

Київський національний торговельно-економічний університет

Кафедра банківської справи

## **ВИПУСКНА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА**

на тему:

### **Діяльність вітчизняних емітентів на зарубіжних фондових ринках**

Студента 2 курсу 7м групи  
спеціальності 072 «Фінанси,  
банківська справа та страхування»  
спеціалізації «Фінансове брокерство»

Крупського  
Тараса  
Валерійовича

Науковий керівник  
канд. екон. наук,

Серажим Юліан  
Віталійович

Гарант освітньої програми  
канд. екон. наук,

Гербич Людмила  
Анатоліївна

**Київ – 2018**

## ЗМІСТ

ВСТУП .....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДІЯЛЬНОСТІ ЕМІТЕНТІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ОСОБЛИВОСТІ ЇХ ОПЕРАЦІЙ НА ЗАРУБІЖНИХ РИНКАХ	7
1.1. Сутність та види цінних паперів .....	7
1.2. Боргові цінні папери українських емітентів та їх розміщення на зарубіжних фондових ринках .....	12
1.3. Пайові цінні папери українських емітентів та їх розміщення на зарубіжних фондових ринках .....	20
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ДІЯЛЬНОСТІ ВІТЧИЗНЯНИХ ЕМІТЕНТІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ НА ЗАРУБІЖНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ .....	26
2.1. Регулювання діяльності емітентів цінних паперів на зарубіжних фондових ринках .....	26
2.2. Аналіз боргових цінних паперів вітчизняних емітентів та результатів їх розміщення на зарубіжних фондових ринках .....	32
2.3. Аналіз пайових цінних паперів вітчизняних емітентів та результатів їх розміщення на зарубіжних фондових ринках .....	39
РОЗДІЛ 3. РОЗВИТОК ДІЯЛЬНОСТІ ВІТЧИЗНЯНИХ ЕМІТЕНТІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ НА ЗАРУБІЖНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ .....	51
3.1. Економічні передумови для здійснення діяльності вітчизняних емітентів ЦП на зарубіжних фондових ринках.....	51
3.2. Оцінка потенційної можливості провадження механізму емісії українських депозитарних розписок на акції іноземних емітентів .....	58
3.3. Оцінка потенційної можливості дозволу українським інвесторам участі в торгівлі цінними паперами українських емітентів на зарубіжних фондових ринках .....	64
ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ .....	76
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ .....	78
ДОДАТКИ .....	84

## ВСТУП

**Актуальність дослідження.** Фондовий ринок - це важливий елемент всієї економічної системи України. Він виконує низку специфічних функцій в економічній політиці країни. На сьогодні перед нашою державою стоїть низка ключових завдань, які слід вирішити, а такий інфраструктурний елемент, як фондовий ринок може вагомо полегшити їх розв'язання. Адже сталий розвиток фондового ринку може забезпечити стійке економічне зростання за допомогою залучення інвестиційних ресурсів у реальний сектор економіки, сприяти трансформації заощаджень населення та підприємств в інвестиції, а також інтеграції у світове фінансове середовище.

Український фондовий ринок сьогодні значно відстає у своєму розвитку від фондових площадок промислово розвинутих країн. Це не дає йому змоги ефективно виконувати свої основні функції.

Так як український фондовий ринок зараз працює в умовах економічної та політичної нестабільності, то одним із актуальних питань є обґрунтування теоретичних основ виходу вітчизняних емітентів на зарубіжні фондові ринки. За таких умов виникає необхідним проведення комплексного аналізу та тенденцій функціонування вітчизняних емітентів на зарубіжних фондових ринках. Тому дослідження основних проблем діяльності вітчизняних емітентів на зарубіжних фондових ринках, а також пошук способів їх вирішення є дуже актуальними.

Проблематиці розвитку та функціонування ринку цінних паперів та діяльності вітчизняних емітентів на зарубіжних фондових ринках присвячено чимало наукових праць. Серед дослідників варто відмітити Посполітак В.В [4], Доронін І.Г., Семилютіна Н.Г. [5] Нерсесов Н.О [6] Войнаренко М.П. [11] Миколишин М. М. [15] та ін.

Водночас сфера дослідження діяльності вітчизняних емітентів на зарубіжних фондових ринках лишається актуальною для науковців.

**Метою роботи** є розробка напрямків удосконалення діяльності вітчизняних емітентів на зарубіжних фондових ринках.

Відповідно до мети було визначено наступні **завдання**:

- дослідити сутність та види цінних паперів (далі - ЦП);
- проаналізувати поняття боргові ЦП українських емітентів та особливості їх розміщення на зарубіжних фондових ринках;
- охарактеризувати пайові ЦП українських емітентів та їх розміщення на зарубіжних фондових ринках;
- дослідити регулювання діяльності емітентів ЦП на зарубіжних фондових ринках;
- провести аналіз боргових ЦП вітчизняних емітентів та результатів їх розміщення на зарубіжних фондових ринках;
- здійснити аналіз пайових ЦП вітчизняних емітентів та результатів їх розміщення на зарубіжних фондових ринках;
- охарактеризувати економічні передумови для здійснення діяльності вітчизняних емітентів ЦП на зарубіжних фондових ринках;
- надати оцінку потенційної можливості провадження механізму емісії українських депозитарних розписок на акції іноземних емітентів;
- провести оцінку потенційної можливості дозволу українським інвесторам участі в торгівлі ЦП українських емітентів на зарубіжних фондових ринках.

**Об'єктом дослідження** є процес діяльності вітчизняних емітентів на зарубіжному фондовому ринку.

**Предметом дослідження** є теоретичні засади діяльності емітентів цінних паперів та особливості їх операцій на зарубіжних ринках.

**Методи дослідження.** У дослідженні було використано загальнонаукові й спеціальні методи пізнання правових явищ. Формально-логічні та структурно-аналітичні методи було використано для виокремлення найважливіших перешкод розвитку ринку цінних паперів, виокремлено її загальну характеристику та зміст. Для вирішення поставлених у роботі задач

також було застосовано діалектичний метод наукового пізнання, аналізу і синтезу та системного узагальнення.

**Наукова новизна** одержаних результатів полягає у наступному: розвиток ринку IPO в Україні може посприяти здійсненню «народних» приватизаційних IPO із продажем певного відсотку IPO акцій виключно населенню. Прийняття змін до Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України створить стимули для збільшення обсягу пропозицій.

**Практичне значення одержаних результатів.** Одержані результати можуть бути використаними Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку при прийнятті змін до Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України і створять стимули для збільшення обсягу пропозицій. Таким чином будуть створені нові можливості для бізнесу, скоротиться дефіцит якісних фінансових інструментів.

**Особистий внесок магістра.** Випускна кваліфікаційна робота є самостійним завершеним дослідженням автора

**Публікації.** Крупський Т.В. Діяльність українських емітентів цінних паперів на зарубіжних фондових ринках // «Стратегії розвитку фінансового ринку України»: зб. наук. С 46 студ. денної форми навчання / відп. ред. Н.П.Шульга – Київ: Київ. нац. торг.–екон. ун-т, 2018. – 366 с.

**Обсяг та структура роботи.** Робота складається з 3 розділів, вступу, висновків, списку використаних джерел та додатків. Обсяг роботи складає 77 сторінок. В роботі представлено 5 таблиць, 14 рисунків, 3 додатки та використано 59 наукових джерел.

# РОЗДІЛ 1

## ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДІЯЛЬНОСТІ ЕМІТЕНТІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ОСОБЛИВОСТІ ЇХ ОПЕРАЦІЙ НА ЗАРУБІЖНИХ РИНКАХ

### 1.1. Сутність та види цінних паперів

Перехід України до ринкової економіки, розширення виробництва як невеликих підприємств, так і транснаціональних корпорацій, поступово продовжує стимулювати інтенсивність цивільно-правового обігу цінних паперів, розширює набір фінансових інструментів цивільних відносин, сприяючи розвитку ринку цінних паперів та появі його професійних учасників.

Легальне визначення цінних паперів нині закріплено у цілій низці нормативно-правових актів. Так відповідно до ст. 194 Цивільний кодекс (далі – ЦК) цінним папером є документ встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право і визначає взаємовідносини між особою, яка його випустила (видала), і власником та передбачає виконання зобов'язань згідно з умовами його випуску, а також можливість передачі прав, що впливають з цього документа, іншим особам [1].

Згідно з ч. 1 ст. 163 Господарського кодексу (далі – ГК) цінним папером є документ встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчує грошове або інше майнове право і визначає відносини між суб'єктом господарювання, який його випустив (видав), і власником та передбачає виконання зобов'язань згідно з умовами його випуску, а також можливість передачі прав, що впливають з цього документа, іншим особам. При цьому відповідно до ч. 7 ст. 139 ГК цінні папери є особливим видом майна суб'єктів господарювання [2].

В Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» в редакції від 18.02.2018 р. № 692-VI цінні папери - документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передачі прав, що випливають із цих документів, іншим особам [3].

Не зважаючи на відносне співпадіння наведених визначень слід зазначити, що у ст. 163 ГК закладено суттєву відмінність: право випуску (видання) цінного паперу визнається за суб'єктом господарювання. Це важливо, оскільки відповідно до ч. 4 ст. 163 ГК правовий режим цінних паперів визначається цим Кодексом та іншими законами. Тобто, пріоритет визнається за ГК, хоча подальший розвиток законодавства свідчить про інше[2]. У ЦК і Законі «Про цінні папери і фондовий ринок» [3] на цю обставину увага не звертається, хоча стосовно емісійних цінних паперів за абз. 2 ч. 2 ст. 2 Закону емітентом може бути юридична особа, міські ради, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади, яка від свого імені розміщує емісійні цінні папери та бере на себе зобов'язання щодо них перед їх власниками. Тобто йдеться не тільки про суб'єктів господарювання. Залишається, однак, питання про можливість випуску (видання) цінного паперу фізичною особою. ГК цього не допускає, Закон також не допускає цього стосовно емісійних цінних паперів, проте нічого не зазначає щодо неемісійних цінних паперів, а ЦК – взагалі це питання не коментує. За ч. 2 ст. 195 ЦК види цінних паперів та порядок їх обігу встановлюються законом[1].

