

[https://kneu.edu.ua/ua/science\\_kneu/scientific\\_council/d-26.006.04/04\\_zahisчени-dis/08\\_can\\_dis/08\\_cd\\_2014/](https://kneu.edu.ua/ua/science_kneu/scientific_council/d-26.006.04/04_zahisчени-dis/08_can_dis/08_cd_2014/)

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА»

**СМИРНА ОЛЬГА ВОЛОДИМИРІВНА**

УДК 336.761:(658.14:005.21)(043.3)

**ЕМІСІЙНА ПОЛІТИКА ВІТЧИЗНЯНИХ ПІДПРИЄМСТВ НА СВІТОВОМУ  
ФОНДОВОМУ РИНКУ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Автореферат  
дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Київ - 2014

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана на кафедрі фінансів підприємств ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» Міністерства освіти і науки України, м. Київ

**Науковий керівник:** кандидат економічних наук, доцент  
**Васильчук Ірина Петрівна,**  
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»,  
докторант кафедри менеджменту банківської діяльності

**Офіційні опоненти:** доктор економічних наук, професор  
**Корнєєв Володимир Вікторович,**  
Науково-дослідний економічний інститут  
Міністерства економічного розвитку і торгівлі  
України,  
завідувач відділу фінансово-бюджетної політики

кандидат економічних наук, доцент  
**Коваленко Юлія Михайлівна**  
Національний університет державної податкової  
служби України, м. Ірпінь,  
професор кафедри фінансових ринків

Захист відбудеться «20» червня 2014 р. о 13<sup>00</sup> годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.006.04 у ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за адресою: 03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1, ауд. 203.

З дисертацією можна ознайомитися в бібліотеці ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»: 03113, м. Київ, вул. Дегтярівська 49-г, ауд. 601.

Автореферат розісланий «20» травня 2014 р.

Вчений секретар  
спеціалізованої вченої ради,  
кандидат економічних наук, професор

А.М. Поддєрьогін

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми.** В сучасних умовах діяльність підприємств виходить далеко за межі національних ринків. Глобалізація та усунення обмежень для перетоку капіталів суттєво впливають на можливості залучення підприємствами додаткових фінансових ресурсів. При цьому емісія цінних паперів та їх розміщення на зовнішніх (світових) фондових ринках визначають нові аспекти інтернаціоналізації світогосподарських зв'язків.

У корпоративному секторі економіки зростання значимості акціонерних товариств (далі – АТ) як динамічних бізнес-організацій (зокрема, за особливостями менеджменту і структури капіталу) є об'єктивним процесом, що дозволяє суттєво розширити доступ до джерел фінансування. Відбувається формування і постійне поновлення складного взаємозв'язку «акціонерне товариство – фондовий ринок», при якому реалізуються масштабні проекти щодо залучення капіталу у різні сфери підприємницької діяльності.

Ресурсний потенціал фондового ринку України не дозволяє залучати капітал з оптимальними параметрами, що, відповідно, зменшує фінансовий потенціал корпоративного сектору економіки. Цим визначається необхідність розміщення цінних паперів вітчизняними підприємствами на світовому фондовому ринку. Проте позиції українських підприємств-емітентів на світових ринках є нестійкими, а результативність їх емісійної політики – надзвичайно низькою. Фрагментарним і ситуативним також є розвиток сегменту первинних розміщень акцій вітчизняних підприємств (ІРО, – від англ. «Initial Public Offering» – первинна публічна пропозиція акцій).

У цьому руслі питання фінансування акціонерних товариств розглядалися в роботах зарубіжних вчених – З. Боді, Е. Бріггема, Р. Брейлі, Р. Вестерфільда, Дж. Гелбрейта, Б. Джордана, Г. Дональдсона, С. Майерса, Г. Марковіца, М. Міллера, Р. Мертона, Ф. Модільяні, С. Росса, Дж. Тьюлза, Ф. Фабоцці, Ю. Фами, Дж. Фіннерті, Дж. ван Хорна, В. Шарпа. Серед вітчизняних дослідників вирізняються роботи М. Білик, І. Бланка, І. Васильчук, О. Колодізева, Л. Костирко, М. Крупки, Н. Рязанової, В. Суторміної, О. Терещенка.

Дослідження проблематики розвитку фондових ринків та інвестування аналізувалися в працях О. Барановського, Т. Васильєвої, Н. Внукової, О. Галушки, В. Грушка, В. Зимовця, В. Коваленко, Ю. Коваленко, В. Корнеєва, Д. Леонова, Д. Лук'яненка, І. Лютого, Т. Майорової, Я. Міркіна, О. Мозгового, Б. Рубцова, В. Опаріна, Є. Панченка, А. Поручника, Б. Стеценка, С. Циганова, В. Федосова, І. Школьник та інших вчених.

Разом з тим до сьогодні має місце невизначеність щодо варіативних особливостей реалізації емісійної політики вітчизняних підприємств на світовому фондовому ринку. Залишаються дискусійними питання управління структурою капіталу підприємств з часткою іноземних інвесторів. В умовах фінансової нестабільності неоднозначно оцінюються тенденції розвитку світового фондового ринку, що ускладнює вибір вітчизняними підприємствами фінансових інструментів залучення капіталу.

Зазначене свідчить про актуальність дисертації, визначає її мету і завдання, об'єкт і предмет.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертація виконана відповідно до плану наукових досліджень кафедри фінансів підприємств ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за темами: «Напрями фінансового оздоровлення суб'єктів підприємництва в умовах ринкової економіки» (номер державної реєстрації 0101U004358); «Фінансове управління інвестиційно-інноваційним розвитком суб'єктів підприємництва» (номер державної реєстрації 0111U007426). Особистий внесок автора полягає в обґрунтуванні пропозицій щодо підвищення ефективності емісійної політики вітчизняних акціонерних товариств на світовому фондовому ринку.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретичних засад та розробка методичних і практичних рекомендацій щодо удосконалення емісійної політики вітчизняних підприємств на світовому фондовому ринку.

Досягнення поставленої мети пов'язано з розв'язанням наступних завдань:

- ідентифікувати сутність емісійної політики підприємства, її місце і роль у фінансовій стратегії підприємств;
- уточнити економічний зміст первинного публічного розміщення акцій (ІРО) та обґрунтувати критерії щодо оцінки його ефективності;
- визначити необхідність фінансової комунікації в емісійній політиці підприємства на фондовому ринку, показати її вплив на фінансову стратегію підприємства;
- оцінити особливості емісійної політики вітчизняних підприємств на світовому фондовому ринку та виокремити чинники, що визначають її параметри;
- проаналізувати залежність між параметрами ІРО та фінансовим станом емітента цінних паперів;
- розкрити інвестиційні суперечності, що виникають при фінансуванні підприємств на постемісійному етапі обігу цінних паперів;
- визначити елементи інвестиційної стратегії розвитку вітчизняних підприємств, які здійснили ІРО на світовому фондовому ринку;
- удосконалити існуючі методики оцінки результативності емісійної політики акціонерного товариства на світовому фондовому ринку;
- обґрунтувати заходи, спрямовані на підвищення рівня прозорості українських підприємств в процесі випуску цінних паперів.

*Об'єкт дослідження* – процес формування емісійної політики вітчизняних підприємств на світовому фондовому ринку.

*Предмет дослідження* – сукупність фінансових відносин, що виникають у процесі формування і реалізації емісійної політики вітчизняних підприємств при здійсненні первинного розміщення акцій на світовому фондовому ринку.

