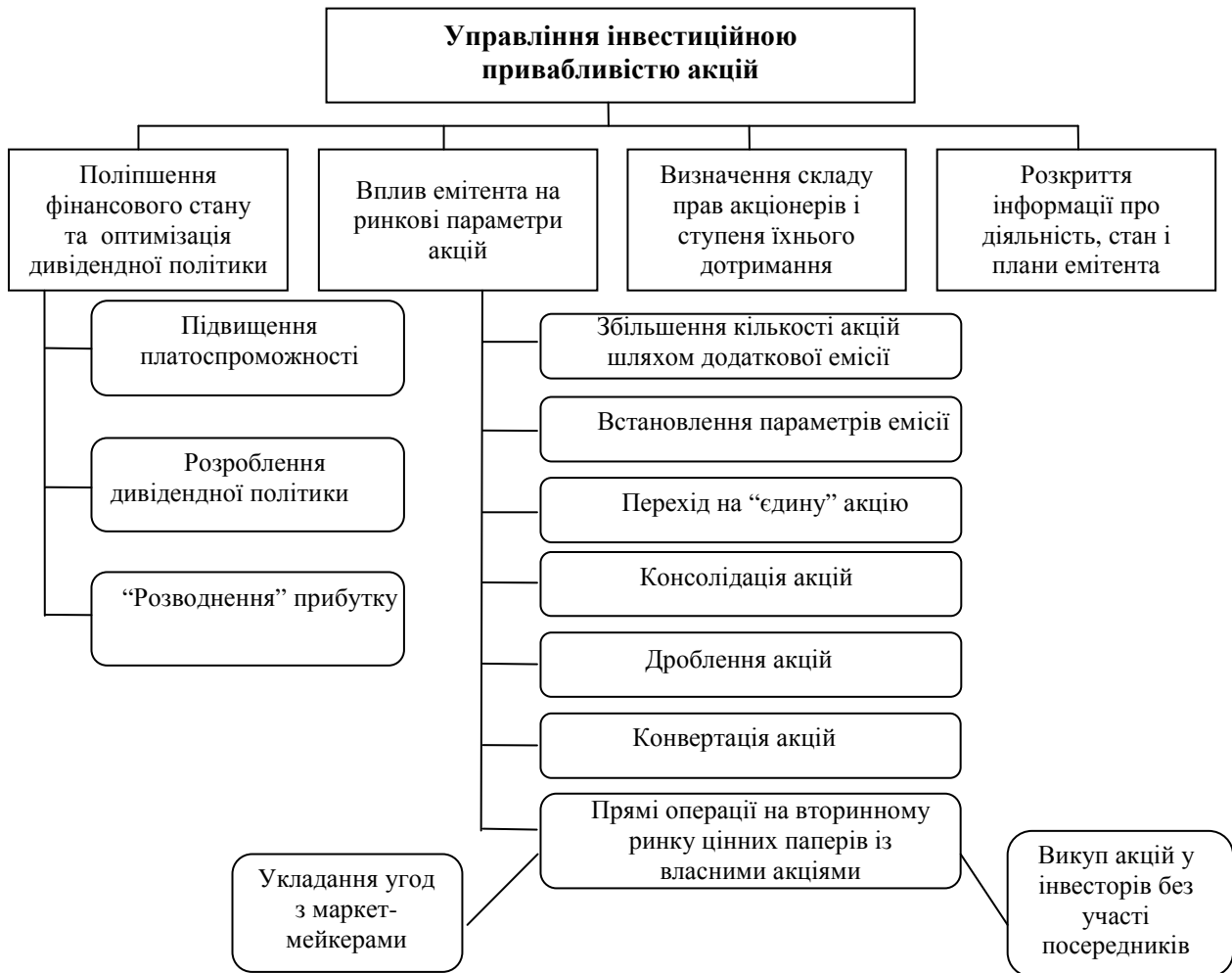


Рис. 2. Дії емітента щодо підвищення інвестиційної привабливості власних акцій [4, с. 320]

До методів впливу на інвестиційну привабливість акцій належать:

- 1) здійснення комплексу заходів щодо поліпшення фінансового стану компанії-емітента;
- 2) оптимізація дивідендної політики;
- 3) вплив на ринкові параметри акцій (вартісні характеристики за абсолютним значенням, spread (різниця) між покупкою й продажем, обсяги угод, ліквідність тощо);
- 4) поліпшення інвестиційних якостей акцій за допомогою максимізації обсягу прав, які надаються акціонерів, і неухильне дотримання цих прав;
- 5) розкриття інформації про стан, діяльність і плани емітента, що дає змогу інвесторам адекватно оцінити інвестиційні якості акцій [4, с. 419].