Виходячи з наведених визначень, можна виділити ряд ознак, властивих для цінних паперів. Так, на підставі аналізу положень ч. 1 ст. 194 ЦК України Посполітак В.В. вважає, що для будь-якого цінного паперу характерними є такі ознаки:

- 1) цінним папером є документ;

- 2) документ має бути встановленої форми;
- 3) документ має містити відповідні реквізити;
- 4) документ має посвідчувати грошове або інше майнове право, яке визначає взаємовідносини між особою, яка його випустила (видала), і власником;
- 5) документ передбачає виконання зобов'язань згідно з умовами його випуску (видачі),
- 6) документ передбачає можливість передачі прав, що впливають з нього, іншим особам [4].

Цінний папір - втілення абстрактного майнового права, яке може передаватися від однієї особи до іншого за допомогою передачі самого цінного паперу [5, с. 4]. Цінний папір сам по собі не має цінності (не враховуючи вартості паперу з якого він зроблений та витрат на його випуск) і стає цінним лише завдяки праву, що в ньому виражене [6, с. 140].

Сутність цінного паперу полягає в особливому правовому зв'язку між правом на цінний папір (як на документ) та правом з цінного паперу (можливість реалізувати сукупність прав, посвідчених таким документом) [7, с. 242].

З правом на цінний папір нерозривно пов'язано право з цінного паперу, яке уособлює в собі грошове, інше майнове право, а у випадках визначених законом і немайнове право. Гостюк В.І. у своєму дослідженні відзначає, що система прав, що можуть бути посвідчені цінними паперами включає окремо або в сукупності, зобов'язальні і членські (управлінські) права [8,с.4].

Набуття права на цінний папір як документ обумовлює набуття і прав з цього цінного паперу, однак можливість реалізації прав з цінного паперу може потребувати вчинення додаткових формальних процедур [9].

Отже, проблема універсального визначення поняття та правової природи цінних паперів стосується не тільки української правової науки. В табл. 1 (Додаток А) М.М. Агарков вказував на цілу низку теорій (доктрин) цінного паперу, серед яких він виділив такі:



1) німецька доктрина, започаткована Бруннером (Brunner) і розвинена пізніше Е. Якобі (E. Jacobi), яка дозволила об'єднати в одному понятті всю різноманітність окремих видів цінних паперів;

2) італійська доктрина, представлена насамперед Віванте (Cesare Vivante), визначення цінного паперу яким у цілому збігається з визначенням Якобі, з тим, однак, що Vivante звужував його шляхом введення ознаки автономності й літтеральності права, вираженого в папері й, таким чином, виключав з нього так зване *Rektarapriere* (іменний цінний папір), що є у Німеччині;

3) французька доктрина, представлена Талером (Thaller) та іншими вченими, яка традиційно розрізняє два види цінних паперів – *valeurs mobilières* и *effets de commerce*;

4) доктрина Англії та США, у праві яких немає поняття цінного паперу. Проте їм притаманне узагальнення положень, що стосуються окремих видів цінних паперів. Результатом такого узагальнення в англо-американській юриспруденції є поняття оборотного документа (*negotiable instrument*). Оборотним документом вважається пред'явницький або ордерний папір, що надає своєму добросовісному власникові право на одержання платежу, вільне від недоліків у праві його попередників [9, с. 183].

Отже, як бачимо, у наведених визначеннях наголошено на тому, що цінні папери – це, насамперед, фінансові активи, а вже потім – документи, які опосередковують економічні відносини. Однак цінні папери – цілком реальна економічна категорія, яка є втіленням практичної діяльності суб'єктів попиту на цінні папери та суб'єктів пропозиції цінних паперів, що є учасниками ринку цінних паперів.

Тип цінних паперів об'єднує в собі різні види та різновиди цінних паперів поєднаних між собою певною ознакою. О. Юлдашев залежно від критеріїв класифікації поділяє цінні папери на кілька груп [10]. Так, доктрина континентальної системи права поділяє цінні папери на підставі природи прав, що вони оформляють, на такі групи:

- грошові цінні папери (векселі, чеки, облігації тощо), в яких виражено право вимоги визначеної грошової суми;
- цінні папери участі (акції та їх різновиди), в яких виражено право участі в акціонерному товаристві або іншому господарчому товаристві;
- товарні цінні папери (коносамент, делівері ордер, варрант та ін.), в яких виражено право на товар.

М. Войнаренко, С. Мошенський, Н. Пономарьова цінні папери поділяють на такі групи, як: пайові, боргові, похідні та приватизаційні [11].

До пайових цінних паперів належать: акції, інвестиційні сертифікати, сертифікати ФОН, за якими емітент не несе зобов'язання повернути кошти, інвестовані в його діяльність, але які засвідчують його участь у статутному капіталі, надають їх власникам право на участь в управлінні підприємством, одержання частини прибутку у вигляді дивідендів та частини майна при ліквідації емітента.

До боргових цінних паперів належать: облігації, державні казначейські зобов'язання, ощадні (депозитні) сертифікати, векселі тощо, за якими емітент несе зобов'язання повернути у визначений термін кошти, інвестовані у його діяльність; вони не надають їх власникам права на участь в управлінні емітента.

До похідних цінних паперів належать: опціони, включаючи фондові варранти, ф'ючерсні контракти, депозитарні свідоцтва (розписки) тощо. Вони засвідчують зобов'язання щодо прав власності, внаслідок виконання яких відбувається перехід права власності на базовий актив та/або проводяться розрахунки на підставі ціни базового активу. Базовим активом можуть бути товари, сировина, фінансові та кредитні інструменти, валютні цінності.

Приватизаційні папери - документи, які засвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового та земельного фонду.

В. Щербина [12] виділяє додатковий тип – товаророзпорядчі цінні папери, які надають їхньому держателю право розпоряджатися майном,

вказаним у цих документах. Такими є коносамент, складські свідоцтва. Коносамент – це товаророзпорядчий документ, який підтверджує наявність і зміст договору морського перевезення вантажу.

Отже, цінний папір являє собою документ, який відображає пов'язані з ним майнові права, а також може бути самостійним предметом обігу на ринку та бути об'єктом купівлі-продажу та інших угод. Цінний папір є джерелом одержання регулярного чи одноразового прибутку та виступає різновидом грошового капіталу. Цінні папери класифікуються за рядом ознак, які визначають як спосіб вираження прав, так і метод відображення операцій з ними в бухгалтерському обліку. Проаналізувавши підходи до класифікації цінних паперів різних авторів, спостерігається застосування значної кількості ознак, відповідно до яких виділяють понад 140 видів.

## **1.2. Боргові цінні папери українських емітентів та їх розміщення на зарубіжних фондових ринках**

Із поступовим розвитком фондового ринку України зростає і науковий інтерес до специфічних видів боргових цінних паперів (далі - БЦП), які набули популярності серед суб'єктів господарювання. Серед них - єврооблігації [14-16], цільові облігації [18;19], іпотечні облігації [20].

Розглядаючи сутність боргових цінних паперів, необхідно звернути увагу на основні види даних документів, визначених вітчизняним законодавством. Так, згідно з Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» до боргових цінних паперів відносяться: облігації підприємств; державні облігації України; облігації місцевих позик; казначейські зобов'язання України; ощадні (депозитні) сертифікати; векселі [3].

Державні облігації вважаються надійними цінними паперами, оскільки держава гарантує їх погашення, і тому користуються попитом. Існує значна

кількість видів державних облигацій. Залежно від порядку обігу на фінансовому ринку державні облигації поділяють на ринкові, котрі вільно продаються на ринку, та неринкові, які не підлягають відкритому продажу.

Так, Казначейство США випускає ринкові облигації та неринкові ощадні облигації федерального уряду (savings bonds). За формою виплати доходу державні облигації поділяють на:

- процентні (дохід за цінним папером установлюється у відсотках до його номінальної вартості);
- дисконтні (державні цінні папери реалізуються за ціною, нижчою від їх номінальної вартості, а погашаються за номінальною вартістю);
- виграшні (дохід отримують власники облигацій, які в результаті проведення тиражу виявилися виграшними);
- безпроцентні/цільові (не передбачають виплату доходів, але гарантують одержання товару, на який не задовольняється попит на ринку);
- безпрограшні (випускаються за умови, що протягом строку дії позики виграшними будуть усі облигації);
- процентно-виграшні (виплачується частина доходу по купонах, а інша частина – у формі виграшів). [18]

Варто зазначити, що на практиці для кожної країни характерна певна специфіка стосовно визначення умов емісії та розповсюдження державних облигацій, яка зумовлюється історичними особливостями, рівнем економічного розвитку країни та фінансового ринку, політичною ситуацією тощо.

Тому, наприклад, у Великобританії державні облигації gilts, згідно з критерієм умов емісії, виплати відсотків і погашення поділяють на:

- звичайні (conventional gilts);
- індексовані (index-linked gilts);
- з подвійною датою погашення (double-dated gilts);
- без дати погашення (undated gilts);
- облигації з відривними купонами (gilt strips). [18]

Державні облігації класифікують також за терміном обігу. Згідно з українською класифікацією, вони бувають: короткострокові (з терміном обігу до одного року); середньострокові (від одного до п'яти років) та довгострокові (понад п'ять років).

Окрім державних облігацій, у зарубіжних країнах активно використовуються й інші боргові державні цінні папери, наприклад казначейські векселі чи ощадні сертифікати. Досвід зарубіжних країн стосовно здійснення позик із застосуванням державних цінних паперів може бути корисним для України під час розроблення її боргової стратегії та заходів із реструктуризації державного боргу. Зокрема, його слід брати до уваги під час розширення інструментарію державних цінних паперів; для стимулювання інвестиційної активності населення; для забезпечення посилення інвестиційної спрямованості державних облігацій, надавши їм чітке цільове призначення. [19]

Традиційно ринок боргових цінних паперів поділяють на первинний та вторинний. Так, на первинному відбувається розміщення нових емісій, а вторинний ринок лише перерозподіляє фінансові вимоги, термін платежу за якими ще не настав, від одного кредитора до іншого [19, с. 318].

Основними державними борговими цінними паперами, які випускаються урядом України, є:

- облігації внутрішньої державної позики (ОВДП);
- облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП);
- казначейські зобов'язання.

