

Стецько М.В.

*Тернопільський національний економічний університет,
к.е.н, доц. кафедри фінансів*

ВИЯВЛЕННЯ І ОЦІНКА НЕПРЯМИХ ВИТРАТ ІНВЕТОРІВ ПРИ УХВАЛЕННІ РІШЕНЬ ПО ЕМІСІЇ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

У статті досліджено непрямі витрати інвесторів, що перешкоджають використанню ринку цінних паперів вітчизняними суб'єктами господарювання в залученні грошових ресурсів, а саме проблеми, які пов'язані з відносинами між акціонерами при прийнятті рішень по емісії цінних паперів і інвесторами, які намагаються максимально чітко оцінити витрати.

Інформація яка поступає з фондів ринків є основою для менеджменту компаній, що дозволяє оптимізувати фінансові рішення.

In the article it is investigational charges of investors which hinder to the use of equities market by the domestic subjects of menage in bringing in of monies resources, namely problems, which are related to the relations between shareholders at the decision-making on a capital issue and investors which try maximally expressly to estimate charges.

Information which acts from funds markets is basis for the management of companies, that allows to optimize the financial decisions.

Розвиток ефективного та надійного ринку є одним із пріоритетів реалізації національних економічних інтересів України.

Аналізуючи процеси, які сьогодні відбуваються на вітчизняному фондовому ринку, необхідно відзначити певний прогрес, якого було досягнуто.

Разом з тим, відомі й недоліки, які потребують врегулювання для підвищення конкурентоспроможності, надійності та відкритості фондового ринку.

В Україні, починаючи з 2000 р., намітилась позитивна тенденція щодо збільшення обсягів емісій корпоративних цінних паперів як визначального джерела залучення грошових ресурсів.

Після фінансової кризи 1998 року, капіталізація українського ринку впродовж 2000-2006 рр. збільшилася більш ніж в 5 разів. Це слугує стимулом для українських підприємств щодо залучення грошових коштів через фондовий ринок.

З 2000 року достатньо інтенсивно також здійснюється розміщення акцій, корпоративних облігацій та інвестиційних сертифікатів та інших цінних паперів. Станом на 01.01.06 р. загальний обсяг випусків цінних паперів становив 207,01 млрд. грн. Напротязі лише 2005 року загальний обсяг зареєстрованих ДКЦПФР випусків цінних паперів становив 61,99 млрд. грн.(в тому числі: акцій – на 24,815 млрд. грн.; облігацій підприємств – на 12,748 млрд. грн.; облігацій місцевих позик – на 350,0 млн. грн.; опціонів – на 160,55

млн. грн.; інвестиційних сертифікатів пайовими інвестиційними фондами – на суму 23,06 млрд. грн.[5](рис.1)

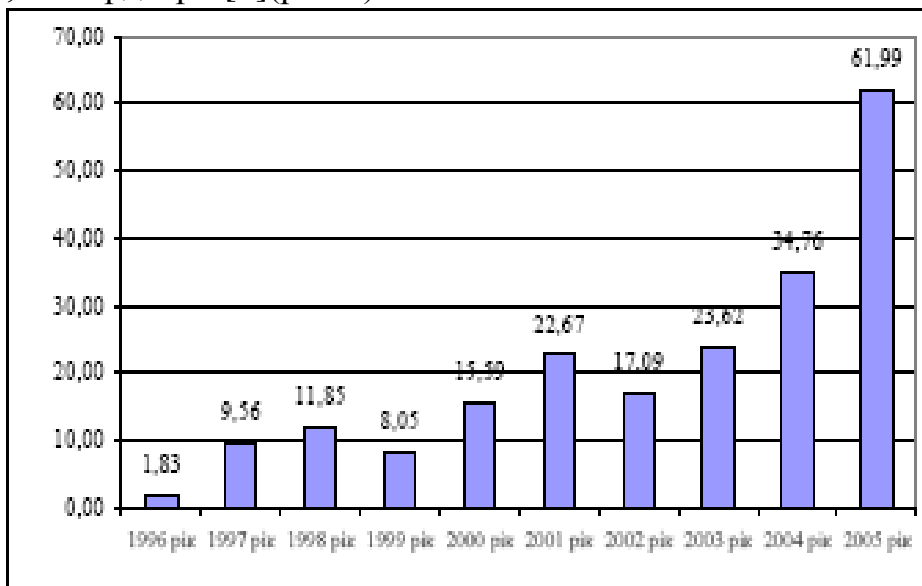


Рис. 1. Обсяги зареєстрованих Комісією випусків цінних паперів у 1996 - 2005 роках, млрд. грн.[5]