Стратегія управління інвестиційною привабливістю акцій у будь-якому разі повинна передбачати використання всіх перерахованих вище механізмів.

Поліпшення фінансово-економічного стану підприємства є одним із найважливіших завдань кожного підприємства незалежно від того, має (або збирається мати) підприємство стратегію управління привабливістю акціями, чи ні.

З аналізу факторів, які впливають на інвестиційну привабливість акцій, можна зробити висновок, що більша частина ризиків, а також розміри доходів акціонерів залежать від того, наскільки стійкий фінансовий стан компанії. Розмір дивідендів залежить насамперед від можливості підприємства акумулювати такий обсяг прибутку, який без шкоди для діяльності емітента може бути виплачений по обов'язкових платежах, і тільки потім – від дивідендної політики, тобто від конкретних особливостей перерозподілу залишку чистого прибутку.

Можливості залучення зовнішніх джерел фінансування у вигляді акціонерного або позикового капіталу залежать від:

- 1) кон'юнктури фінансових ринків;
- 2) стану самого підприємства;
- 3) сприйняття підприємства як позичальника або впливового емітента.

Значний вплив на коливання цін акцій можуть мати й мають рейтинги незалежних рейтингових агентств або оцінки незалежних аналітиків. Такі рейтинги слугують індикаторами зміни стану компанії. В Україні використання таких оцінок не дуже поширене (на ринку складання рейтингів працює мало компаній і вони ще не встигли себе добре зарекомендувати стосовно незалежності та професійності суджень).

Ринкові параметри акцій (вартість, ліквідність тощо) визначаються фінансовим станом компанії. Розглянемо організаційно-економічний механізм впливу емітента на ринкові параметри власних акцій [8].

Інвестиційні якості акцій залежать, насамперед, від стану емітента. Оцінка цих якостей формується на ринку його учасниками під впливом політичних, макроекономічних факторів, законодавчих змін, а також інтересів і можливостей самих інвесторів. Отже, для поліпшення інвестиційної привабливості своїх акцій емітенту недостатньо приділяти увагу тільки власному фінансовому становищу, необхідно впливати на характер обігу випущених цінних паперів (рис. 3).

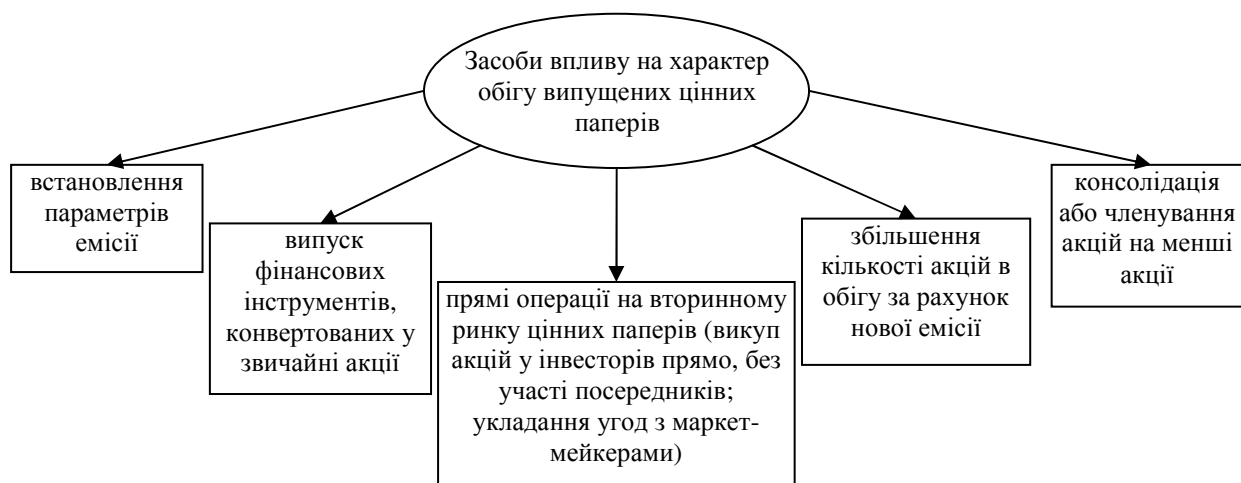


Рис. 3. Основні важелі впливу на обіг випущених цінних паперів [3, с. 261]

Нова емісія сприяє досягненню цілей компанії, але може й завдати їй істотної шкоди. Приплив на ринок більшої кількості акцій внаслідок непродуманої додаткової емісії погіршує кон'юнктуру ринку та знижує рівень цін, який був стабільним.