За даними Ж.Гарбар, у 1995 р. уперше в незалежній Україні було здійснено розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) за їх номінальною вартістю на суму 293,8 млн. грн. Зазначені ОВДП були відсотковими та передбачали щоквартальну сплату відсотків (у межах 63–145% річних), випускалися в електронній формі з терміном погашення три, шість і дев'ять місяців. [19]

Окрім ОВДП, урядом України регулярно здійснюється випуск

облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП). Згідно з вітчизняним законодавством, ОЗДП України – це державні боргові цінні папери, які розміщуються на міжнародних фондових ринках та підтверджують зобов'язання України відшкодувати їх пред'явникам номінальну вартість цих цінних паперів із виплатою доходу відповідно до умов випуску. Рішення щодо умов випуску та розміщення ОЗДП приймається з дотриманням норм та вимог Бюджетного кодексу України [20].

Умови випуску ОЗДП, що включають вид запозичення, його відсоткову ставку, валюту та строк, затверджує Кабінет Міністрів України відповідними постановами. У глобальному аспекті зовнішні державні облігації є одним із видів міжнародних облігацій.

Останні являють собою облігації, які розміщуються на міжнародному фінансовому ринку. Емітентами міжнародних облігацій, окрім урядів суверенних держав, можуть виступати наднаціональні інституції, транснаціональні корпорації тощо. На ринку міжнародних облігацій обертаються такі основні види фінансових інструментів: іноземні облігації, єврооблігації та глобальні облігації. Іноземні облігації емітують позичальники-нерезиденти на внутрішньому ринку облігацій у валюті даного ринку. [21]

Єврооблігації - це боргові цінні папери, номіновані в валюті відмінній від валюти країни-емітента та розміщуються синдикатом андеррайтерів серед іноземних інвесторів, для яких така валюта, як правило, є також іноземною [20, с. 317]. На думку О. Вовчак перевагою єврооблігацій для емітента є їх розміщення одночасно на кількох ринках, що розширює коло потенційних інвесторів суб'єкта господарювання і, відповідно, знижує плату за акумульовані фінансові ресурси.

Ключові відмінності такого інструменту, як єврооблігації, полягають у тому, що вони:

- розміщуються міжнародним синдикатом;
- доступні відразу ж після емісії інвесторам кількох країн;

– їхній обіг перебуває поза законодавством окремо взятої країни.

[21]

Саме ці відмінності спричиняють важливість єврооблігацій для залучення іноземних інвестицій.

Для компаній, що є емітентами єврооблігацій, виділяють ряд переваг цього виду цінних паперів перед іншими, зокрема це:

1) високий рівень надійності (угоди купівлі-продажу здійснюються відповідно до схеми «поставка проти платежу»);

2) довготерміновий термін погашення (дає змогу отримати фінансові ресурси на тривалий термін, що є вигідним для великих інвестиційних проектів);

3) обсяги запозичень більші, ніж у корпоративних облігацій (можливість залучення капіталу за рахунок випуску єврооблігацій значно перевищує можливості запозичень на національному ринку боргових цінних паперів);

4) можливість управління боргом (реалізується за рахунок купівлі-продажу цінних паперів через вторинний ринок);

5) можливість зниження ставки процента (високий рівень диверсифікації інвесторів дає змогу знизити рівень процентних ставок в середньому на 1%);

6) присвоєння компанії певного рейтингу (своєчасність виконання зобов'язань за єврооблігаціями, економічна оцінка загального стану компанії провідними світовими агентствами забезпечують позитивний імідж організації, що надає ряд переваг, наприклад, можливість отримати гудвіл)  
[22].

Незважаючи на ряд переваг порівняно з іншими видами облігацій, єврооблігаціям притаманні і певні недоліки, що впливають на рішення вітчизняних підприємств щодо випуску даних цінних паперів. Таким недоліками передусім є високі вимоги, що ставляться до емітентів єврооблігацій, щодо ведення звітності, прозорості структури компанії-

емітента, залежність від стану глобального (світового) ринку капіталу. За даними О. Шуби випуск єврооблігацій призводить до виникнення певних витрат, а саме до:

1) витрат часу, що пов'язані з виходом на міжнародний ринок (передусім це пояснюється вимогами щодо прозорості структури підприємства, забезпечення якої вимагає як юридичної, так і організаційної роботи);

2) витрат, що пов'язані із форс-мажорними обставинами (можливе виникнення кризових ситуацій у діяльності підприємства зумовлює необхідність розробки плану дій щодо різних варіантів розвитку подій). Глобальні облігації – це високонадійні середньо- чи довгострокові боргові цінні папери, що одночасно розміщуються на провідних фінансових ринках різних країн. В Україні впродовж останніх років активно та регулярно здійснюються випуски єврооблігацій. [22]

С. Глущенко зазначає, що ринок українських єврооблігацій на сьогоднішній день розвивається досить динамічно: зростає число емітентів, збільшуються обсяги емісій. Проте, приймаючи рішення про вихід на міжнародний фінансовий ринок державі, муніципалітетам та суб'єктам господарської діяльності варто приймати до уваги ряд недоліків такого роду залучення фінансових ресурсів та зважено підходити до використання можливостей даного ринку.

В той же час розвиток вітчизняного ринку єврооблігацій уповільнюється недосконалістю законодавчої бази України, негативним впливом на економіку наслідків фінансової кризи та нестабільністю економічної кон'юнктури. Тому у контексті інтеграції вітчизняного ринку боргових цінних паперів до міжнародного фондового ринку необхідним є здійснення наступних заходів:

- стимулювання випуску єврооблігацій українськими емітентами;
- впровадження механізму гарантування захисту інвестиційних інтересів власників єврооблігацій. [23]



Таким чином, реалізація зазначених заходів сприятиме більш ефективному функціонуванню вітчизняного ринку єврооблігацій та дасть новий поштовх для його розвитку.

Як і у випадку з випуском єврооблігацій, українські емітенти змушені використовувати опосередковані структури емісії, що також відомі як ноти участі у кредиті (LPN – Loan participation notes). Така необхідність виникає у зв'язку із законодавчими обмеженнями, зокрема: можливістю емітувати цінні папери лише в національній валюті, необхідністю отримувати дозвіл Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку на розміщення цінних паперів на зовнішніх ринках і деякі інші. Загалом структура LPN є доволі зрозумілою та надає податкові та юридичні переваги як для емітента, так і для інвестора [24].

Ноти участі в кредиті (LPN, Loan Participation Note) - борговий цінний папір, одна з можливих структур випуску єврооблігацій, що дозволяє інвесторам придбати частки в виданому позичальникові кредиту або кредитному портфелі. Кредит надає емітент нот - спеціально створена компанія (SPV, Special Purpose Vehicle). На відміну від кредитних нот, кредитна подія або випадок дефолту по LPN прив'язана до даної конкретної позичкою, а не до кредитних подій самого позичальника. Власники LPN беруть участь на пропорційній основі в отриманні відсотків і основних платежів по кредиту.

Багато єврооблігації обертаються на позабіржовому ринку, їх емітентам не потрібно дотримуватися суворих правил біржових майданчиків. Разом з тим одним з механізмів пропозиції облігацій широкого кола інвесторів залишається їх лістинг на фондовій біржі. За даними Бондарчук І. В. для єврооблігацій найбільш популярною залишається Лондонська фондова біржа. Лондонська фондова біржа (London Stock Exchange, далі ЛФБ), не пред'являє будь-яких вимог до юрисдикціональної приналежності емітентів, охочих отримати доступ до лістингу на біржі. На ЛФБ можуть розміщуватися не тільки компанії, зареєстровані на території Великобританії, але і компанії,

зареєстровані в інших юрисдикціях. Так, наприклад, емітенти з США часто прагнуть розміститися на ЛФБ, використовуючи для цього можливість, надані їм федеральними правилами S (Regulation S), які встановлюють, що компанії - резиденти США не зобов'язані дотримуватися вимог щодо розкриття інформації щодо них як емітентів цінних паперів, якщо вони планують розміщувати цінні папери за допомогою так званої офшорної трансакції (offshore transaction) [25]

Лістинг на ЛФБ, безумовно, надає широкі можливості для реалізації єврооблігацій, особливо з метою залучення інвесторів з числа організацій і компаній, які в силу різних причин не можуть купувати цінні папери поза фондовою біржою. До таких належать банки, пенсійні фонди, страхові компанії та інші, які, як правило, володіють статусом кваліфікованих інвесторів.

Міжнародні позикові інструменти можуть приймати різну форму. Крім класичних євробондів існують також LPN (loan participation note, LPN) і CLN (credit linked note, CLN). [25] Незважаючи на приналежність до одного і того ж класу, це два різних інструменти за своєю суттю. LPN як документ, який свідчить про право вимоги щодо деякої частини позики (або серії позик), являє собою свого роду розписку, що підтверджує участь в позиковому процесі. Як правило, між набувачем LPN і позичальником з первинного займу немає юридичних відносин, прав і обов'язків. При цьому первинний позика може бути забезпечений або незабезпечений.

Що стосується CLN, то це досить складний інструмент, вид фінансового (кредитного) деривативу, як звичайно структурованого у вигляді позики з елементом свопу (credit default swap), що дозволяє емітенту CLN передати відповідний ризик (або ризики) третім особам - «кредитним інвесторам». У разі дефолту з боку первинного позичальника кредитор не повертає свій борг по CLN кредитним інвесторам. CLN відноситься до групи «сек'юритизованих» інструментів. Бондарчук вважає, що існують різні види CLN; вони використовуються банками, інвестиційними фондами - часто в

обставинах, коли ці установи в силу будь-яких причин не можуть брати участь в класичному credit default swap (кредитний дефолтний своп). Слід зазначити, що за своїми характеристиками CLN ближче до категорії саме цих (credit default swap) інструментів і нерідко порівнюється з ними. [25]

Таким чином, CLN випускаються спеціальними трастами або SPV, завдання яких полягає не в тому, щоб взяти на себе кредитний ризик, а в тому, щоб передати його кредитним інвесторам. Таким чином, SPV бере на себе зобов'язання виплачувати відсотки і в кінці відповідного терміну погасити основну заборгованість інвесторам цілком, тільки якщо не виникне ситуація дефолту.

### **1.3. Пайові цінні папери українських емітентів та їх розміщення на зарубіжних фондових ринках**

Пайові цінні папери являють собою цінні папери, які посвідчують участь їх власника у статутному капіталі, надають власнику право на участь в управлінні емітентом і отримання частини прибутку, зокрема у вигляді дивідендів, та частини майна у разі ліквідації емітента. Згідно Закону України про цінні папери і фондовий ринок [3], до пайових цінних паперів відносяться:

- акції;
- інвестиційні сертифікати;
- сертифікати ФОН;
- депозитарні розписки.