*Методи дослідження.* Для досягнення мети та розв'язання поставлених завдань у роботі були застосовані такі *методи дослідження*: системний – для обґрунтування сутності існуючих методик оцінювання результативності емісійної політики підприємства на фондовому ринку; порівняння та історизму – для

виявлення особливостей розвитку глобального фондового ринку та сегмента первинних публічних розміщень, здійснених вітчизняними підприємствами; групування – для вивчення емпіричних даних та оцінювання емісійної політики вітчизняних емітентів на світовому фондовому ринку; аксіоматичний – при дослідженні концептуальних засад цілеутворення акціонерних товариств у процесі первинного публічного розміщення; аналізу і синтезу – для виявлення особливостей розміщення цінних паперів емітентами на фондовому ринку; статистичні – у процесі визначення взаємозалежностей між окремими явищами та процесами на фондовому ринку, а також для визначення впливу характеристик IPO на фінансовий стан емітентів.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає в поглибленні теоретичних і удосконаленні методичних положень та обґрунтуванні практичних рекомендацій щодо формування і реалізації емісійної політики вітчизняних підприємств на світовому фондовому ринку.

Основні положення, що визначають наукову новизну дослідження, полягають в наступному:

*вперше:*

- обґрунтовано авторський методичний підхід до оцінки ефективності емісійної політики підприємства на фондовому ринку на основі комбінування показників, які характеризують послідовні аспекти обігу акціонерного капіталу (його номінальна вартість чи ціна розміщення), використання (індекс зміни прибутковості активів) та оцінку ринком (індекс зміни капіталізації). На відміну від інших наявних розробок (де використовуються дискретні стохастичні оцінки), це дозволяє сформувати і використовувати інтегровану систему показників для визначення рівня ефективності емісійної політики підприємства;

*удосконалено:*

- формалізацію складових емісійної політики та фінансової комунікації підприємства, де, на відміну від попередніх розробок, обґрунтовано спільність інституційної основи їх формування та реалізації при використанні принципів: повноти, єдності, диференціації, достовірності, часової прийнятності. Це дозволяє визначити фінансову комунікацію як складову емісійної політики і надає можливість державним регуляторам стандартизувати вимоги до розкриття інформації підприємствами при продажу акцій на світових ринках;

- оцінку середовища позиціонування вітчизняних підприємств–емітентів акцій на світовому фондовому ринку через попереднє визначення кола потенційних інвесторів–нерезидентів в схемах реалізації IPO, використання андеррайтингової, інвестиційної та облікової інфраструктури IPO, що дає змогу більш точно визначатись з обсягами очікуваних фінансових інвестицій і порівняними витратами на їх залучення;

- класифікацію етапів реалізації емісійної політики вітчизняних підприємств (підготовчий етап, вихід на фондову біржу, постемісійний етап) на основі розроблених і узагальнених автором групи таких ознак, як: структура інвесторів–власників цінних паперів, обсяг та вартість залученого капіталу, трансакційні витрати, ризики розміщення. Це надає можливість підвищити ефективність

прийняття управлінських рішень при реалізації емісійної політики підприємства;

*дістали подальший розвиток:*

- визначення напрямів удосконалення емісійної політики вітчизняних підприємств в частині унормування регуляторних вимог організації виходу вітчизняних емітентів на міжнародні ринки капіталів через IPO (зокрема, забезпечення можливості випуску цінних паперів, номінованих в іноземній валюті); закріплення переважного права акціонера-резидента на придбання додаткового випуску акцій в іноземній валюті; прискореній державній реєстрації нових випусків акцій, які розміщуватимуться на міжнародних фондових ринках, підвищення вимог звітної та інвестиційної транспарентності підприємств при продажу акцій. Це дасть змогу уніфікувати стандарти допуску до світових фондових ринків при публічних первинних розміщеннях акцій вітчизняних підприємств і сприятиме збільшенню притоку капіталу в національний корпоративний сектор економіки;

- уточнення сутності поняття «емісійні цінні папери» як фінансових інструментів формування капіталу підприємства і залучення необхідних додаткових ресурсів на фондових ринках для фінансування проектів розвитку на узгоджених з андеррайтером умовах розміщення цінних паперів;

- визначення особливостей емісійної політики вітчизняних підприємств на світовому фондовому ринку, які на відміну від існуючих, враховують мінливість фінансових відносин у ланці «емітент–інвестор», і пов'язані із збереженням значних фінансових та інших ризиків розміщення (андеррайтингу) цінних паперів, недосконалістю супроводження процесу андеррайтингу та його інфраструктурного забезпечення; залежністю інвестиційних уподобань потенційних акціонерів від циклічних коливань ринкової кон'юнктури;

- підходи до оцінки формування політики Investment Relations (далі – IR) на вітчизняних підприємствах як передумови емісійної політики шляхом уніфікації вимог до якості та обсягів розкриття інформації як на регуляторному рівні, так і з позиції інших учасників ринку. Це сприятиме розширенню можливостей формування сприятливого інвестиційного клімату в середовищі обігу акціонерного капіталу.

**Практичне значення одержаних результатів.** Окремі положення, висновки та рекомендації дисертації знайшли практичну реалізацію в діяльності:

- Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо розробки законодавства, спрямованого на зняття необґрунтованих адміністративних бар'єрів для виходу вітчизняних акціонерних товариств на міжнародні фондові ринки (довідка від 31.05.2013 р. № 07/10367/НК);

- Української асоціації інвестиційного бізнесу в процесі розробки пропозицій щодо удосконалення методик оцінювання вартості чистих активів інститутів спільного інвестування стосовно врахування результатів проведення IPO на фінансовий стан вітчизняних ПАТ та ринкову вартість їх цінних паперів (довідка від 21.05.2013 р. № 144);

- ТОВ «ДАГДА» при розробленні методики оцінювання ефективності емісійної політики підприємства для обґрунтування управлінських рішень щодо структури

капіталу та дивідендної політики, а також їх впливу на ринкову вартість акцій на етапі постемісійного розвитку підприємства (довідка від 05.07.2013 р. №12/45).

Результати наукового дослідження використовуються в навчальному процесі Криворізького економічного інституту ДВНЗ «Криворізький національний університет» при викладанні навчальних дисциплін «Фінансовий менеджмент», «Фінансова стратегія підприємств» та «Фондовий ринок» в системі підготовки бакалаврів та магістрів (довідка від 05.11.2013 р. №01/01/03-105-289).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційне дослідження є самостійною науковою роботою здобувача, у якій викладено власний підхід автора до вирішення питань, пов'язаних із реалізацією емісійної політики вітчизняними підприємствами на світовому фондовому ринку. Особистий внесок автора у праці, опубліковані у співавторстві, відображено у списку опублікованих праць.

**Апробація результатів дисертації.** Результати дисертаційного дослідження були апробовані на п'яти міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях, зокрема: «Економічна стратегія розвитку України у XXI столітті: теоретичні та практичні аспекти досліджень» (м. Київ, 2–3 грудня 2011 р.); «Формування конкурентоспроможної економіки: теоретичні, методичні та практичні засади» (м. Тернопіль, 26–27 квітня 2012 р.); «Тенденції розвитку організаційного та проектного менеджменту» (м. Львів, 6–7 грудня 2013 р.); «Забезпечення економічної безпеки країн за умов фінансової нестабільності» (м. Київ, 17–18 січня 2014 р.); «Шляхи розвитку економіки у контексті євроінтеграційних процесів» (м. Сімферополь, 7–8 лютого 2014 р.).

**Публікації.** Основні положення та результати дисертації опубліковані у 12-ти працях, загальним обсягом 4,1 д. а. (з них автору належать 3,8 д. а.), у т.ч. 6 у наукових фахових виданнях, 1 – у науковому фаховому виданні України, яке включено до міжнародної наукометричної бази та 5-ти тезах доповідей на науково-практичних конференціях.

**Структура та обсяг дисертації.** Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Загальний обсяг дисертації становить 200 сторінок друкованого тексту. Дисертація містить 50 таблиць на 28 сторінках, 48 рисунків на 29 сторінках та 6 додатків на 22 сторінках. Список використаних джерел включає 264 найменування.