Фондові майданчики України, і зокрема ПФТС, активно нарощують обсяги розміщення корпоративних цінних паперів серед інвесторів. Обсяг торгів на ринку цінних паперів станом на 01.01.06 р. становив 403,8 млрд. грн., в той час як обсяг реалізованої продукції (робіт та послуг) становив 385,4 млрд. грн.[5] (рис.2)

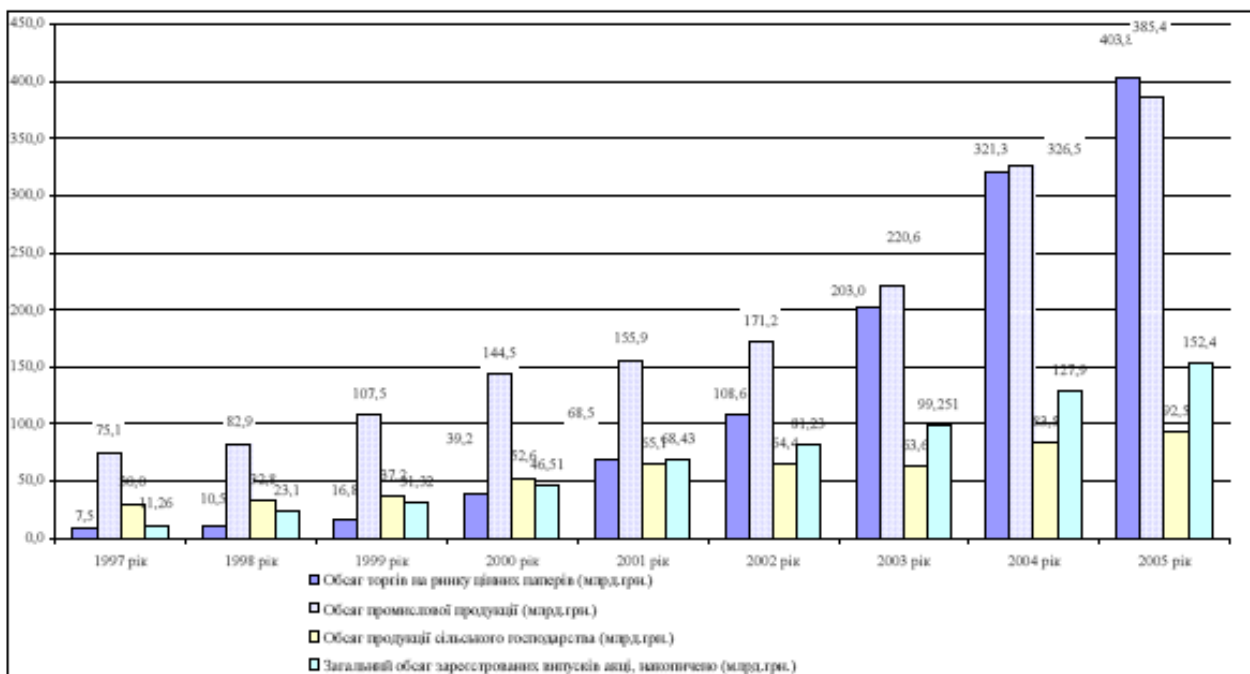


Рис.2. Порівняльні дані обсягів торгів на ринку цінних паперів, реалізованої продукції (робіт, послуг) та продукції сільського господарства у 1997-2005 роках, млрд. грн.[5]

Також проводиться масштабна робота по розвитку системи корпоративного управління підприємств, розкриттю інформації про емітентів,

поліпшенню інвестиційного клімату. Проте, незважаючи на позитивні кроки, емісії цінних паперів, за оцінкою вітчизняних та зарубіжних фахівців, лише на 7-10 відсотків забезпечуються потреби українських підприємств в фінансових ресурсах.