Визначення поняття «акція» міститься в ч. 1 ст. 6 Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок», згідно з якою акція – це іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, у тому числі право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на

отримання частини майна акціонерного товариства в разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України (ЦК України) та законом, що регулює питання створення, діяльності й припинення акціонерних товариств[3].

Сьогодні в Україні дозволений випуск лише іменних акцій. Такий висновок можна зробити на підставі аналізу норм ст. 6 Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок» [3], у якій сказано, що акція – це іменний цінний папір (ч. 1 ст. 6), акціонерне товариство розміщує лише іменні акції (п. 1 ч. 4 ст. 6).

Основною класифікацією акцій у юридичній літературі є їх поділ на прості (common shares) та привілейовані (preferred shares). Проста акція надає її власникові класичну тріаду прав (на отримання дивідендів, на отримання частки під час ліквідації товариства та на управління акціонерним товариством), тобто «набір прав, що є тим мінімумом, яким може володіти кожний акціонер» [26, с. 27].

Отже, одна проста акція – це мінімальний набір прав, яким може володіти акціонер. Від кількості акцій, що належать одному акціонеру, залежить також обсяг прав, який він отримує: чим більше акцій, тим більше прав. Поява привілейованих акцій пов'язана з намаганням акціонерних товариств отримати додаткові засоби до статутного капіталу, надаючи водночас таким акціонерам мінімальну можливість особистої участі в управлінні товариством. Випуск привілейованих акцій дає можливість залучати засоби та не допускати сторонніх осіб до управління.

У ч. 8 ст. 6 Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок» зазначено: «Привілейовані акції надають їх власникам переважні стосовно власників простих акцій права на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та на отримання частини майна акціонерного товариства в разі його ліквідації, а також надають права на участь в управлінні акціонерним товариством у випадках, передбачених статутом і

законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств» [3].

Поняття депозитарної розписки може визначатися як категорія цивільного права та економічна категорія. У розумінні економічної категорії депозитарна розписка являє собою розписку іноземного банку депозитарія про те, що в країні емітента на рахунках локального банку - зберігача знаходиться знерухомлений пакет акцій, який і є забезпеченням даних депозитарних розписок [4, с. 25].

Депозитарна розписка (depository receipt) – це сертифікат, який випускають депозитарні банки США або Західної Європи. Він засвідчує володіння іноземними цінними паперами, які, своєю чергою, емітовані на внутрішньому ринку відповідної країни у вигляді простих акцій, тобто іноземний інвестор дістає можливість стати власником акцій будь-якої країни, отримавши на них розписки. [26]

У загальному розумінні депозитарна розписка (ДР) – це цінний папір, що має вторинний (похідний) характер і випускається авторитетним депозитарним банком у формі сертифіката на акції іноземного емітента. ДР, як правило, номіновані в доларах США або в Євро, хоча існують приклади випуску акцій у деяких інших країнах, включаючи Гонконг і Японію.

Депозитарні розписки можуть бути глобальними (Global Depository Receipt – GDR), європейськими (European Depository Receipts – EDR) та американськими (American Depository Receipt – ADR). Випуск та обіг ADR регулюються в США законами «Про цінні папери» – 1933р. (Glass-Steagall Act), «Про обмін цінними паперами» – 1934р. та з 1955р. правилами SEC (Комісії по цінним паперам та біржам) Rule 144A. Саме ADR є найпривабливішими для українських емітентів, бо стали універсальним інструментом, що полегшує рух капіталу і його доступ до цінних паперів емітентів, під які ці розписки випущено. [26]

Випуск депозитарних розписок забезпечує переваги як компаніям, що прагнуть вийти на фондовий ринок зарубіжної країни, так і для інвесторів у

цій країні. АДР та ГДР широко використовуються при інвестуванні у ринки, що розвиваються чи виникають, наприклад – України. Великі українські компанії намагаються вийти на західний фондовий ринок, і, передусім, американський. Процедура допуску акцій іноземних компаній на ринок США доволі складна. Тому в багатьох випадках у США обертаються не акції іноземних компаній, а американські депозитарні розписки (ADR).

За даними Качаліної Т., та Мозжухова О. існує чотири види ADR, які відрізняються між собою за строгістю вимог, що пред'являються законодавством США до випуску цінних паперів. Відповідно, чим менш “вимогливий” випуск, тим меншим є обсяг інвестицій, на які може розраховувати емітент. Це такі програми:

1. Програма ADR першого рівня представляє собою найпростіший спосіб виходу на американський ринок. Вона передбачає обіг депозитарних розписок на позабіржовому ринку, тому компанії не потрібно проходити лістинг (спеціальні процедури для допуску її цінних паперів для обігу на біржі). ADR першого рівня торгуються також в електронній системі торгів. Взагалі вимоги законодавства до випуску депозитарних розписок цього рівня найменші. Зокрема, звітність емітента може бути складена за стандартами країни походження компанії (але перекладена на англійську мову). Таким чином, основною вимогою SEC до емітента в рамках ADR першого рівня є дотримання ним законодавства своєї країни.

Депозитарні розписки першого рівня випускаються лише на акції, що знаходяться в обігу на вторинному ринку країни емітента. Вартість програми ADR першого рівня порівняно невелика - від 20 тис. доларів до 50 тис. доларів США. Однак надійність цих розписок вважається невисокою, тому вони не завжди є привабливим інструментом для стабільних інвестицій. У кількісному відношенні більшість програм ADR припадає на розписки першого рівня, однак у грошовому виразі вони займають не більше 5 відсотків всього ринку ADR. Програма ADR першого рівня може бути згодом підвищена до другого і третього рівнів.

2. До програми ADR другого рівня Комісія з цінних паперів і фондових бірж США пред'являє більш жорсткі вимоги. Фінансова звітність емітента за три останні роки повинна, по суті, відповідати вимогам US GAAP. Під час реєстрації випуску від емітента вимагається надати дві спеціальні реєстраційні форми. Крім того, він повинен буде представляти свої річні і проміжні звіти. Депозитарні розписки другого рівня знаходяться в обігу на трьох основних фондових майданчиках США. Це - Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), Американська фондова біржа (AMEX) і NASDAQ - електронна система торгівлі акціями високотехнологічних компаній. Вартість програми ADR другого рівня складає від 200 тис. до 500 тис. доларів.

3. Ще одним видом американських депозитарних розписок є ADR "за правилом 144A". Такі розписки використовуються при приватних розміщеннях і не вимагають реєстрації в SEC. Програма ADR цього рівня передбачає обіг розписок протягом двох років серед крупних інституційних інвесторів. Це можуть бути банки, страхові або інвестиційні компанії. Ця програма по популярна серед іноземних емітентів, оскільки передбачає мінімальні вимоги під час реєстрації і поданні звітності. ADR "за правилом 144A" обертаються в електронній системі PORTAL. Витрати на реалізацію цієї програми складають від 100 тис. до 400 тис. доларів США.

4. ADR третього рівня готуються для акцій нового випуску. Вимоги до цієї програми є найбільш серйозними. Під час її реєстрації емітент, крім форм, передбачених програмою другого рівня, представляє ще один документ - проспект емісії. У ньому, зокрема, мають бути відомості про план розміщення акцій, використання інвестицій, фактори ризику, співвідношення прибутку і фіксованих витрат та ін. Фінансова звітність емітента повинна бути складена повністю відповідно до вимог US GAAP. ADR третього рівня котируються на NYSE, AMEX і в системі NASDAQ. Вартість програми ADR третього рівня складає від 300 тис. до 500 тис. доларів США. [27]

Крім ADR вітчизняні емітенти корпоративних прав можуть їх розміщувати шляхом випуску й інших депозитарних розписок, які перебувають в обігу таких світових фондових бірж [26]:

- Лондонська фондова біржа (LSE) є найбільшою в Європі;
- альтернативний інвестиційний ринок (AIM) призначений для молодих, інноваційних, швидко зростаючих компаній. Умови для проходження лістингу на AIM досить гнучкі. Зокрема, не існує обов'язкових вимог до мінімального розміру активів емітента чи кількості акцій у публічному обігу;
- Варшавська фондова біржа є однією з найбільших у Центральній та Східній Європі;
- Франкфуртська фондова біржа (FWB) – найбільша німецька і одна з найкрупніших світових бірж;
- Нью-Йоркська фондова біржа є найбільшою у світі за кількістю учасників.

Отже, депозитарні розписки дозволяють подолати державні кордони та законодавчі перешкоди і можуть розглядатись як ефективний інструмент для інвестора іноземних активів. Проте, необхідно підкреслити, що крім традиційного ризику, який супроводжує будь-які інвестиції в цінні папери, купівля депозитарних розписок може бути пов'язана з такими видами ризику, як ризик країни та валютний.



## РОЗДІЛ 2

### АНАЛІЗ ДІЯЛЬНОСТІ ВІТЧИЗНЯНИХ ЕМІТЕНТІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ НА ЗАРУБІЖНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ

#### 2.1. Регулювання діяльності емітентів цінних паперів на зарубіжних фондових ринках

Найголовнішим елементом розвитку ринку цінних паперів є законодавчо-правове регулювання, яке забезпечує загальнообов'язковий регулятивний вплив на діяльність і поведінку всіх учасників ринку цінних паперів. Цей елемент утворює необхідний нормативно правовий базис, на якому учасники ринкових взаємовідносин, у тому числі держава та її уповноважені органи, реалізують свої права, інтереси, обов'язки і повноваження.

Державне регулювання ринку цінних паперів – здійснення державою комплексних заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та їх похідних та їх запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері [28]. Державне регулювання ринку цінних паперів здійснюється з метою:

- реалізації єдиної державної політики у сфері випуску та обігу цінних паперів та їх похідних;
- створення умов для ефективної мобілізації та розміщення учасниками ринку цінних паперів фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства;
- одержання учасниками ринку цінних паперів інформації про умови випуску та обігу цінних паперів фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства;
- одержання учасниками ринку цінних паперів інформації про умови випуску та обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської

діяльності емітентів, обсяги і характер угод з цінними паперами та іншої інформації, що впливає на формування цін на ринку цінних паперів;

– забезпечення рівних можливостей для доступу емітентів, інвесторів і посередників на ринок цінних паперів; гарантування прав власності на цінні папери;

– захист прав учасників фондового ринку; інтеграція у європейський та світовий фондові ринки;

– дотримання учасниками цінних паперів вимог актів законодавства;

– запобігання монополізації та створення умов розвитку добросовісної конкуренції на ринку цінних паперів контролю та прозорістю ринку цінних паперів. [3]

На сьогодні державне регулювання ринку цінних паперів в Україні здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів у межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством.