## **ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ**

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми дисертації, сформульовано мету, визначено завдання дослідження, його об'єкт, предмет, наукову новизну, практичне значення та висвітлено апробацію одержаних результатів.

У **розділі 1 «Теоретико-методичні засади емісійної політики підприємства на фондовому ринку»** досліджено сутність поняття «емісійна політика підприємства», її місце у фінансовій стратегії; характеристики первинного публічного розміщення; методичні підходи до оцінки його результативності; роль інформації у процесі випуску цінних паперів підприємством.

Виявлено, що в сучасній фінансовій літературі є недостатньо обґрунтовані підходи до визначення поняття «емісійні цінні папери». Більшість учених орієнтується на виділення певної сукупності характеристик таких фінансових інструментів. Це можна пояснити тим, що випуск емісійних цінних паперів завжди підлягає державній реєстрації. Доведено, що основними ознаками емісійних цінних паперів є: юридична форма; стандартність; серійність; обов'язкова державна реєстрація. Відповідно, емісійні цінні папери є одним із видів стандартизованих (сек'юритизованих) фінансових інструментів, що випускаються окремими серіями, кожен цінний папір однієї серії несе однаковий обсяг прав та зобов'язань, а їх випуск в обов'язковому порядку підлягає державній реєстрації.

Такий підхід дав можливість виділити основні ознаки емісійної політики:

- належність до політики формування капіталу підприємства (фінансової політики підприємства) і функціональну пов'язаність з останньою;
- економічна (безпосередньо випуск емісійних цінних паперів) та правова площина (законодавчо регламентована послідовність дій з їх випуску);
- сукупність заходів, пов'язаних з мобілізацією капіталу на ринку цінних паперів та реалізацією наступних прав і зобов'язань, передбачених цінним папером;
- відносини між різними суб'єктами фондового ринку щодо випуску цінних паперів та їх розміщення.

Виявлено, що питання про цілі емісійної політики підприємства у сучасній фінансовій науці розкриті недостатньо. Як правило, їх розглядають виключно в контексті загальних цілей стратегічного та/або фінансового менеджменту. Аналогічні питання виникають і тоді, коли мова йде про цілі IPO на фондовому ринку. У дисертації обґрунтовано, що визначення цілей IPO повинно враховувати такі чинники:

- можливість випуску різних за економічною та правовою природою фінансових інструментів, що фактично унеможливує існування єдиної цілі;
- динамічність сучасного світового фондового ринку, що адекватно відображається на цілях емісійної політики;
- множинність цілей емісійної політики підтверджується і множинністю цілей фінансової стратегії підприємства.

Незважаючи на значну множину економічних агентів, які є суб'єктами корпоративного управління, у процесі аналізу методичних аспектів оцінювання ефективності IPO доцільно орієнтуватися на критерії цього оцінювання з позиції, по-перше, самого підприємства як окремої юридичної особи; по-друге, його акціонерів.

Визначено множину найбільш застосовуваних на практиці показників, за допомогою яких можна оцінити IPO: обсяг залученого капіталу; вартість залученого капіталу; структура власників цінних паперів; трансакційні витрати; ризик. Аргументовано, що ці показники характеризують виключно процес залучення капіталу під час IPO і не враховують рішення щодо інвестування капіталу. Крім того, публічний статус підприємства після IPO обумовлює необхідність урахування ринкової оцінки результатів його діяльності. На сучасному етапі відсутня єдина комплексна методика оцінюванню ефективності IPO. Це



значно обмежує можливості оцінки емісійної політики як важливої складової фінансової стратегії підприємства.

Ефективна емісійна політика підприємства можлива тільки за умови достатньої поінформованості усіх учасників фондового ринку та суб'єктів корпоративного управління. Аргументовано, що розбудову моделі фінансової комунікації підприємства-емітента на фондовому ринку необхідно ґрунтувати на наступних положеннях: 1) поліфункціональність кожного учасника фондового ринку щодо існуючої інформаційної моделі (є споживачем фінансової інформації і її «виробником»); 2) постійне переміщення інформаційних потоків між його різними учасниками; 3) «подвійна» функціональна роль підприємства в інформаційних потоках ринку цінних паперів, що вимагає перегляду його ролі у цьому процесі.

Обґрунтовано, що фінансова комунікація у процесі випуску цінних паперів на фондовому ринку повинна базуватися на таких принципах: 1) повноти – доступність суб'єктам ринку всієї інформації в конкретний момент часу; 2) достовірності – відображення реального стану речей; 3) єдності – фондовий ринок є окремим сегментом фінансового ринку, на якому виділяються окремі сфери, що різняться економічною та правовою природою використовуваних інструментів, але його необхідно розглядати як єдине економічне середовище; 4) диференціації – інформація має враховувати різну потребу споживачів; 5) часової прийнятності – врахування зміни ендегенних та екзогенних чинників та гнучкість і мобільність для об'єктивного відображення дійсності через інформацію.

Саме така теоретична позиція визначена в роботі як основа подальшого дослідження емісійної політики вітчизняних підприємств на світовому фондовому ринку.

У розділі 2 «Аналіз емісійної політики українських підприємств на світовому фондовому ринку» досліджено передумови проведення IPO вітчизняними підприємствами на світовому фондовому ринку, проаналізовано процес формування параметрів випуску, а також особливості розвитку підприємств на постемісійному етапі.

Обґрунтовано, що особливостями емісійної політики вітчизняних підприємств на національному фондовому ринку є: 1) надання емітентами переваги залученню боргового капіталу через розміщення на фондових ринках облігацій порівняно з проведенням IPO; 2) розміщення більшості випусків корпоративних цінних паперів на неорганізованому сегменті; 3) значна залежність від зовнішніх чинників, а також макроекономічних тенденцій в Україні

Досліджено мотиваційні механізми здійснення IPO вітчизняними підприємствами на світовому фондовому ринку та доведено, що важливими чинниками, які потребують оцінювання, є такі: 1) можливості використання сучасних управлінських технологій, побудованих на ринковій оцінці корпорації; 2) розроблення обґрунтованих регуляторних вимог до діяльності публічних компаній; 3) здатність забезпечити зростання компаній у разі ефективних дій менеджменту; 4) можливість превентивного захисту публічних компаній, цінні папери яких розміщені на міжнародних ринках, від ризиків, властивих економіці України (наприклад, рейдерство, корупція тощо).

Оцінка формування параметрів випусків вітчизняних підприємств показала існування стереотипів, що обмежують кількість альтернатив, які доступні в процесі реалізації емісійної політики як під час первинного публічного розміщення, так і на постемісійному етапі розвитку. Так, вітчизняні підприємства запропонували під час розміщення незначну частку власних пайових цінних паперів (середнє значення по вибірці становить 21,8%, мінімальне – 16,7%, максимальне – 33% від усіх акцій). Це свідчить про: 1) відсутність в емітентів упевненості в результативності розміщення у випадку збільшення кількості акцій; 2) намагання існуючих власників зберегти за собою контроль; 3) врахування вимог організаторів торгівлі щодо дотримання показника free-float (табл. 1).

Таблиця 1

**Показники акціонерного капіталу досліджуваних підприємств**

Показник	Частка акцій у вільному обігові	Частка найбільшого акціонера
Середнє значення, %	22,0	60,0
Розмах вибірки, %	23,0	45,9
Дисперсія	0,0038	0,0276
Значення F-тесту	0,00706	
Ексцес	1,115248	-1,322280793
Мода, %	25,0	-

*Джерело: розраховано автором за даними компаній-емітентів*

Середнє значення частки залучених ресурсів в акціонерному капіталі підприємств вибірки становить 43,3%, мінімальне – 22,4%, максимальне – на рівні 68,5%. Це свідчить про дві антагоністичні цілі підприємств-емітентів: 1) максимізація ціни розміщення для залучення максимального обсягу капіталу; 2) забезпечення збереження контрольних та управлінських повноважень існуючими акціонерами.