За допомогою нових випусків з'являється можливість змінити склад і структуру власності компанії, що не може не позначитись на її діяльності. Теоретично реакцією ринку на нову емісію стає падіння цін, пропорційне до збільшення пропозиції – випущеної кількості акцій. На практиці це не завжди так – багато залежить від кон'юнктури ринку, ліквідності, швидкості припливу нових акцій на ринок. Можна істотно знизити невизначеність реакції ринку на нову емісію, якщо запропонувати інвесторам пряму покупку акцій, при цьому кількість акцій, що випускаються, буде відповідати заявкам потенційних покупців. Ці умови забезпечать їм вигіднішу ціну та/або більшу зручність придбання, порівняно з організованим ринком.

Емісійна політика компанії повинна стати однією з важливих складових частин загальної політики формування фінансових ресурсів і забезпечити найефективніше залучення засобів із зовнішніх джерел. Для цього необхідна постійна аналітична робота, пов'язана із дослідженням ринку цінних паперів і позицій акцій компанії на цьому ринку, чітке формування цілей емісії та зіставлення запланованого позитивного результату від розміщення додаткових випусків цінних паперів із витратами на нього.

Встановлення параметрів емісії (таких, як номінал, ціна та умови розміщення, розміри дивідендів по привілейованих акціях) впливають як позитивно, так і негативно на інвестиційну привабливість акцій. Залежно від цілей емісії можна привабити або, навпаки, відштовхнути певний тип інвесторів. Наприклад, ціна розміщення, встановлена на надто високому рівні, може злякати інвесторів, зокрема дрібних. Якщо ринкова оцінка акцій попередніх випусків істотно нижча від ціни розміщення, емітент взагалі ризикує не продати новий випуск. Разом з тим, це можливість не допустити зовнішніх інвесторів до керування компанією. Неможливість продажу акцій за встановленою ціною розміщення іноді провокує скидання "старих" випусків більшою кількістю інвесторів. Крім того, не повністю розміщений випуск акцій не дасть змоги сформувати статутний фонд у запланованих розмірах. Якщо ж, навпаки, ціна розміщення виявиться нижчою від тієї, що на ринку, різниця в цінах дістанеться посередникам і спекулянтам, що працюють на фондовому ринку, а не компанії [3, с. 263].

Отже, встановлення ціни розміщення вимагає глибокого аналізу фондового ринку та потенційних інвесторів. З метою систематизації цього процесу можна рекомендувати таке:

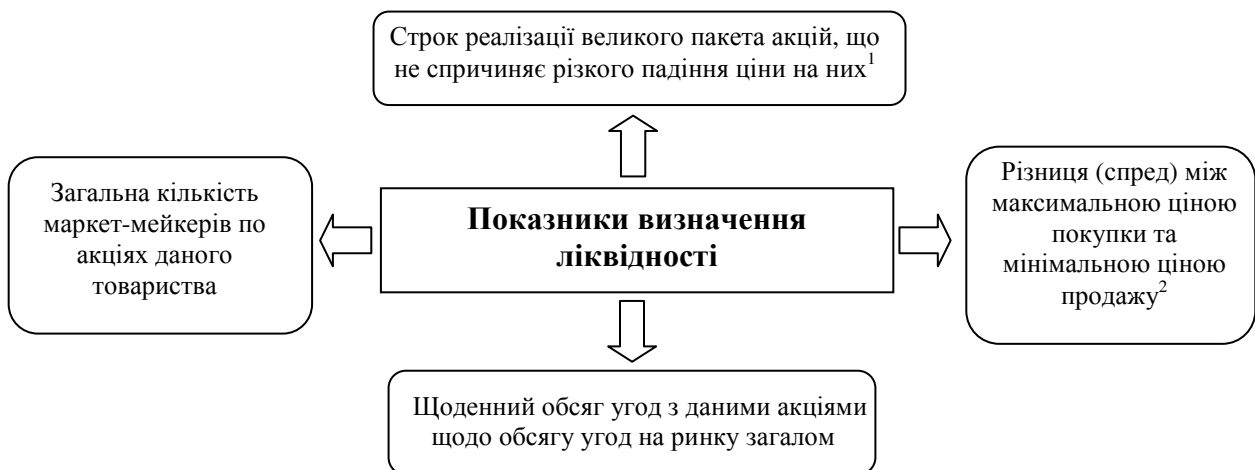
1) досліджувати динаміку цін на власні акції, виявити тренди та кореляції із зовнішніми (політичними, податковими тощо) факторами, змінами у фінансовому стані та дивідендній політиці емітента, оцінити рівень чутливості цін до зміни обсягу на акції емітента, що обертаються на вторинному ринку в результаті нової емісії (коефіцієнт еластичності попиту);