Основні завдання Комісії України в частині регулювання діяльності емітентів цінних паперів:

– реєстрація всіх випусків акцій, облігацій підприємств, облігацій внутрішньої місцевої позики, фінансових інструментів ринку цінних паперів, похідних;

– встановлення вимог та стандартів щодо таких випусків та здійснення контролю за дотриманням емітентами порядку реєстрації таких випусків;

– розробка нормативних документів щодо емісійної діяльності учасників ринку;

– ведення загального реєстру випусків цінних паперів;

– сприяння адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів;

– узагальнення практики застосування законодавства України з питань емісії та обігу цінних паперів в Україні та його покращення;

- сприяння розвитку ринку цінних паперів та похідних (деривативів);
- удосконалення засад корпоративного права. [29]

Слід відмітити, що у світовій практиці виділяють різні моделі регулювання ринку цінних паперів в залежності від суб'єкта регулювання та ступеня жорсткості регулювання (Додаток Б).

На сьогодні успішно функціонують дві моделі регулювання ринку цінних паперів:

1. Моделі із сформованою системою регулювання ринку цінних паперів державними органами:

- регулюванням займається окремий державний орган - комісія або агентство (Сполучені Штати Америки);
- регулювання здійснює єдиний регулятор фінансового ринку - мегарегулювання (Німеччина, Сінгапур);
- поділ функцій з регулювання між кількома відомствами (Великобританія, Бельгія).

2. Моделі, що базуються на передачі максимальних повноважень саморегулюючим організаціям (Self-Regulatory Organizations). [30]

При розгляді питання щодо регулювання ринку цінних паперів з боку державних органів або саморегулюючих організацій необхідно мати на увазі, що держава завжди відіграє свою роль в управлінні ринком, при цьому варіюється лише обсяг виконуваних нею функцій.

Відповідно до діючого правового поля, фондові біржі та центральний депозитарій не можуть виступати в ролі саморегулятора. Однак у країнах Європи власне біржі та інші торговельні системи трактуються як регульовані ринки з правами саморегулятивних організацій (Додаток В).

У Сполучених Штатах Америки фондові біржі також мають право встановлювати регулятивні норми та контролювати їх, іншими словами, вони також є саморегулювальними утвореннями [31, с. 139].

Отже, за таких умов, з процесу регулювання виключається частина професійних учасників ринку цінних паперів. Нині інститут СРО в Україні не

можна порівнювати зі світовими аналогами, наприклад, з FINRA. Проте він уже пройшов стадію формування, а його історія доводить його ефективність. Тому на даному етапі недоцільно нехтувати цими напрацюваннями, особливо тоді, коли починаються процеси з приведення вітчизняного законодавства до європейських стандартів. Зауважимо, що процес підготовки до нових стандартів діяльності є серйозним викликом для всіх учасників ринку, а відсутність консультаційної та методологічної підтримки ускладнить вирішення складних завдань учасниками ринку.

Розглянемо процедуру емісії акцій за межі України. Стримуючим фактором у процесі прямого розміщення цінних паперів на фондових ринках відповідно до ч. 2 ст. 37 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» є необхідність одержання дозволу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР) [3]. Як варіант українські емітенти намагаються в обхід цієї норми декількома шляхами здійснити IPO, в тому числі через створену холдингову компанію за кордоном, яка володітиме пакетом акцій цього емітента. У цьому випадку виникає суперечлива ситуація.

Дозвіл НКЦПФР може бути наданий лише за умови виконання емітентом таких вимог: проведення реєстрації випуску цінних паперів, допущення цінних паперів до біржових торгів на одній із українських фондових бірж, відповідність кількості цінних паперів, які розміщуються за межами України, встановленому НКЦПФР [32]. Рішенням НКЦПФР від 20.06.2013 №1105 затверджено Порядок надання дозволу на розміщення та/або обіг цінних паперів українських емітентів за межами України (далі – Порядок). Ним встановлені обмеження щодо видачі дозволу лише щодо кількості цінних паперів, які знаходяться на рахунку в цінних паперах їх власника. Відповідно, власник обмежується тим обсягом активів, який є на рахунку і не може відчужити цінні папери, які він отримав після отримання дозволу. Ще одним суттєвим недоліком є необхідність отримання дозволу і власником, і емітентом на один і той же об'єкт, тобто акції, а саме: власник –

для обігу, емітент – для обігу і розміщення.

Крім того, дозвіл на розміщення та обіг цінних паперів українських емітентів за межами України видається при одночасному дотриманні умов, передбачених Порядком, а стосовно акцій – також за умови, якщо кількість акцій, щодо яких планується здійснення розміщення та обігу за межами України, не перевищує 75 % від загальної кількості акцій відповідного випуску. Виникає логічне питання, чим умотивоване обмеження для емітента у розмірі 75%, якщо ці відсотки розраховуються вже від наступних випусків після першого випуску при утворенні юридичної особи, і крім того, що робити емітенту, якщо він періодично випускає акції та планує ще раз виставляти за межі України. Вирішення цих питань можливе після аналізу окремих прикладів залучення акціонерного товариства на європейських ринках і почати необхідно з дослідження функціонування фондових бірж у Європі. [30]

Таким чином, проведений аналіз окремої проблеми з випуском акції показує, що в період економічної кризи в Україні одним із виходів з неї, на мою думку, є залучення капіталу українськими емітентами через випуск акцій як в Україні, так і за кордоном, що, у свою чергу, вплине на посилення національної валюти у зв'язку з конвертуванням її для введення цінних паперів на міжнародний ринок. Відповідно, будь-яке розміщення акцій за кордоном підтвердить сприйняття міжнародною спільнотою фондового ринку України як ринку, що розвивається (emerging market), і стане передумовою для проведення транскордонних операцій з іншими фінансовими активами [32].

В умовах євроінтеграції України особливий акцент здійснюється на відповідність нормативно-законодавчої бази та стандартів діяльності українських емітентів загальноприйнятим міжнародним критеріям. Так, згідно з принципами, що висувуються до діяльності емітента наднаціональним органом регулювання – Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO) компанії мають дотримуватись наступних правил:

- повна та своєчасна інформація має бути надана емітентом з огляду на її можливий вплив на його інвестиційну стратегію;
- на справедливій та рівноправній основі здійснюється побудова системи відносин між акціонерами в компанії;
- стандарти бухгалтерського обліку та аудиту повинні знаходитись на високому рівні, що відповідає міжнародним викликам. [32]

На думку І. Лютого перепорою виконання даних принципів в українських реаліях є непрозорість як з огляду індивідуального характеру інвестицій компаній, так і з домінуванням тіньового сектору економіки, а також використання існуючих організаційно-правових форм, в т.ч. інституційних інвесторів – венчурних фондів задля оптимізації оподаткування крупних фінансово-промислових холдингів.

Наявна ситуація призводить до зниження ступеня довіри до цінних паперів вітчизняних емітентів, що підсилюється певним чином недостатньою інформованістю населення про інвестиційні процеси на фондовому ринку. В даному сенсі не виконується одна з основних функцій фондового ринку – соціальна, що дозволяє отримувати додатковий прибуток населенню на фондовому ринку та формує повноцінний прошарок власників цінних паперів. [32]

Отже, можливість самостійного виходу акціонерного товариства на європейські фондові ринки має щонайменше ще два позитивних правових наслідки: опанування при цьому українськими емітентами найкращих принципів щодо транспарентності та інформаційного забезпечення обігу акцій та одержання адекватної оцінки акцій, а отже, і корпоративного права кожного акціонера.

## **2.2. Аналіз боргових цінних паперів вітчизняних емітентів та результатів їх розміщення на зарубіжних фондових ринках**

На сучасному етапі розвитку Україна відчуває наявність дефіциту фінансових ресурсів. Формування фінансового капіталу залежить від використання усіх джерел, важливе місце з помір яких належить борговим цінним паперам. їх випуск набуває дедалі більшого поширення, що дає змогу емітентам отримати нові джерела фінансування. Надаючи емітентам великі можливості щодо залучення коштів для забезпечення розвитку та ефективного виконання своєї діяльності, боргові цінні папери стали ефективним інструментом боргової політики держави та підприємств.

Головними завданнями ринку боргових цінних паперів є мобілізація внутрішніх (національних) і залучення зовнішніх (іноземних) інвестицій в економіку країни та забезпечення їхнього ефективного використання. Актуальним питанням постає те, що на сьогодні ринок боргових цінних паперів може забезпечити ресурсний потенціал для розвитку всіх галузей економіки, оновлення та розширення виробництва. На сучасному етапі в західних країнах ринок боргових зобов'язань, особливо державних, складає основну частину фондового ринку.

Вкладення в боргові цінні папери є порівняно надійними, гарантією повернення позики служить майно, що належить підприємству, самоуправління або державі. Інвестиції в боргові цінні папери часто дають можливість отримати більш високі доходи в порівнянні зі строковими вкладками у банках, але більш низькі в порівнянні з інвестиціями на ринку акцій. [32]

Так державні запозичення на ринку облігації для України мають як позитивні, так і негативні сторони. Так, до переваг залучення фінансових ресурсів можна віднести:

- згладжування нерівномірності надходження доходів та видатків державного бюджету;

- утримання споживання на необхідному рівні через здійснення витрат у більшому розмірі, а ніж це дозволяють національні доходи;
- можливість стабілізації фінансової системи за рахунок використання ресурсів, що не забезпечуються динамікою внутрішніх заощаджень;
- інтеграція у міжнародний фінансовий простір.

До основних недоліків залучення Україною ресурсів на ринку облігацій варто віднести наступні:

- уповільнення економічного зростання внаслідок вилучення національних ресурсів із системи внутрішнього кругообігу капіталу і використання його на обслуговування боргу, спрямовуючи у фінансові відтоки;
- формування небезпеки боргової кризи через можливість надмірних обсягів запозичень та їх нерациональної структури;
- уповільнення інвестиційних процесів [30].

Ринок боргових інструментів в Україні знаходиться на етапі розвитку. Тому для залучення додаткових грошових засобів за нижчою ціною, ніж на вітчизняному ринку, необхідно виходити на міжнародний ринок боргових інструментів.