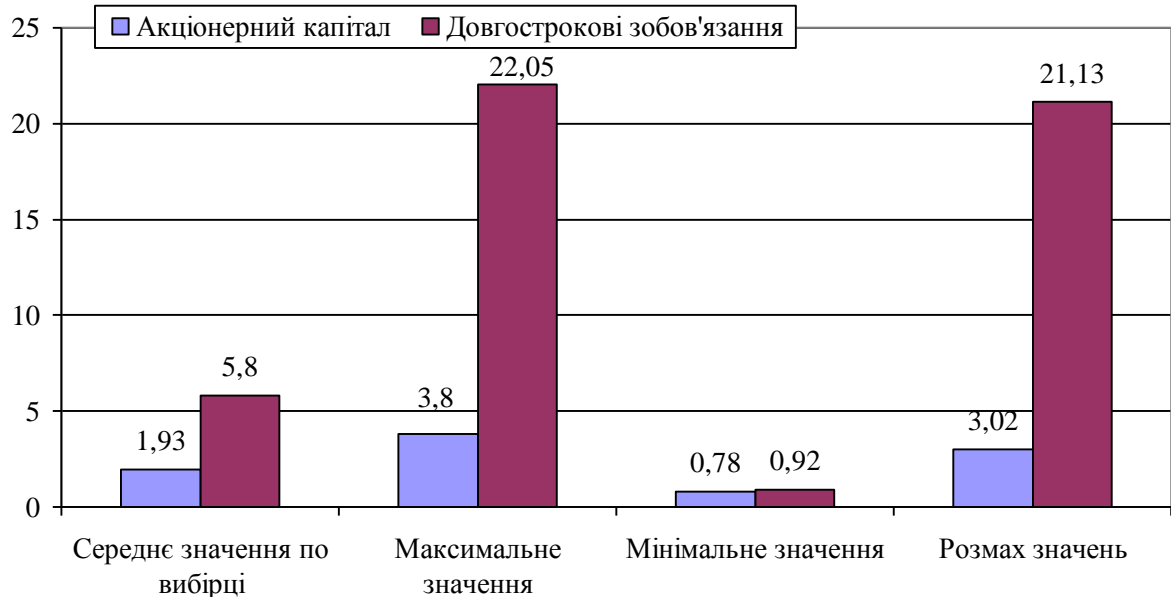
Середнє значення розміру емісійних витрат для підприємств вибірки складає 1,13 млн. дол. США, тобто 4,2% від загального обсягу залученого капіталу. Їх величина визначає значний мінімальний обсяг розміщення. Спостерігається тенденція до зниження частки емісійних витрат в умовах виходу вітчизняних емітентів на світовий ринок капіталів. Емітенти, що здійснили випуски у 2008-2009 рр., мали сумарний обсяг трансакційних витрат на рівні 13,3 млн. дол. США, тоді як емітенти, що здійснили IPO у 2010-2011 рр., лише 5,5 млн. дол. США.

Розміщення досліджуваними підприємствами акцій на світовому фондовому ринку супроводжувалось трансформацією їх у публічні компанії, що, безумовно, має сприяти змінам у принципах корпоративного управління у сторону збільшення ролі емісійних джерел.

Однак, проведений аналіз основних показників фінансового стану підприємств вибірки дав змогу зробити висновок, що у своїй політиці фінансування абсолютна більшість з них продовжує орієнтуватись в основному на використання внутрішніх джерел, банківського кредитування, а темпи приросту довгострокових зобов'язань перевищують аналогічний показник для акціонерного капіталу (рис. 1).

Оцінка ринком результативності фінансової стратегії є для більшості підприємств негативною. При цьому виявлено такі тенденції: падіння ціни акцій та

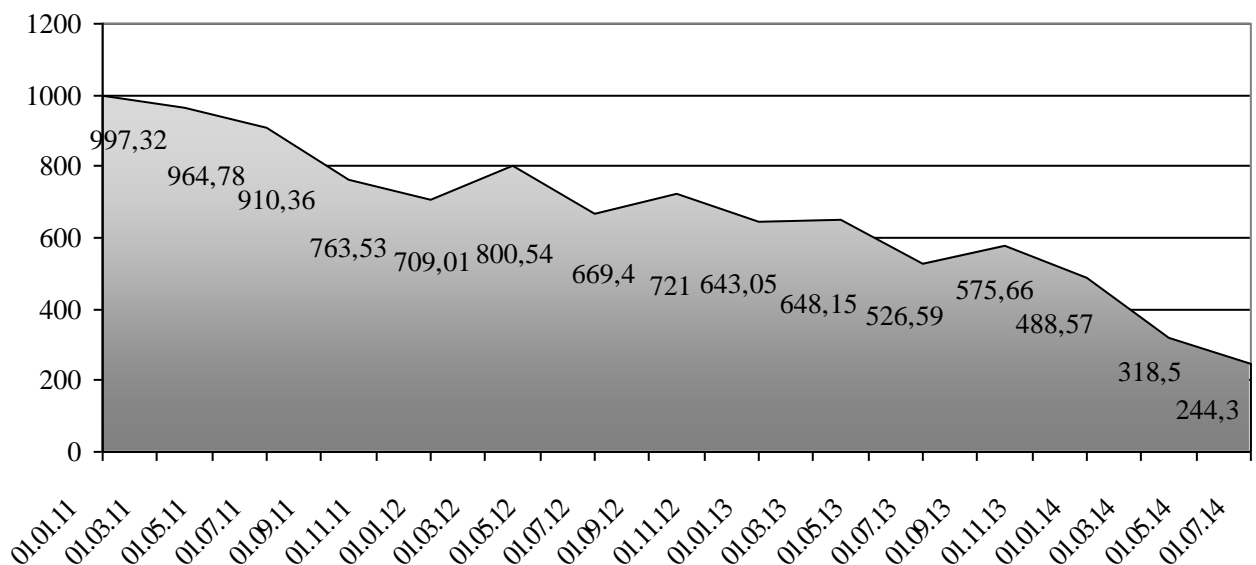
ринкової капіталізації; різна спрямованість руху ціни акцій в умовах стабільного отримання прибутку; негативні цінові тенденції, які можуть бути наслідком невірних управлінських рішень ще на етапі підготовки до первинного публічного розміщення; недостовірність оцінок ринком показників діяльності підприємств-емітентів.



**Рис. 1. Динаміка акціонерного капіталу та довгострокових зобов'язань підприємств-емітентів, станом на 31.12.13 р., індексні значення**

*Джерело: розраховано автором за даними компаній-емітентів*

Ці тенденції відображаються у динаміці спеціалізованого індексу WIG-UKRAINE, що розраховується на Варшавській фондовій біржі на основі цін акцій українських емітентів, які розмістили акції на цьому майданчику (рис. 2).