2) оцінити місткість ринку та потенційний попит інвесторів з використанням мультиплікаторів на прикладі емітента – аналога за виробничими, технологічними та іншими характеристиками;

3) розрахувати можливі значення цін реалізації акцій за різними сценаріями, обґрунтувати доцільність емісії та вибрати момент її здійснення, встановити ціну розміщення додаткового випуску акцій;

4) проаналізувати результати додаткової емісії за складом інвесторів, кількістю та цінами придбаних ними акцій, динаміки цін на вторинному ринку, оцінку власного капіталу компанії.

Рекомендуємо для визначення ліквідності інвестору та емітенту використовувати показники, зображені на рис. 4.



¹ - Обсяг пакета вимірюється у відсотках від обсягу ринку цього інструмента, а різким падінням ціни вважається її зменшення на 1 %;

² - Мінімальний спред вказує на активність здійснення угод за цим видом паперів і можливість швидкого продажу за справедливою ціною.

Рис. 4. Непрямі показники визначення ліквідності акцій компанії [4, с. 410]

Величина фактичного спреда (спреду цінового коридора) розраховується відповідно до формули [9]:

$$\Phi C = ((C_1 - C_2)/C_2) \times 100\%, \quad (1)$$

де ΦC – фактичний спред; C_1 (C_2) – максимальна (мінімальна) ціна у заявках на продаж (на покупку) цього маркет-мейкера, за якої сумарна кількість цінних паперів у цих заявках, розрахована наростаючим підсумком у порядку спадання ціни, становить величину, не меншу від мінімально допустимого рівня.

Фінансові інструменти з низьким ризиком і, відповідно, прибутковістю користуються попитом у консервативних інвесторів, які тримають у них більшу частину портфеля, і у спекулянтів, які формують із них частину свого портфеля із метою диверсифікувати ризики.

Розглянемо можливі способи впливу на ринкові ціни, які тісно пов'язані з управлінням ліквідністю акцій. Часто первісна ціна акцій, що емітуються, формується керівництвом компанії без урахування ринкових умов. За наявності інтересу учасників фінансового ринку акції можуть з'явитися в позабіржовій торгівлі. Курсоутворення на такі акції може займати доволі тривалий час і супроводжуватися різкими змінами цін на покупку і продаж. Зростання пропозиції на здійснення угод означає, що ринок виявляє цікавість до цієї акції, що виражається, зокрема, у зменшенні спреду цін, а, отже, у зниженні ризиків учасників угод.

Із розвитком ринку акцій, що виражається у збільшенні кількості та обсягів угод, ціна акцій стає стабільнішою, як правило, наближається до середньогалузевого рівня цін на акції компаній, близьких за своїми виробничими і фінансовими характеристиками. Скорочення кількості акцій, що обертаються на ринку, за допомогою їхнього викупу самим емітентом дає змогу збільшити курс акцій, що залишилися в обігу, або запобігти його падінню. Варто врахувати, що скуповування власних акцій змінює структуру капіталу компанії на користь позикових засобів. У деяких країнах, таких, як Великобританія, скуповування власних акцій заборонене. В інших країнах перелік випадків, коли скуповування можливе, жорстко обмежений. У США та Франції покупка власних акцій є одним із інструментів впливу на ринок власних акцій та оптимізації капіталу компанії. Викуп акцій може завдати шкоди інтересам власників, що залишилися, знижуючи вартість активів компанії [4, с. 412].

На ціну акцій при первинному розміщенні впливає і вибір фондової біржі для міжнародного IPO. З семи розміщень акцій українських підприємств на закордонних біржах п'ять здійснено на Лондонській, найпопулярнішій і в Росії. По одному — на Франкфуртській і Варшавській (табл. 1). І жодного на російських торговельних майданчиках, здавалося б, найближчих до Києва територіально і за інтересами. Жодна українська компанія не вийшла поки що й на престижні американські чи японські біржі.