За даними О. Олійника вперше Україна розмістила свої облігації на міжнародному ринку на люксембурзькій біржі у 1997 році. Протягом 1997-1999 років було всього 4 емісії. Серед недержавних суб'єктів вперше на міжнародний ринок боргових інструментів вийшла компанія «Київстар GSM» з обсягом емісії 160 млн дол. США з купоном 12,75%. Загалом з 2000 по 2017 рік було 144 емісій: 40 державних та 104 недержавних на суму 78140 млн дол. США. Більшість емісій були деноміновані в доларах США. Серед емісій в інших валютах були:

- одна в швейцарських франках на суму 781,4 млн CHF від України;
- чотири в євро на суми 4688,4 млн. євро;
- одна в японській єні на суму 3907 млн. JPY від України;
- одна в гривнях на суму 2344 млн UAH від Укрексімбанку. [33]



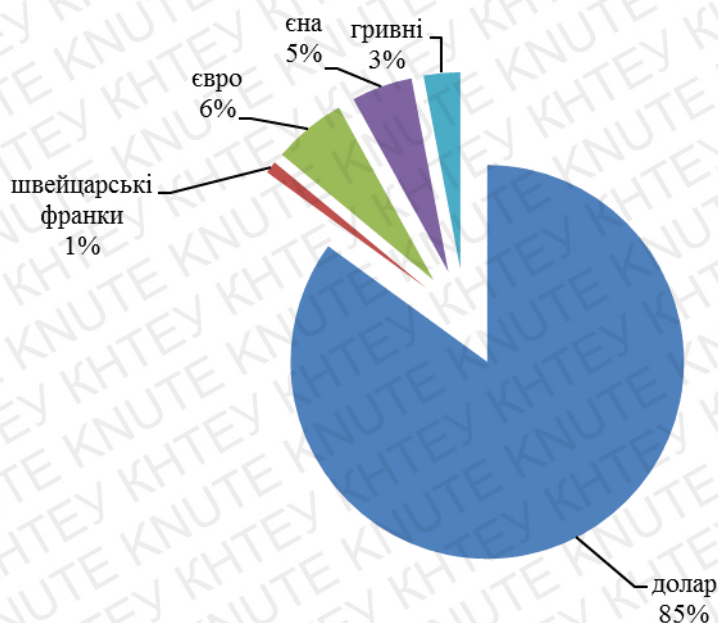


Рис. 2.1. Структура емісії боргових інструментів за 2010-2017 рр. [33]

Як видно з табл. 2.1, з 2000 по 2017 рік було емітовано 104 випуски облігацій на міжнародні фінансові ринки недержавними суб'єктами на суму 28821 млн дол. США.

Таблиця 2.1

**Кількість та обсяг емісій недержавних суб'єктів України за кредитними рейтингами [30]**

Рейтинг	Обсяг емісій, млн дол. США	Кількість емісій
Ba2	1000	4
Ba3	3282	13
B1	3345	15
B2	11746	36
B3	3288	18
Saa1	500	2
Sa	4850	11
Saa2	100	1
Saa3	711	4
Всього	28821	104

Емісії мали рейтинги від Saa1 до Ba2, який є на 2 пункти вищим, ніж України під час лістингу. Це є доволі рідкісним явищем, коли випуску облігацій присвоюють рейтинг вищий, ніж самому емітенту та державі. В більшості випадків це пов'язано з гарантування виплати третьою стороною

боргу у випадку неплатежу емітента. Загалом таких емісій було 4 з рейтингом Ba2 і 11 з Ba3.

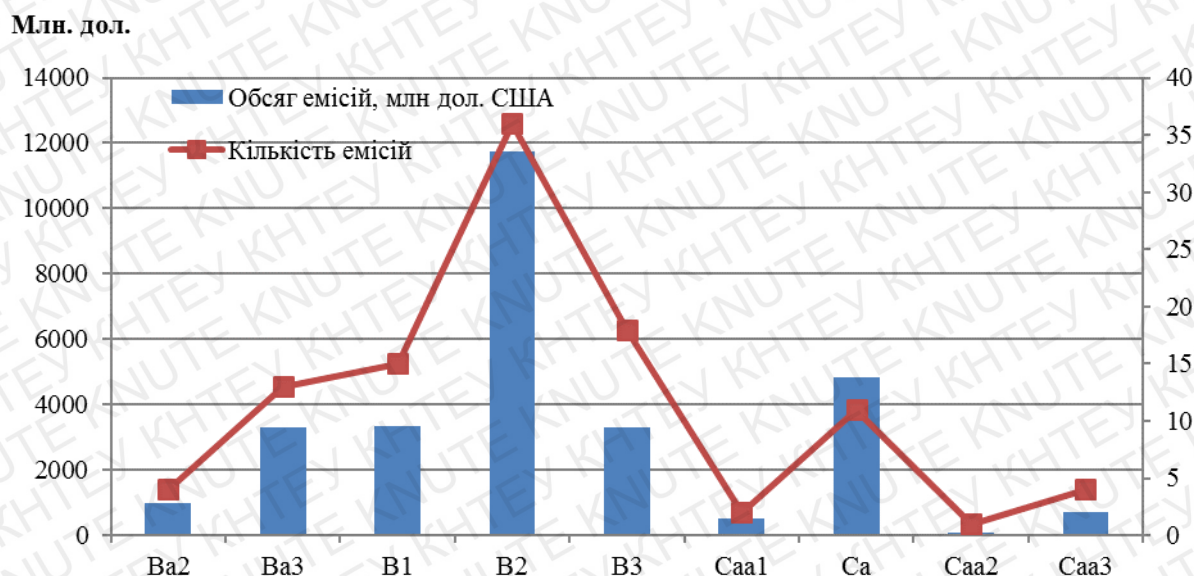


Рис. 2.2 Кількість та обсяг емісій недержавних суб'єктів України за кредитними рейтингами за період 2000-2017 роках [33]

Наприклад, випуск облігацій Приватбанком у 2007 році на суму 500 та 37 млн дол. США гарантувала британська компанія SPV Credit Finance PLC, емісії банку «Альфа-банк Україна» були гарантовані материнською компанією – російським Альфа-банком. Всі три випуски у 2006 році Укрексімбанку були гарантовані Credit Suisse International, тому і отримали Ba2.

З такого розподілу можна стверджувати, що в більшості на міжнародні ринки виходять фінансово стійкі компанії та ті, чий борг є гарантованим. Лише 3 емісії мали вкрай низький рейтинг, одна з яких Нафтогаз у 2009 році з її постійними «газовими війнами» та боргами, Ощадбанк у 2013 році, коли рейтинг України понизили до B3, і Метінвест у 2010.

Компанії, які емітували облігації на міжнародні ринки, в своїй більшості були фінансовими: банки або інвестиційні компанії. На них припало майже 61% всій емісій у грошову вираженні (рис. 2.3). 13,7% та 12,7% залучених коштів були для агро- та харчової промисловості та

електроенергетики. Металургія та добувна промисловість емітувала боргових цінних паперів на 1525 млн дол. США або 6,8%.

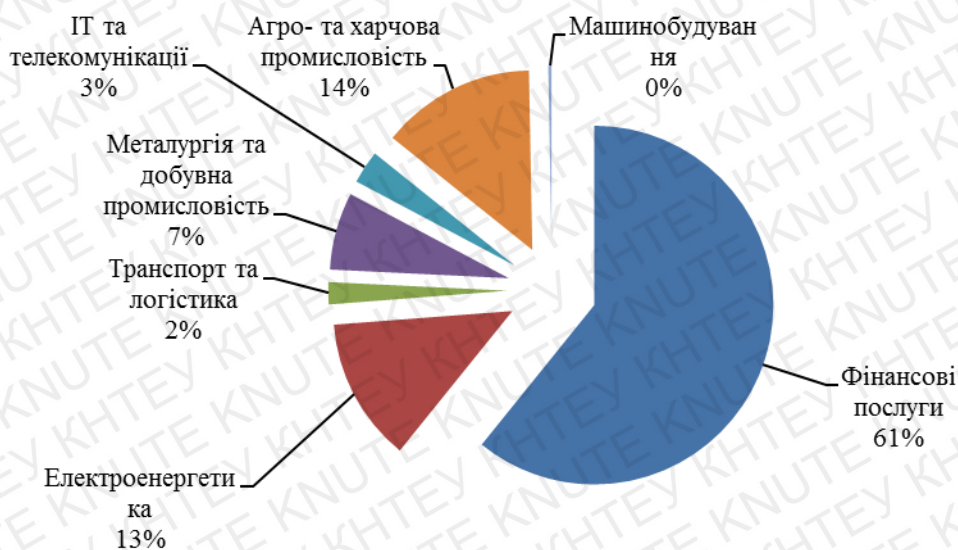


Рис. 2.3. Галузева структура недержавних емітентів боргових інструментів в Україні за 2010-2017 рр. [33]

Протягом останніх 17 років спостерігається зростання у грошовому вимірі емісій, в той час як кількість самих випусків варіюється з року в рік. Як ми бачимо на рис. 2.5, максимальна кількість емісій була у 2005, 2006 та 2015 році. У грошовому вираженні найбільше було залучено у 2015 – майже 20,5 млрд дол. США та у 2013 році – 10,6 млрд дол. США.