Важливою проблемою в даній сфері є високі непрямі та прямі витрати інвесторів, що обумовлено слабкою ефективністю застосування законодавства, відсутністю «прозорості» діяльності емітентів, загостреною конфліктністю інтересів власників, що властиво перехідній економіці України. На важливість ролі витрат інвесторів в розвитку фондового ринку і практики залучення грошових ресурсів шляхом емісії цінних паперів вказують, зокрема, різноманітні дослідження.

Також недостатньо досліджень, в яких би на основі фундаментальних розробок був здійснений економічний аналіз проблеми витрат інвесторів в Україні. Такі дослідження необхідні для глибшого розуміння суті проблеми, виявлення пріоритетних напрямів в її рішенні для різних груп економічних суб'єктів.

Таким чином, актуальність теми обумовлена необхідністю виявлення і вирішення проблем, які перешкоджають використанню ринку цінних паперів вітчизняними підприємствами в залученні грошових ресурсів, а саме проблем, які пов'язані з конфліктами інтересів на підприємствах, що ведуть до виникнення додаткових витрат у інвесторів, які здійснюють вкладання в цінні папери даних суб'єктів господарювання.

Метою дослідження є виявлення і оцінка непрямих витрат інвесторів, що виникають як наслідок конфліктів інтересів в процесі корпоративного управління підприємством, і врахування даних витрат при ухваленні рішень по емісії цінних паперів.

Існують також численні роботи, які використовують основні положення теорії непрямих витрат, і зокрема стосовно емісій цінних паперів. Серед таких робіт можна відзначити праці С. Гроссмана, Д. Даймонда, М. Дженсена, Л. Зінгалеса, С. Майерса, У. Меклінга, М. Харріса, О. Харта, Д. Даймонда, М. Дженсена, У. Меклінга, Е. Фама, М., С. Ламмера, Х. Леланд, Р. Мазуліса, М. Пагано, Ф. Панетти, Р. Райана, Р.І. Капелюшнікової, Я.М. Міркіна, А.Д. Радигіна, Б.Б. Рубцова, А.Б. Фельдмана, І.А. Храбрової, Е.В. Чіркової, Е.М. Ентова, І. Бланка, В. Колесника, та інших.

В Україні тільки назріває інтерес до досліджуваної сфери. Не дивлячись на численність робіт, серед вивчених автором досліджень відсутні ті, які б розглядали непрямі витрати інвесторів не окремих видів, а в комплексі, даючи їм інтегральну оцінку на основі кількісних методів аналізу.

Важливою проблемою, що стоїть перед господарюючим суб'єктом, є пошук компромісів по емісії цінних паперів, що ведуть до максимальної ефективності залучення грошових ресурсів.

Одним з критеріїв ефективності служить ринкова вартість цінних паперів підприємства: емітент повинен ухвалити такі рішення по емісії цінних паперів, які б за інших рівних умов забезпечили максимальну ринкову вартість цінних

паперів підприємства - як паперів нової емісії, так і паперів, що вже знаходяться в обігу.

Вартість цінних паперів на ринку залежить від багатьох параметрів: від макроекономічних чинників (загального стану економіки країни, економічних тенденцій світового масштабу), від оцінки інвесторами бізнесу підприємства (фінансового стану, місця підприємства на ринку збуту його продукції, перспектив розвитку і т.д.) і, нарешті, від спекулятивних настроїв учасників ринку.

Зокрема, основними видами непрямих витрат, що відносяться до проблем, які розглядаються в дослідженні, є:

- витрати на пошук інформації;
- витрати на захист прав власності;
- витрати на оцінку якості товару, послуг, іншого;
- витрати агентські;
- витрати колективного ухвалення рішень.

Джерелом формування непрямих витрат є конфлікти інтересів.

Витрати, що виникають як наслідок конфліктів інтересів, відображаються в зниженні ефективності діяльності суб'єктів господарювання, в перерозподілі економічного ефекту. Усвідомлюючи це, постачальники грошових ресурсів (інвестори) визначають ринкову вартість цінних паперів з урахуванням даних витрат.