**Рис. 2. Динаміка індексу WIG-UKRAINE у 2011-2014 рр.**

*Джерело: розраховано автором за даними Варшавської фондової біржі*

*Примітка. 1. Дані за 2014 рік – прогноз автора*

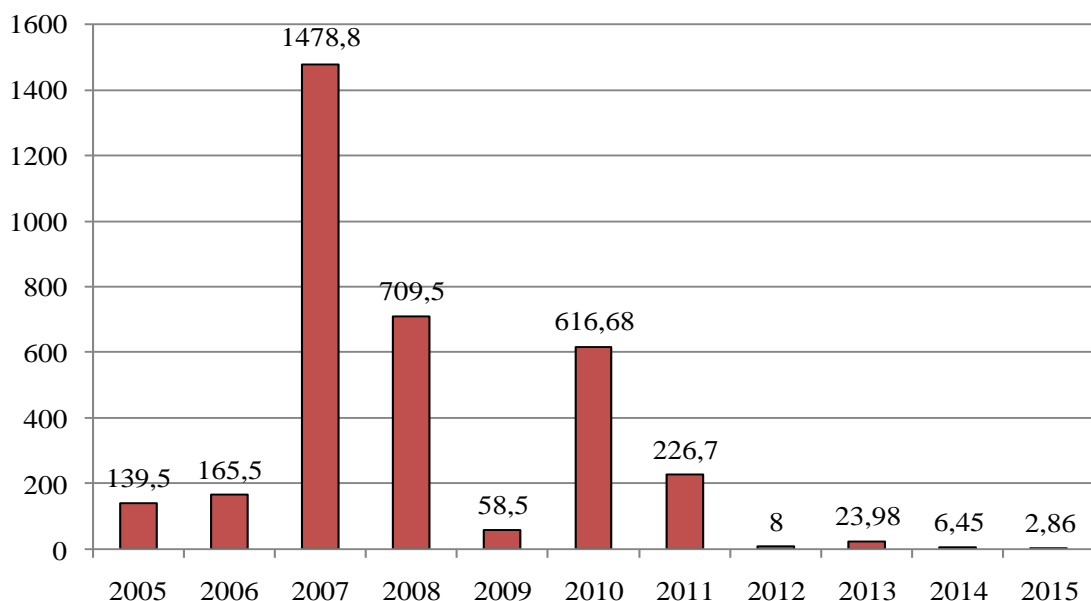
Виявлено, що вказані тенденції є, окрім всього, наслідком ігнорування ролі дивідендної політики як складової емісійної політики підприємства, а також свідченням застосування хибної стратегії щодо стимулювання вторинного ринку власних акцій. Існуюча структура акціонерної власності, коли підприємство має одного-двох домінуючих акціонерів, які володіють 60–75 % акцій, визначає в цілому нейтральний підхід до виплати дивідендів.

Водночас мажоритарним власникам не загрожують ризики «ворожого поглинання», тому вони індиферентні щодо мінімальної дохідності інвестицій. Така фінансова стратегія може призвести до суттєвого погіршення інвестиційних рейтингів емітентів та обмеженого доступу до зовнішніх джерел фінансування у середньостроковій перспективі.

У **Розділі 3 «Напрями вдосконалення емісійної політики вітчизняних підприємств на світовому фондовому ринку»** обґрунтовано можливості активізації виходу вітчизняних підприємств на зарубіжні фондові ринки, підвищення ефективності емісійної політики та інвестиційної привабливості їх акцій, забезпечення транспарентності функціонування підприємств України.

Встановлено, що результативність господарської діяльності підприємств, які здійснили розміщення акцій на світовому ринку, є досить високою. При цьому капіталізація досліджуваних підприємств змінюється під впливом фундаментальних факторів, пов'язаних зі станом галузей, до яких вони належать, а також з динамікою індексів відповідних організаторів торгівлі. При цьому, вплив «технічних» факторів, пов'язаних із динамікою фондових ринків, для окремих підприємств настільки суттєвий, що не поступається іншим чинникам.

Загалом, на основі побудованої в дисертації моделі зроблено висновок, що за умови збереження існуючих тенденцій в середньостроковій перспективі обсяги випусків акцій вітчизняних емітентів на світовому фондовому ринку скорочуватимуться (рис.3).



**Рис. 3. Динаміка обсягів IPO у 2005-2015 рр., млн. дол. США**

*Джерело: розраховано автором за даними ТОВ «ДАГДА»*

*Примітка. 1. Дані за 2013-2015 рр. – прогноз автора*

Обґрунтовано, що основними інструментами, за допомогою яких можна суттєво підвищити інвестиційну привабливість акцій українських підприємств, є: підвищення рівня корпоративного управління; реалізація дивідендної політики підприємства; забезпечення транспарентності діяльності.

Доведено, що вихід вітчизняних підприємств на світовий фондовий ринок суттєво змінює підходи до корпоративного управління, насамперед щодо задоволення немайнових прав міноритарних акціонерів. З врахуванням того, що одна компанія не надала інформації про структуру виконавчого органу, абсолютна більшість підприємств вибірки (7 з 9, або 77,8%) мають у його складі незалежних директорів. Навіть просте їх залучення до виконавчого органу позитивно оцінюється ринком та приводить до зростання капіталізації компанії.

Зміна пріоритетів у дивідендній політиці вітчизняних підприємств можлива лише тоді, коли вони будуть орієнтуватися на ринкові механізми залучення капіталу – випуск акцій та єврооблігацій. За таких умов дивідендна політика перетвориться на істотний та дієвий інструмент формування позитивного іміджу та інвестиційних рейтингів емітента цінних паперів.

За результатами дослідження встановлено, що важливою складовою активізації емісійної політики є використання різноманітних рішень, спрямованих на підтримку вторинного ринку власних акцій, в тому числі, через підвищення рівня транспарентності діяльності емітентів.

Доведено, що головною проблемою запропонованих у науковій літературі методичних підходів до оцінювання ефективності емісійної політики є дискретний характер застосовуваної множини показників. За їх допомогою можна оцінити лише окремо кожен процес або явище в емісійній політиці. Відповідно існує потреба в розробці інтегрованої методики оцінювання ефективності емісійної політики підприємства, яка враховувала б не тільки залучення капіталу, але й його функціонування, та оцінку вказаних процесів учасниками фондового ринку.

Дисертант вважає, що кінцевою метою фінансового менеджменту є максимізація добробуту акціонерів – за рахунок поточних дивідендних доходів та/або зростання ринкової вартості акцій. Тому система показників повинна в себе включати показники, що характеризують: дохідність акцій цих власників; господарську ефективність підприємства; його ринкову оцінку; вартість акціонерного капіталу. Автором доведено, що такими показниками є: дивіденди; позитивні курсові різниці; показник загальної акціонерної віддачі (TSR); вартість акціонерного капіталу; рентабельність власного капіталу (ROE); капіталізація.

Такий підхід дає змогу оцінити емісійну політику в розрізі функцій корпоративних фінансів, які охоплюють залучення капіталу підприємством та його інвестування в різні активи. При цьому оцінка ринком діяльності емітента акумулюється в динаміці ринкової ціни його цінних паперів. Дисертант пропонує оцінювати зміни в динаміці кожного показника з достатньої множини їх варіантів за певний період. Такі зміни можуть бути позитивними і, відповідно, отримувати маркер «+», негативними, і отримувати маркер «-», або взагалі не змінюватися та отримувати маркер «0».

Практичне використання методики базується на визначенні запропонованих

вище критеріїв та присвоєнні їм певних маркерів. Варіанти співвідношення окремих оцінок, підсумковий результат та його можлива інтерпретація наведені в табл. 2.

Таблиця 2

**Оцінка складових емісійної політики підприємства та інтерпретація отриманих результатів**

Варіант	Залучення капіталу (Вартість акціонерного капіталу)	Використання капіталу (Індекс зміни прибутковості активів)	Ринкова оцінка компанії (Індекс зміни капіталізації)	Інтерпретація результату
Комбінація оцінок 1	+	+	+	Позитивна
Комбінація оцінок 2	+	+	-	Нейтральна
Комбінація оцінок 3	+	-	+	Позитивна
Комбінація оцінок 4	+	-	-	Негативна
Комбінація оцінок 5	-	+	+	Позитивна
Комбінація оцінок 6	-	-	+	Нейтральна
Комбінація оцінок 7	-	+	-	Негативна
Комбінація оцінок 8	-	-	-	Негативна

*Джерело: розроблено автором*

Комбінація маркерів дає можливість оцінити ефективність емісійної політики підприємства та визначити заходи, спрямовані на виправлення ситуації у тій чи іншій сфері. Підсумкова оцінка на основі усіх трьох критеріїв для досліджуваних підприємств має такий вигляд (табл. 3).