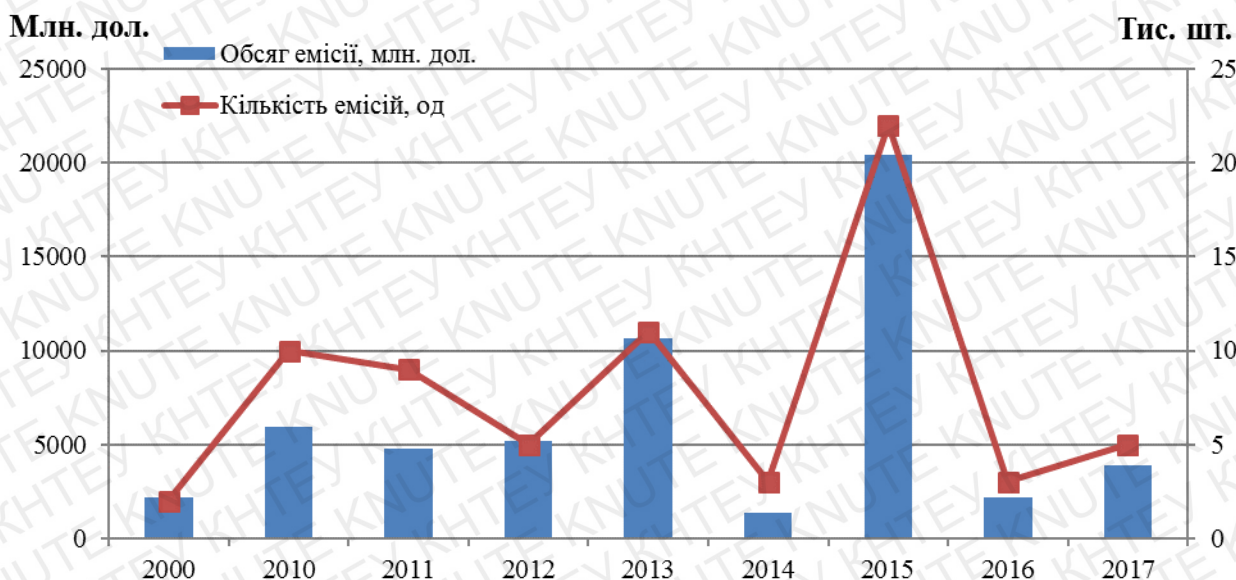


Рис. 2.5. Динаміка емісій вітчизняними емітентами облігацій на міжнародні ринки у 2000-2017 роках [33-34]

Лістинг облігацій українських емітентів відбувався на 6 біржах: ірландська ФБ, берлінська біржа, лондонська ФБ, швейцарська ФБ, люксембурзька ФБ, NYSE EuroNext.

За даними В. Базилевича також популярним є крос-лістинг – розташування цінних паперів на двох або більше біржах з різних країн. Крос-лістинг має ряд переваг перед розміщенням облігацій на одній торговельній площадці [35]:

1. Крос-лістинг дає змогу залучити більшу кількість потенційних покупців, робить облігації доступними для більшої кількості закордонних інвесторів, доступ яких був би обмежений через міжнародні інвестиційні бар'єри. Таким чином, компанії можуть залучити більше грошових засобів на випуску нових облігацій.

2. Крос-лістинг потрібен для того, щоб отримати вигоду з більш низької вартості капіталу. На добре-організованих ринках капіталу він може сприяти збільшенню ліквідності облігацій та зменшенню вартості капіталу.

3. Крос-лістинг на зовнішньому ринку знижує вартість капіталу шляхом поліпшення інформаційного середовища. Фірми можуть використовувати крос-лістинг на біржах із строгими вимогами щодо розкриття інформації для того, щоб сигналізувати про свою перевагу зовнішнім інвесторам і забезпечити якісною інформацією потенційних клієнтів. Крім того, крос-лістинг, як правило, пов'язаний з підвищеною увагою з боку ЗМІ, з акуратністю аналітичної звітності та прогнозів, а також з бухгалтерською інформацією вищої якості.

4. Крос-лістинг змушує організаційні структури підкорятися лістинговим вимогам в тих країнах, на біржах яких розміщуються їх облігації. Якщо фірми здатні задовольняти жорсткі вимоги, наприклад, в США, то крос-лістинг йде тільки на користь їх іміджу, оскільки для світових інвесторів тепер вони представляються більш надійними.

5. Крос-лістинг захищає права інвесторів. Він діє як ринковий механізм для компаній, які добровільно беруть на себе зобов'язання застосовувати

більш високі стандарти корпоративного управління. Подібним чином фірми залучають інвесторів, які в іншому випадку неохоче вкладали б свої кошти.

Українські емісії мали крос-лістинг на: ірландській ФБ та берлінській біржі; лондонській ФБ та берлінській біржі; люксембурзькій ФБ та берлінській біржі; швейцарській ФБ та берлінській біржі.

Найбільше емісій вели лістинг на ірландській та люксембурзькій біржі, та на ірландській і берлінській біржах через крос-лістинг (див. табл. 2.2).

Таблиця 2.2

**Структура розміщення облігацій емітентів України у розрізі бірж за 2000-2017 роки [30-33]**

Біржа	Кількість емісій, шт.
Ірландська ФБ	46
Ірландська ФБ/ Берлінська біржа	28
Люксембурзька ФБ	20
Швейцарська ФБ	12
Лондонська ФБ	11
Швейцарська ФБ/ Берлінська біржа	9
Лондонська ФБ/ Берлінська біржа	7
Позабіржовий ринок	6
Люксембурзька ФБ/ Берлінська біржа	3
NYSE Euronext	2
Всього	144

На ці торговельні площадки припало 59% всіх емісій. Найменш популярними серед українських емітентів була NYSE Euronext, на яку вийшла лише компанія «Agrogeneration». Також було 6 випусків облігацій, які були реалізовані на позабіржовому ринку. Всі 6 компаній, що продавали свої боргові інструменти на позабіржовому ринку, виходили на міжнародний ринок лише по одному разу.

Таким чином, українські емітенти, починаючи з 2000 року, розмістили на міжнародних фінансових ринках 144 емісії на загальну суму понад 78 млрд. дол. США. 59% від загального обсягу були державними облігаціями, 41% - корпоративними. Майже всі емісії були деноміновані в доларах США. Найпопулярнішими біржами були ірландська та люксембурзька, а також берлінська за умов крос-лістингу. Були представлені емісії з різними

кредитними рейтингами: від Са до Ва2, при тому що рейтинг України не підіймався вище В1. Найбільшу частку у грошовому вираженні облігацій емітували фінансові компанії – 61%, енергетичні – 13% та компанії агро та харчової промисловості – 14%, металургічні – 7%. Емісії, щоб отримати рейтинг вищий, за рейтинг країни, гарантуються іноземними фінансово стійкими компаніями. На міжнародні фондові ринки виходять переважно фінансово стійкі компанії та ті, чий борг є гарантованим.

### **2.3. Аналіз пайових цінних паперів вітчизняних емітентів та результатів їх розміщення на зарубіжних фондових ринках**

Наприкінці 90-х років українські емітенти акцій роблять перші спроби виходу на міжнародні ринки капіталу. Саме в цей період запроваджуються перші програми різного роду депозитарних розписок. Через інститут депозитарних розписок українські акціонерні товариства з'являються на провідних фондових майданчиках США та Європи. Станом на кінець 2000 року за допомогою банку Нью-Йорка започатковуються перші неспонсоровані і спонсоровані програми американських та глобальних депозитарних розписок (ADR, GDR). Серед перших були такі відомі і сьогодні емітенти як ПАТ «Укрнафта», ПАТ «Укртелеком», ПАТ «ДТЕК Західенерго», ПАТ «Запоріжтрансформатор» та інші. На початку 2000-х років акціями українських емітентів, використовуючи механізми GDR починають торгувати на Німецькій біржі і на Лондонській фондовій біржі. [36;37]

Ще в 2005 р. Світовий банк оцінив потребу економіки України в інвестиційних ресурсах на наступне десятиліття в розмірі \$ 100 млрд, при цьому практично десята частина - \$ 9 млрд - сума капіталовкладень для розвитку сільського господарства. Величезна потреба в недорогих і довгих фінансових ресурсах підштовхнула найбільших гравців агробізнесу до

безпрецедентного кроку - IPO. Раніше закриті компанії вийшли з розміщенням акцій на світові фондові майданчики, збільшивши свій капітал на багатомільйонні суми.[38]

У середині 2000-х років група компаній переважно із аграрного сектору здійснює розміщення своїх акцій на Варшавській біржі. Окремі українські емітенти використовують для розміщення своїх акцій механізми спеціально уповноваженої компанії (SPV) британської юрисдикції та альтернативного ринку інвестицій (AIM) Лондонської фондової біржі.

Серед трьох компаній, що здійснили первинне публічне розміщення в 2005 р., була і українська агропромислова корпорація «Укрпродукт», яка залучила 11 млн. дол. на Лондонській фондовій біржі. [37]

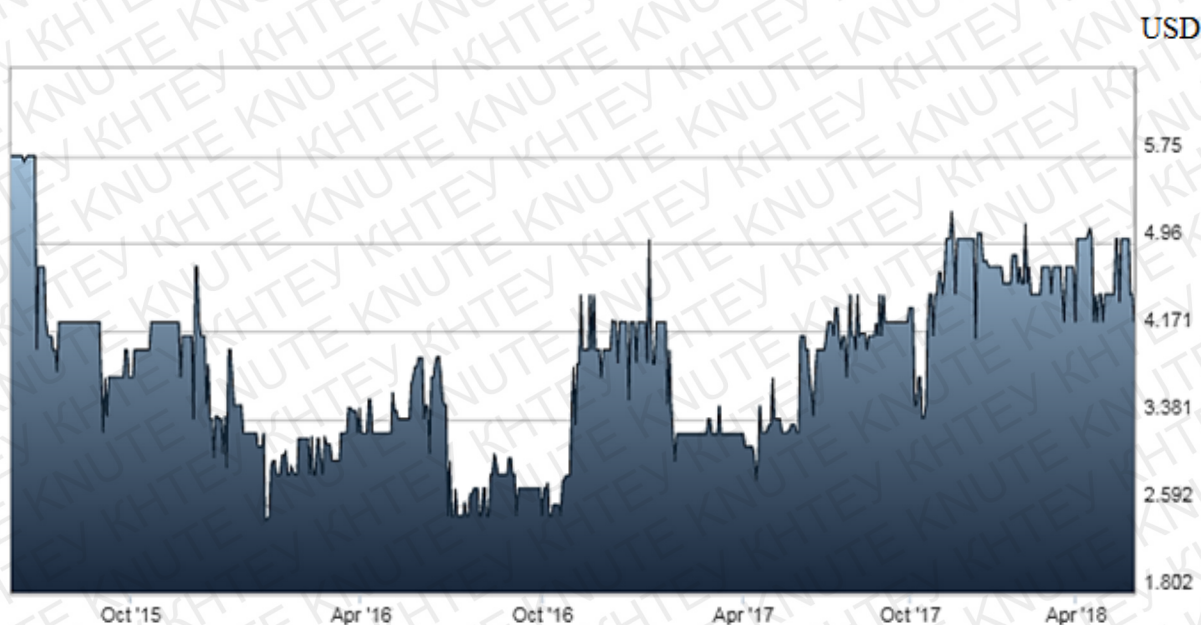


Рис. 2.5. Динаміка вартості акцій ПАТ Укрпродукт на Лондонській фондовій біржі в 2015-2018 рр. [37]

Наступною українською агропромисловою компанією стала «Астарта-Київ», яка в 2006 р. провела IPO на Варшавській фондовій біржі, зумівши залучити капітал на суму 32 млн. дол. США.