Підприємство-емітент може впливати на конфлікти інтересів і, отже, здійснювати вплив на ринкову вартість цінних паперів шляхом напрацювання певних рішень по емісії цінних паперів і їх практичної реалізації. Проведення емісії цінних паперів з різними параметрами може як збільшити, так і зменшити конфлікти інтересів, рівень непрямих витрат інвесторів, які викликані даними конфліктами, а, отже, відобразиться на ринковій вартості цінних паперів як нової емісії, так і паперів, що вже є в обігу.

Непрямі витрати, які викликані конфліктами інтересів, проходять оцінку реальними і потенційними акціонерами, що відображається на ринковій вартості акцій. А емітент, аналізуючи вплив конфліктів інтересів і непрямих витрат акціонерів на ринкову вартість, може ухвалювати рішення по емісії, які здатні змінити рівень конфліктності інтересів і непрямих витрат акціонерів.

Сигналами для визначення ваги витрат дрібних акціонерів в результаті їх конфлікту інтересів з менеджментом, можуть бути будь-які фактори, які характеризують потенціал конфліктності між дрібними акціонерами і менеджером, а також факти, які свідчать про присутність стримуючих меж.

Основним чинником-сигналом, що характеризує потенціал конфліктності, є частка голосуючих акцій товариства, що належать менеджеру. Чим більша його частка, тим менший потенціал конфліктності, оскільки із зростанням частки інтереси менеджера менше розходяться з інтересами акціонерів.

Конфлікт інтересів між власниками облігацій і менеджером підприємства полягає в можливості кредитора - власника облігацій реалізувати свої права по відношенню до даного підприємства.

Такими правами є, як правило, право на отримання процентних платежів і повернення основної суми боргу, а у разі порушення позичальником графіка платежів - стягнення по предмету застави або подача позову до суду про визнання позичальника банкрутом.

Конфлікт інтересів між кредиторами - власниками облігацій і менеджером полягає в ефективності використання таких важелів тиску на боржника як вилучення застави і процедури банкрутства, що визначається, головним чином законодавчою базою і правовою практикою з даних питань.

На рівні макросередовища для дрібного акціонера найважливішим є те, який захист його прав і інтересів передбачений в законодавстві.

Для визначення чинників макросередовища, що можуть вплинути на непрямі витрати на практиці застосовуються наступні критерії:

- достовірності, що відображають механізми забезпечення достовірності інформації, яку необхідно розкривати;
- змістовності інформації, що об'єднують критерії присутності у формах розкриття інформації підприємства - емітента даних, які вказують на ефективність діяльності підприємства;
- оперативності і доступності.

У світовій та вітчизняній практиці існують різні вимоги до розкриття інформації для окремих груп підприємств - емітентів (крупних і дрібних підприємств, резидентів і нерезидентів), а також залежать вони від місця, де здійснюється торгівля цінними паперами (міжнародна або національна біржа, позабіржовий ринок). Найзагальніший випадок - лістинг на міжнародній біржі для підприємства - резидента, що не має ніяких пільг у сфері розкриття інформації і реєстрації емісії цінних паперів.

Як правило, лістинги на провідних фондових майданчиках світу, в цілому, пред'являють достатньо схожі вимоги до розкриття інформації.

У свою чергу, регулятивний орган (біржа або державне агентство) може контролювати динаміку цін і співставляти її з характером розкритої інформації.

На сукупну ринкову вартість корпоративних цінних паперів, що знаходяться в обігу, окрім непрямих витрат, впливають і безліч інших чинників.

Оцінюючи різні моделі функціонування фінансової системи, можна зробити наступний висновок: в умовах функціонування тієї або іншої моделі організації фінансових ринків існують механізми по зниженню або обмеженню непрямих витрат інвесторів.

Незначна роль ринку цінних паперів і слабший законодавчий захист прав акціонерів в німецькій моделі компенсується високою концентрацією власності і значною роллю банків - кредиторів в моніторингу підприємств.