Таблиця 3

**Інтегрована оцінка ефективності емісійної політики підприємств**

Емітент	Залучення капіталу	Використання капіталу	Ринкова оцінка	Інтерпретація
Mriya Agro	+	-	+	Позитивна
Агрохолдинг Авангард	-	-	-	Негативна
Миронівський хлібопродукт	+	-	-	Негативна
Агрохолдинг Агротон	+	+	-	Нейтральна
AGROLIGA GROUP PLC	-	+	-	Негативна
MILKILAND N.V.	0	-	-	Негативна
Sadovaya Group	0	-	-	Негативна
OVOSTAR UNION N.V.	+	-	+	Позитивна
KSG Agro	0	-	-	Негативна
Industrial Milk Company	-	+	+	Позитивна

*Джерело: розраховано автором за даними компаній-емітентів*

Апробація запропонованого методичного підходу до оцінювання результативності емісійної політики вітчизняних підприємств дає можливість здійснити їх поділ на кілька груп:

Група 1 (Мрія Агро, OVOSTAR UNION, Industrial Milk Company) – ефективна емісійна політика, що передбачає прийняття обґрунтованих рішень у сфері залучення капіталу та в його інвестуванні та їх адекватну оцінку фондовим ринком. Відповідно у перспективі акції такої компанії можуть демонструвати тенденції до

зниження ціни, що вимагає оптимізації рішень у сфері використання залученого капіталу

Група 2 (Агрохолдинг Агротон) – нейтральна оцінка емісійної політики, що передбачає прийняття обґрунтованих рішень у сфері залучення капіталу та в його інвестуванні, проте ці рішення негативно оцінюються фондовим ринком. Відповідно підприємству необхідно змінити підходи до стимулювання вторинного ринку власних цінних паперів.

Група 3 (Агрохолдинг Авангард, Sadovaya Group, KSG Agro, MILKILAND N.V.) – негативна за всіма показниками оцінка емісійної політики, яка визначається диспропорціями під час формування капіталу, його використання та оцінювання ринком діяльності фірми.

Група 4 (AGROLIGA GROUP) – неефективні рішення щодо залучення капіталу певною мірою «компенсуються» ефективними рішеннями щодо використання капіталу. Проте такі дії менеджменту негативно оцінюються учасниками ринку.

Група 5 (Миронівський хлібопродукт) – у цілому ефективні рішення на рівні залучення капіталу нівелюються неефективним його використанням, що визначає негативну оцінку ринком.

Використання запропонованої методики дасть змогу врахувати можливі аспекти емісійної політики підприємства на фондовому ринку та обґрунтувати рішення, спрямовані на отримання економічних вигод від його діяльності для акціонерів. Важливою особливістю методики є її інтегрований характер, що на відміну від існуючих підходів дає можливість оцінити значну сукупність показників та їх тенденції в напрямках діяльності – залучення капіталу, його використання, ринкове оцінювання господарської діяльності підприємства.

Обґрунтовано, що заходи щодо забезпечення транспарентності діяльності підприємств України мають узгоджуватись та об'єднуватись на макро- та мікрорівні. Для удосконалення емісійної політики вітчизняних підприємств запропоновано на державному рівні внесення нормативно-правових змін, які передбачають: зняття необґрунтованих обмежень щодо «прямого» розміщення вітчизняними емітентами цінних паперів на світовому фондовому ринку; гармонізацію та уніфікацію норм вітчизняного і світового (у тому числі європейського) законодавства з питань надання інформації акціонерними товариствами. З боку емітентів цінних паперів необхідними є: реалізація заходів, спрямованих на забезпечення переваг публічних компаній у сфері залучення капіталу; посилення ролі фінансового контролінгу у фінансовій комунікації, зокрема щодо забезпечення реалізації його інформаційної функції.

## **ВИСНОВКИ**

У дисертації здійснено теоретичне узагальнення та запропоноване нове вирішення важливого науково-прикладного завдання щодо удосконалення формування і реалізації емісійної політики вітчизняних підприємств на світовому фондовому ринку. Проведене дослідження дало змогу зробити такі висновки:

1. Емісійна політика підприємства логічно пов'язана з важливими якісними

характеристиками емісійних цінних паперів: стандартністю та серійністю; наявністю певної юридичної форми; обов'язковою державною реєстрацією, що надає процесу емісії правових ознак. Емісійні цінні папери є особливим видом сек'юритизованих фінансових інструментів, які випускаються окремими серіями, при цьому кожен цінний папір несе однаковий обсяг прав та зобов'язань, а їх випуск в обов'язковому порядку підлягає державній реєстрації.

Емісійна політика є невід'ємною складовою політики формування капіталу підприємства (його фінансової стратегії) і функціонально залежна від неї; передбачає комплекс заходів в економічній та правовій площині, пов'язаних з мобілізацією капіталу на фондовому ринку та з реалізацією прав і зобов'язань передбачених цінним папером.

2. Первинне публічне розміщення, яке реалізується в рамках емісійної політики підприємства, є, насамперед першою публічною пропозицією акцій компанії на фондовій біржі. Разом з тим IPO також слід розглядати в контексті трансформацій у фінансових відносинах підприємства, що обумовлені його функціонуванням у організаційно-правовій формі публічної компанії. Зміна фінансових відносин на підприємстві, що здійснило IPO, об'єктивно пов'язані з цілями його емісійної політики. Такі цілі є: множинними; характеризуються значним ступенем динамічності; визначаються множинністю цілей фінансової стратегії підприємства. Встановлення цілей емісійної політики обумовлює існування двох підходів до оцінювання її результативності: виключно з позиції параметрів залученого капіталу та з урахуванням ефективності його інвестування і ринкової оцінки компанії інвесторами.

3. Фінансова комунікація підприємства-емітента на фондовому ринку базується на таких положеннях: кожен учасник ринку цінних паперів є поліфункціональним з точки зору його інформаційної моделі; на ринку відбувається постійне переміщення інформаційних потоків між різними учасниками, і такий рух багато в чому визначає рух цін на сек'юритизовані фінансові інструменти; «подвійна» функціональна роль підприємства у інформаційних потоках ринку капіталів, обумовлює зміну його місця у цьому процесі. Фінансова комунікація в процесі випуску цінних паперів на ринку базується на наступних принципах: повноти; достовірності; єдності; диференціації; часової прийнятності.

4. Дефіцит ресурсів, необхідних для підвищення конкурентоспроможності і технологічного рівня підприємств України, та неможливість його подолання через розміщення фінансових інструментів на вітчизняному фондовому ринку обумовлюють переорієнтацію емісійної політики вітчизняних підприємств із внутрішнього на глобальний фондовий ринок. Проте доступ до зовнішніх джерел фінансування не є визначальним фактором. Важливішим є отримання переваг: можливість використання сучасних управлінських технологій, побудованих на ринковій оцінці корпорації; жорсткість регуляторних вимог до діяльності публічних компаній; здатність більш розвинених ринків забезпечити ефективно зростання компаній у разі ефективних дій менеджменту; можливість превентивного захисту публічних компаній, цінні папери яких розміщені на міжнародних ринках, від ризиків, характерних для економіки України.