Таблиця 1

Публічне розміщення акцій українських компаній у 2005–2007 рр.

Рік	Компанія	Галузь	Місце розміщення	Розміщений пакет акцій, %	Залучено, млн. дол.
2007	Ferrexpo	Гірничовидобувна	Лондон	26,0	420
	Dragon-Ukrainian Properties & Development	Нерухомість	Лондон	100,0	208
	TMM	Нерухомість	Франкфурт	13,1	105
2006	ASTARTA Holding N.V.	Цукрова промисловість	Варшава	18,9	47
2005	XXI Century	Нерухомість	Лондон	35,7	139
	Cardinal Resources	Нафта і газ	Лондон	36,3	55
	Ukrproduct group	Харчова промисловість	Лондон	27,2	42

Джерело: *Dragon Capital, 2007 р.*

Компанії з обігом у сотні мільйонів доларів США, із розвиненим бізнесом і чіткими планами розвитку віддадуть перевагу виходу на великі фондові майданчики, як, наприклад, у Лондоні. Водночас молоді компанії, які потребують капіталу для розширення свого бізнесу, з обігом у десятки мільйонів доларів США, цілком можуть виходити на IPO на ПФТС чи Варшавській біржі.

Але із поступовим збільшенням вимог щодо лістингу на таких популярних біржах, як Франкфуртська, Лондонська та Варшавська, українські емітенти все більше будуть залучатись до бірж NYSE Euronext (пропонує свої альтернативні майданчики), шведської OMX, Сінгапурської фондової біржі та швейцарської Swissexchange [1].

Висновки

Особливостями методичних підходів, розглянутих у статті, є дослідження організаційно-економічного механізму впливу емітента на ринкові параметри власних акцій з метою збільшення їхньої інвестиційної привабливості. Було проаналізовано основні важелі впливу на обіг випущених цінних паперів підприємства та визначено можливі шляхи впливу на ринкові ціни, які тісно пов'язані з управлінням ліквідністю акцій. Використовуючи наведені в статті механізми, можна побудувати комплексну стратегію керування привабливістю акцій підприємства, що дасть йому змогу мати доступ до порівняно дешевих ресурсів, необхідних для розв'язання завдань стратегічного розвитку.

Перспективи подальших досліджень

Подальших досліджень потребує процедура розрахунків показників інвестиційної привабливості компаній, аналіз методик та їхнє удосконалення з метою уніфікації для визначення інвестиційно привабливих у певній галузі чи сфері діяльності підприємств.

1. Василенко И. Кризис публичности [Electronic Resource]/ Эксперт-Украина. – № 9 (154) 03 марта – Прочитано 12.03.08. – <http://www.expert.ua/articles/9/0/5158/>. 2. Запатрина И.В. Управление привлекательностью акций [Electronic Resource]/ Теория и практика управления. №1, январь 2004. – Прочитано 12.03.08. – <http://www.liga.net/>. 3. Иванов А.П. Финансовые инвестиции на рынке ценных бумаг. – М.: Издательско-торговая корпорация "Дашков и К", 2004. – 444 с. – ISBN 5-94798-382-6. 4. Иванов А.П. Инвестиционная привлекательность акций. – М.: Акционер, 2002. – 192 с. – ISBN 978-5-901025-17-8. 5. Кукса В. Це солодке слово IPO. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку. Дзеркало тижня. – 2007. – № 35 (664) – С. 5. 6. Мендрул О.Г. Фондовый рынок: операции с ценными бумагами: Навч. посібник / О. Г. Мендрул, І. А. Павленко; Київський національний економічний ун-т. — 2 вид., доп. та перероб. — К. : КНЕУ, 2000. — 156 с. — ISBN 966-574-048-2. 7. Оскольский В.В. До цивілізованого ринку цінних паперів. Українська фондова біржа в контексті ринкових перетворень. — К.: УФБ, 1999. — 153 с. 8. Синявская О.А. Инструментальный метод оценки инвестиционной привлекательности акций. Экономика и управление. – Минский институт управления. – 2007. – № 2 (10). 9. Формула определения фактического спреда. Маркет-мейкеры. Фондовый рынок [Electronic Resource]/ Московская межбанковская валютная биржа. – Прочитано 20.03.08. – http://www.micex.ru/stock/marketmakers/spred_formula.html.