Англо-американська модель, навпаки, характеризується низькою концентрацією власності і слабкою роллю кредиторів в моніторингу підприємств, що, проте, компенсується вищим рівнем захисту прав акціонерів в законодавстві і розвиненістю ринку цінних паперів.

Отже, непрямі витрати - це різноманітні економічні втрати у вигляді збитків, недоотриманого прибутку, причинами яких є вищеперераховані конфлікти інтересів. Економічними агентами, які несуть такі витрати, є інвестори, що вкладають кошти в цінні папери. Дрібні акціонери і кредитори є найвразливішою ланкою корпоративних відносин. Оскільки дрібні акціонери, кредитори і власники облігацій діють в умовах їх обмежених можливостей до ухвалення найраціональніших рішень, внаслідок відсутності в них повної інформації і неможливості використовувати весь обсяг своїх інтелектуальних можливостей, вони не здатні чітко оцінити обсяги непрямих витрат, які пов'язані з володінням цінними паперами.

Для вирішення даних проблем необхідно використовувати рейтинговий підхід, що дає відносну оцінку рівня непрямих витрат на основі аналізу чинників - сигналів, зпівставляючи на їх основі цінні папери різних видів і різних емітентів.

Отже, при емісії цінних паперів, важливим є ухвалення тих рішень по випуску, які б відповідали не тільки фінансовим і іншим потребам суб'єкта господарювання, але і, принаймні, не сприяли б збільшенню непрямих витрат інвесторів.

В Україні жоден з механізмів, що покликані обмежувати непрямі витрати, не розвинений. Сучасна ситуація характеризується одночасно як слабким рівнем захисту прав та інтересів інвесторів законодавством, нерозвиненістю ринку для цінних паперів більшості вітчизняних підприємств, недосконалістю практики розкриття інформації, обмеженістю моніторингу кредиторів.

Для ефективного подолання проблем як на рівні держави, так і на рівні окремого підприємства необхідно здійснювати заходи, що спрямовані на зниження непрямих витрат інвесторів і зокрема:

- внести відповідні зміни та доповнення до національних Принципів корпоративного управління згідно зі змінами та доповненнями, внесеними до Принципів корпоративного управління ОЕСР;
- розробити рекомендації щодо механізмів запровадження у діяльності акціонерних товариств загальноприйнятих міжнародних та національних принципів корпоративного управління;
- розробити типові положення про корпоративне управління у акціонерних товариствах;
- внести зміни до деяких Законів України щодо особливостей корпоративного управління у фінансових установах, створених у формі акціонерного товариства;
- розширювати інфраструктуру ринку цінних паперів;
- стимулювати практику залучення грошових ресурсів українськими підприємствами на ринку цінних паперів;
- збільшувати обсяги достовірного статистичного та звітного матеріалу;
- впровадити практику повнішого аналізу поєднання дії чинників - сигналів при розрахунку рейтингів непрямих витрат інвесторів;
- стимулювати довгострокове кредитування господарюючих суб'єктів.

Впровадження запропонованих рекомендацій дозволить вирішити проблеми взаємостосунків між емітентом та інвестором, що в свою чергу буде позитивним важелем активізації руху цінних паперів на ринку і дозволить не адміністративними методами розширити обсяги продажів на фондових майданчиках як в Україні, так і за її межами та ефективніше залучати інвестиції.

Література

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. - М.: Олимп-Бизнес, 1997.-1120с.
2. Гарнер Д., Конвей Р., Оуэн Р. Привлечение капитала: Пособия Эрнст энд Янг.- М.: Джон Уайли энд Санз, 1995. - 464с.
3. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2005р.-<http://www.ssmc.gov.ua/4/2005/part2.pdf>
4. Корпоративное управление в переходных экономиках: Инсайдерский контроль и роль банков / Под ред. Масахико Аоки и Хьюнг Ки Кима. - СПб.: Лениздат, 1997. - 558 с.
5. Миркин Я.М., Лосев СВ. Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи // Рынок ценных бумаг. - 2000. - № 22. - С. 43-47
6. Ринок капіталу в Україні: Рекомендації для збільшення пропозиції та попиту. Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні, німецька консультативна група при Уряді України, 02. 2006. - <http://www.ier.kiev.ua>.