5. Оцінка формування параметрів IPO українських підприємств показала, що в процесі реалізації емісійної політики не вдалося подолати численних стереотипів стосовно діяльності публічних компаній. Частка акцій, що розміщується на ринку, визначається у такий спосіб, щоб забезпечити мажоритарних власників від загроз, пов'язаних із ворожим поглинанням, навіть незважаючи на високий рівень корпоративної культури, характерний для ринків розміщення. На початковому етапі ресурси, залучені під час IPO, відіграють важливу роль у формуванні капіталу емітентів. В той же час, особливого значення при проведенні розміщення на світовому фондовому ринку набуває взаємодія вітчизняних емітентів з різноманітними суб'єктами фінансової інфраструктури – фондовими біржами, андеррайтерами, фінансовими консультантами тощо. Ефективність такої взаємодії багато в чому визначає обсяг трансакційних витрат та, відповідно, вартість залученого капіталу.

6. У постемісійний період відбувається зміна пріоритетів у фінансуванні – домінування внутрішніх джерел залучення капіталу означає відмову від переваг статусу публічної компанії у сфері розміщення цінних паперів на ринку. Така ситуація призводить до зниження ринкових оцінок акцій українських підприємств, навіть незважаючи на те, що загальна ситуація з результативністю господарської діяльності є доволі привабливою. По суті, підприємства одноосібно позбавляють себе переваг у сфері залучення джерел фінансування, оскільки тенденції до «закриття» акціонерного капіталу формуються ними ще під час планування параметрів емісії.

7. Вітчизняні підприємства, що здійснили IPO на світовому фондовому ринку, фактично ігнорують важливість постлістингових рішень у власній емісійній політиці. Це призводить до суттєвого зниження показників ринкової оцінки компанії вже на другий–третій рік після випуску. Українські емітенти обмежуються виключно формальним виконанням вимог організаторів торгівлі та регуляторів. Надзвичайно важливим аспектом постемісійного розвитку підприємства є забезпечення високого рівня корпоративного управління. Саме такий підхід найбільш повно відповідає інтересам усіх суб'єктів корпоративного управління. Підприємства, що здійснили випуск акцій на зовнішніх ринках, демонструють набагато вищий рівень корпоративного управління порівняно з емітентами внутрішнього ринку. Саме тому вплив фундаментальних факторів цього порядку є найбільш суттєвим та значущим для таких емітентів.

8. Методика оцінювання ефективності емісійної політики підприємства на фондовому ринку має базуватися на врахуванні ролі суб'єктів, які проводять таке оцінювання; на визнанні важливості оцінювання безпосередньо етапу проведення IPO та постемісійного розвитку підприємства. Відповідно доцільно використовувати два підходи – дискретний та інтегрований.

Дискретний підхід оцінює виключно підготовку та проведення IPO і орієнтується на вартісні показники розміщення, а також на обсяг витрат, пов'язаний із IPO. Інтегрований підхід урахує всі аспекти діяльності підприємства та орієнтується на врахування домінуючого значення показника ринкової вартості підприємства. Загалом методика оцінювання ефективності емісійної політики має

враховувати взаємозв'язок функцій корпоративних фінансів – щодо залучення та інвестування ресурсів. У дисертації визначено певний набір показників та їх комбінацій, які дають можливість оцінити ефективність залучення коштів, їх інвестування та оцінку ринком цих процесів, відображену насамперед у капіталізації. Комбінація різних показників дає можливість визначити проблемні зони у фінансовій стратегії та обґрунтувати управлінські рішення.

9. З огляду на значення інформаційних потоків на фондовому ринку, надзвичайно важливе місце у постемісійній стратегії підприємств займає фінансова комунікація. На сучасному етапі вітчизняні емітенти розглядають Investment Relations у двох площинах – окремо для іноземних інвесторів та для внутрішніх споживачів інформації. У кінцевому підсумку подібна політика негативно впливає на позиціонування компанії як транспарентної на фондовому ринку. Важливим завданням є уніфікація інформаційної політики для внутрішніх і зовнішніх споживачів інформації як з погляду самих емітентів, так і з позиції регуляторного впливу на фондовий ринок. З погляду ІР підприємств чільне місце має зайняти фінансовий контролінг, який не тільки дає змогу акумулювати необхідну для прийняття управлінських рішень інформацію, а й забезпечує постійну та надійну фінансову комунікацію між управлінцями, виконавцями та зовнішніми партнерами-споживачами інформації відносно підприємства.

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

### У наукових фахових виданнях:

1. Смирна О. Фінансовий контролінг в діяльності вітчизняних АТ на світових фондових ринках / О. Смирна // Ринок цінних паперів України. – 2010. – №11-12. – с. 47-52 (0,4 д.а.).
2. Смирна О. Цілі емісійної стратегії корпорацій та фінансовий контролінг: теоретичні аспекти взаємозв'язку / О. Смирна // Ринок цінних паперів України. – 2011. – №9-10. – с. 17-22 (0,4 д.а.).
3. Смирна О. Фінансовий контролінг в оцінці результативності емісійної стратегії підприємства: методичний аспект / О. Смирна // Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки, вип. 22, ч.1. – Кіровоград: КНТУ, 2012. – С. 269-276 (0,7 д.а.).
4. Бирюк С., Смирна О. Еволюція стратегічних цілей підприємства в процесі ІРО: опыт України / С. Бирюк, О. Смирна // Ринок цінних паперів України. – 2012. - №10. – с. 67-72 (0,5 д.а.) (особисто автору належить 0,2 д.а., де розкрито тенденції ринку цінних паперів України, які визначають проведення ІРО на зарубіжних ринках).
5. Смирна О. Управління структурою капіталу вітчизняних підприємств після проведення ІРО / О. Смирна // Ринок цінних паперів України. – 2013. - №9-10. – с. 63-67 (0,4 д.а.).
6. Смирна О. Місце емісійної політики в фінансовій стратегії акціонерного товариства [Електронний ресурс] / О. Смирна // Ефективна економіка. – 2013. -

№12. – Режим доступу  
<http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2620> (0,4 д.а).

у науковому фаховому виданні України, яке включено до міжнародної наукометричної бази:

7. Смирна О. IPO та зміна параметрів фінансової комунікації в постемісійній стратегії розвитку вітчизняних підприємств / О.В. Смирна // Економіст. (RePec) - №6. – 2013. – с. 34-39 (0,6 д.а.).

в інших виданнях:

8. Смирна О. Результативність стратегії фінансування підприємств на фондовому ринку та роль фінансового контролінгу / О. Смирна // Матеріали VIII Міжнародної науково-практичної конференції «Економічна стратегія розвитку України у XXI столітті: теоретичні та практичні аспекти досліджень», м. Київ., 2-3 грудня 2011 р. – Київ: Аналітичний центр «Нова економіка», 2011. Ч.ІІ. – С. 55-56 (0,2 д.а.).

9. Смирна О. Фінансовий контролінг як чинник оптимізації відносин підприємства з учасниками світового ринку капіталів / О. Смирна // Матеріали Міжнародної науково-практичної Інтернет-конференції «Формування конкурентоспроможної економіки: теоретичні, методичні та практичні засади», м. Тернопіль, 26-27 квітня 2012 р. Ч.2. – Тернопіль: Крок, 2012. – С. 180-181 (0,1 д.а.).

10. Смирна О. Проблемні аспекти визначення сутності емісійної політики підприємства / О. Смирна // Матеріали XXIII міжнародної науково-практичної конференції «Тенденції розвитку організаційного та проектного менеджменту», м. Львів, 6-7 грудня 2013 р. – Львів: ЛЕФ, 2013. Ч.1. – С. 55-57 (0,1 д.а.).

11. Смирна О. Передумови проведення IPO на світових фондових ринках / О.Смирна // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Забезпечення економічної безпеки країн за умов фінансової нестабільності», м. Київ, 17-18 січня 2014 р. У 2-х частинах. К.: Аналітичний центр «Нова економіка», 2014. ч. 2. – С. 113-117 (0,2 д.а.).

12. Смирна О. Транспарентність підприємств як фактор розвитку їх емісійної політики / О. Смирна // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Шляхи розвитку економіки у контексті євроінтеграційних процесів», м. Сімферополь, 7-8 лютого 2014 р. – Сімферополь: НО «Economics», 2014. – С. 112-114 (0,1 д.а)

## АНОТАЦІЯ

**Смирна О.В. Емісійна політика вітчизняних підприємств на світовому фондовому ринку. – Рукопис.**

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», Київ, 2014.

В роботі розглянуто сутність емісійної політики підприємства та її місце в загальній фінансовій стратегії, визначено її якісні характеристики. Розкрито економічний зміст первинного публічного розміщення на світовому фондовому ринку, охарактеризовано методичні підходи до оцінки його ефективності. Досліджено місце та роль фінансової комунікації в емісійній політиці підприємства на фондовому ринку, а також вплив інформації на стратегію фінансування підприємства.

Оцінено особливості емісійної політики вітчизняних підприємств на світовому фондовому ринку, виокремлено фактори, що визначають її, та встановлено взаємозв'язок між характеристиками IPO та фінансово-господарським станом емітента цінних паперів. Визначено вплив фінансових відносин підприємства з учасниками світового фондового ринку на кількісні характеристики IPO та постемісійний розвиток емітента.

Охарактеризовано складові елементи постемісійної стратегії розвитку АТ, що здійснили IPO на світовому фондовому ринку. На основі проведеного дослідження запропоновано та апробовано методичний підхід до оцінювання ефективності емісійної політики підприємства на фондовому ринку. Обґрунтовано заходи, спрямовані на покращення рівня фінансової комунікації українських підприємств в процесі первинного публічного розміщення.

**Ключові слова:** емісійна політика, емісійні цінні папери, первинне публічне розміщення (IPO), транспарентність, постемісійна стратегія, фінансова комунікація.

## АННОТАЦИЯ

**Смирная О.В. Эмиссионная политика отечественных предприятий на мировом фондовом рынке. – Рукопись.**

Диссертация на получение научной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – Деньги, финансы и кредит. ГВУЗ «Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана», Киев, 2014.

Исследована сущность понятия "эмиссионная политика предприятия", ее место в финансовой стратегии предприятия. Выявлено, что в современной финансовой литературе содержатся недостаточно обоснованные подходы к определению понятия "эмиссионные ценные бумаги". Доказано, что признаками эмиссионных ценных бумаг являются: юридическая форма; стандартность; серийность; обязательная государственная регистрация. Такой подход дал автору возможность выделить признаки эмиссионной политики. Обоснованы факторы, которые должны быть учтены при определении целей IPO. При анализе методических аспектов оценки эффективности IPO целесообразно ориентироваться критерии таких субъектов корпоративного управления: во-первых, самого предприятия, как отдельного юридического лица; во-вторых, его акционеров.

Автором определено множество наиболее применяемых на практике показателей, с помощью которых можно оценить IPO: объем привлеченного финансирования; стоимость привлеченного финансирования; структура владельцев ценных бумаг; транзакционные расходы; риск. Выделены показатели, на основе которых сформирован методический подход к оценке эффективности эмиссионной

политики предприятия на фондовом рынке. Обоснованно принципы, на которых должна базироваться финансовая коммуникация в процессе выпуска и реализации ценных бумаг на фондовом рынке.

Исследованы предпосылки проведения IPO отечественными предприятиями на мировом фондовом рынке, проанализирован процесс формирования параметров IPO во время эмиссии, а также особенности развития предприятий на постэмиссионном этапе. Обоснованы особенности эмиссионной политики отечественных предприятий. Исследованы мотивационные механизмы осуществления IPO отечественными предприятиями и доказаны факторами, которые требуют оценки.

Оценка параметров формирования IPO отечественных предприятий свидетельствует о существовании стереотипов, которые ограничивают количество альтернатив, доступных во время первичного публичного размещения и на постэмиссионном этапе. Выявлены две антагонистичные цели предприятий-эмитентов: 1) максимизация цены размещения для привлечения максимального объема капитала; 2) часть акций должна обеспечить сохранение контрольных и управленческих полномочий существующими акционерами. Проведение исследуемыми предприятиями IPO сопровождалось трансформацией их в публичные компании, должно способствовать изменениям в принципах корпоративного финансирования в сторону увеличения роли эмиссионных источников. Проведенный анализ позволил сделать вывод, что в своей политике финансирования абсолютное большинство из них продолжает ориентироваться на использование внутренних источников и банковского кредитования.

Оценка рынком результативности финансовой стратегии является для большинства предприятий негативной, о чем свидетельствует падение цены акций и рыночной капитализации. При этом лишь одно предприятие из выборки осуществляло дивидендные выплаты. Указанные тенденции являются следствием игнорирования роли дивидендной политики как составной эмиссионной политики предприятия, а также свидетельством применения ошибочной стратегии относительно стимулирования вторичного рынка собственных акций.

На основе проведенного исследования обоснованно принципы использования разнообразных инструментов для повышения инвестиционной привлекательности акций украинских предприятий. Предложено наиболее важными средствами, с помощью которых можно существенно повысить инвестиционную привлекательность ценных бумаг украинских предприятий считать: повышение уровня корпоративного управления; оптимизация дивидендной политики предприятия; обеспечение транспарентности деятельности. Выход отечественных предприятий на IPO существенно изменяет подходы к корпоративному управлению, в первую очередь, в части удовлетворения неимущественных прав миноритарных акционеров.

Усовершенствована методика оценки эффективности IPO. Аргументировано, что показателями, которые характеризуют доходность акционеров, хозяйственную эффективность и рыночную оценку предприятия, являются: стоимость акционерного капитала предприятия, дивиденды; позитивные курсовые разницы;

показатель общей акционерной отдачи (TSR); рентабельность собственного капитала (ROE); капитализация. Анализ показателей позволяет группировать их в комбинации и присваивать маркеры, которые дают возможность оценить эффективность эмиссионной политики предприятия и определить мероприятия, направленные на исправление ситуации.

Разработаны рекомендации по обеспечению прозрачности деятельности предприятий Украины, которые должны осуществляться со стороны государственных регуляторов и эмитентов ценных бумаг.

**Ключевые слова:** эмиссионная политика, эмиссионные ценные бумаги, первичное публичное размещение (IPO), прозрачность, постэмиссионная стратегия, финансовая коммуникация.

## ANNOTATION

**Smirna O. V. Emission policy of domestic enterprises in the world fund market. – Manuscript.**

The thesis for obtaining a degree of candidate of economic sciences after speciality 08.00.08 is Money, Finances and Credit. – SHEE "Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman ", Kyiv, 2014.

Essence of emission policy of enterprise and her place in general financial strategy is considered, it high-quality descriptions are studied. Economic maintenance of the Initial Public Offering in the world fund market is exposed, the methodical going near the estimation of his efficiency is described. A place and role of financial communication in the emission policy of enterprise at the fund market is investigated, and also influence of information on strategy of enterprise's financing is uncovered.

The features of emission policy of domestic enterprises in the world fund market are appraised, factors which determine her parameters are distinguished, and intercommunications between descriptions of IPO and financially-economic state of issuer are set. Influence of financial relations of enterprise with the participants of world fund market on quantitative descriptions of IPO and post-emission development of issuer is certain.

The component elements of post-emission strategy of corporation which carried out IPO in the world fund market are described. On the basis of the conducted research the methodical approach to the evaluation of efficiency of enterprise's emission policy at the fund market is offered and approved. Measures, sent to the improvement of level of financial communication of the Ukrainian enterprises in the process of the Initial Public Offering, are reasonable.

**Keywords:** emission policy, emission securities, Initial Public Offering (IPO), transparency, post-emission strategy, financial communication.