У своєму розвитку ринок IPO, як і будь-який інший фінансовий ринок схильний до впливу світової кон'юнктури. За минулі 20 років максимум світовим ринком IPO було досягнуто в 2007 р., коли, за даними аудиторсько-консалтингової компанії EY, сума залученого капіталу компаніями усього

світу склала 338 млрд. дол. США. У цьому ж році було проведено рекордну кількість розміщень - майже 2 тис. Саме на фазі зростання ринку в 2005-2007 рр. IPO провели агрохолдинги «Укрпродукт», «Астарта», Landkom і «Кернел». Спад ринку IPO привів до того, що в 2008 році лише одна українська агрокомпанія - «МХП» проводила IPO. У 2009 р. розміщень цінних паперів агропромислових корпорацій з України не було.

Наступне зростання світового ринку було зафіксований в 2010 році - +1367 розміщень на загальну суму 285 млрд. дол. США У 2010-му відразу п'ять українських агропромислових холдингів провели IPO - «Авангард», «Агроліга», «Агротон», AgroGeneration і Milkiland. Активність вітчизняного агробізнесу на ринку IPO продовжилася і в 2011 р., в якому також були проведені розміщення чотирьох агропромислового корпорацій з України - Continental Farmers Group, Ovostar Union, KSG Agro і «Індустріальна молочна компанія».

З 2005 року по жовтень 2011 року відбулося 70 публічних первинних та вторинних розміщень акцій емітентів (IPO), що мають бізнес в Україні. І за цей час було залучено 3,9 млрд. дол. США [39].

У 2012 році на Варшавській фондовій біржі на IPO вийшла компанія KDM Shipping, а у вересні 2013 року – девелоперська компанія Arricano вийшла на Лондонську фондову біржу (залучення капіталу склало 24 млн дол США). Окремі експерти вважають IPO Arricano успішним з точки зору залучення капіталу і менш успішним з точки зору створення умов для ліквідності на вторинному ринку. На початок 2014 року серед іноземних ринків за кількістю українських емітентів лідирує Варшавська фондова біржа, на якій торгуються акції 12 емітентів, 8 з яких пройшли процедуру лістингу на біржі. Абсолютна більшість цих емітентів мають реєстрацію поза межами України: 2 компанії – Кіпр, 6 – Люксембург, 3 – Нідерланди і лише одна (KDM Shipping) має українську юрисдикцією.

Таким чином переважна частина (до 80 %) українських підприємств-емітентів акцій при залучення капіталів на зовнішніх ринках в останні роки



надають перевагу Варшаві, і загалом кожен п'ятий долар, що залучався українськими компаніями на ринку акцій, надійшов від розміщень на Варшавській фондовій біржі. Також понад 80 % розміщень (за обсягами) було проведено компаніями, які зареєстровані в юрисдикціях з м'яким податковим кліматом. [40]

Існувало кілька чинників привабливості Варшавської фондової біржі для залучення капіталу українськими компаніями. По-перше, завдяки стабільній економічній ситуації, європейському регулюванню, розвинутій і сучасній інфраструктурі ринку і, найголовніше, потужному сектору інституційних інвесторів Польща стала претендувати на роль привабливого фінансового центру не лише для України, а й усього регіону Центральної та Східної Європи. По-друге, це ціна залучення капіталу на біржі, яка була набагато меншою, ніж на інших світових ринках. Також біржа в Варшаві привабливіша для українських компаній, тому що обсяги залучень капіталу можуть знаходитись у межах від кількох сотень тисяч до кількохсот мільйонів євро. Крім того, на Варшавській біржі достатньо ефективно функціонує власний «новий ринок» - «NewConnect», який є у свою чергу «ринком фінансування і торгів інноваційних компаній».

Про успішність IPO українських аграріїв свідчить висока нагорода компанії «Кернел» в номінації «Краще IPO в країнах Центральної та Східної Європи» в 2011 році - всього лише за три роки українська агропромислова корпорація збільшила капіталізацію в 3,5 рази. [40]

Останні роки ознаменувалися значною кількістю скасованих і відкладених IPO: в 2013-му зірваних угод було 113, в 2014-му - 160, і ось в 2015 р побито новий рекорд в цьому відношенні - 183 угоди. Тільки за перше півріччя 2016 року в світі їх уже 37. Як показує практика, скасування або відкладання IPO відбуваються особливо часто в умовах несприятливої або мінливою кон'юнктури фондового ринку.

Не оминула ця тенденція стороною і український агробізнес - у 2011 році було скасовано IPO виробника соняшникової олії ViOil. Ще з 2012 р.

повідомлялося про наміри «Лотуре Агро», «Агро Союз» вийти з IPO. У 2015 р. відмовилися від IPO в компаніях UkrLandFarming, «Сварог Вест Груп», «Укрзернопром», «Яблуневий дар».

В 2017 році в Україні функціонують 11 аграрних компаній, акції яких розміщені на фондових біржах Лондону та Варшави. Перше місце за ринковою капіталізацією традиційно посідає «Миронівський хлібопродукт», далі йде агропромисловий холдинг «Кернел», а замикає трійку лідерів «Астарта». Усі вони є знаними гравцями на своїх ринках: так, «Миронівський хлібопродукт» - лідер із виробництва курячого м'яса, «Кернел» - беззаперечний лідер з виробництва рослинних олій, а «Астарта» - перша на цукровому ринку. [37,40]

З початку 2017 року найбільше зростання акцій продемонструвала «Індустріальна молочна компанія», якій вдалося значно оптимізувати кредитний портфель, реструктурувати кредитну лінію від ЄБРР та відкрити нову від Альфа-Банку. За останній час компанія оптимізувала виробничі процеси та позбавилася непрофільних активів. Іншим важливим фактором зростання акцій стало підвищення виробничих показників та їх перевищення над прогнозними рівнями. Це дозволило компанії посісти перше місце в рейтингу зростання котирування акцій. Останні котирування становили 12,5 злотого за акцію, а на початку року за акцію давали не більше 8. [45]

«Миронівський хлібопродукт» отримав близько \$30 млн бюджетної дотації як компенсацію ПДВ, а агропромисловий холдинг «Укрледнфармінг», що володіє компанією Avangardco, одержав понад \$5 млн. Акції МХП відреагували на це зростанням з \$10 до \$11,5 за кожну.

З літа 2017 року вони демонструють поступове зростання, що пояснюється очікуванням збільшення виробничих, експортних потужностей, оптимізації боргового навантаження та підвищення ліквідності компанії.

Акції Avangardco також відреагували позитивно, додавши у ціні понад 20%, однак зростання не таке стрімке, як в МХП, а динаміка торгів й зовсім

не велика, адже їх дохідність досі не надає інвесторам впевненості у фінансовому здоров'ї компанії через високе кредитне навантаження.

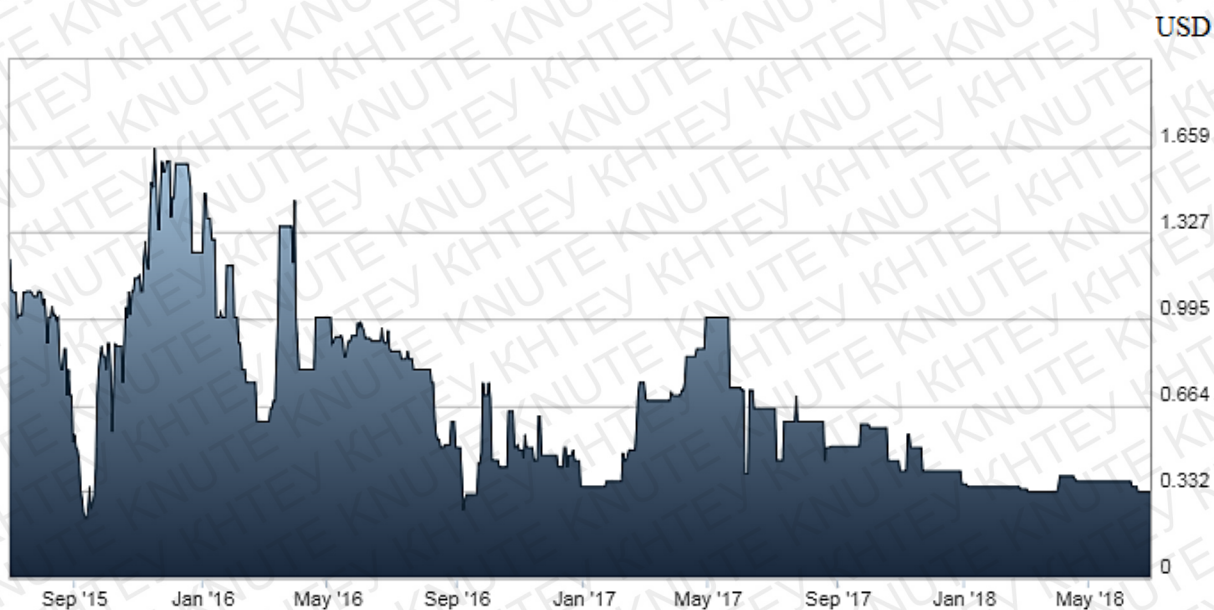


Рис. 2.6. Динаміка вартості акцій ПАТ Avangardco на Лондонській фондовій біржі в 2015-2018 рр.[37]

В «Укрлендфармінг» велика частка виручки формується за рахунок значних обсягів реалізації та закупівлі зернових у деяких державних компаній. Опосередковано це також являє собою форму державної підтримки, однак при позбавленні такого механізму поповнення оборотних коштів фінансові показники компанії були б набагато гіршими.

Зростання котирувань продемонструвала Ovostar Union за рахунок збільшення виробництва яєць та відкриття ринку ЄС, а також «Агротон», «Укрпродукт» та «Агроліга».

Найбільше зниження цін акцій - у агропромислового холдингу «Кернел». На початку 2017 року його акції знизилися через вихід річного фінансового звіту з падінням виручки майже на 15%. В цілому у 2017-му виручка «Кернелу» зросла на 9,1% - до 2,169 млрд. дол. США. Компанія провела М&А угоду щодо аграрного холдингу «Українські аграрні інвестиції», який входить до групи «Онексім». [45]

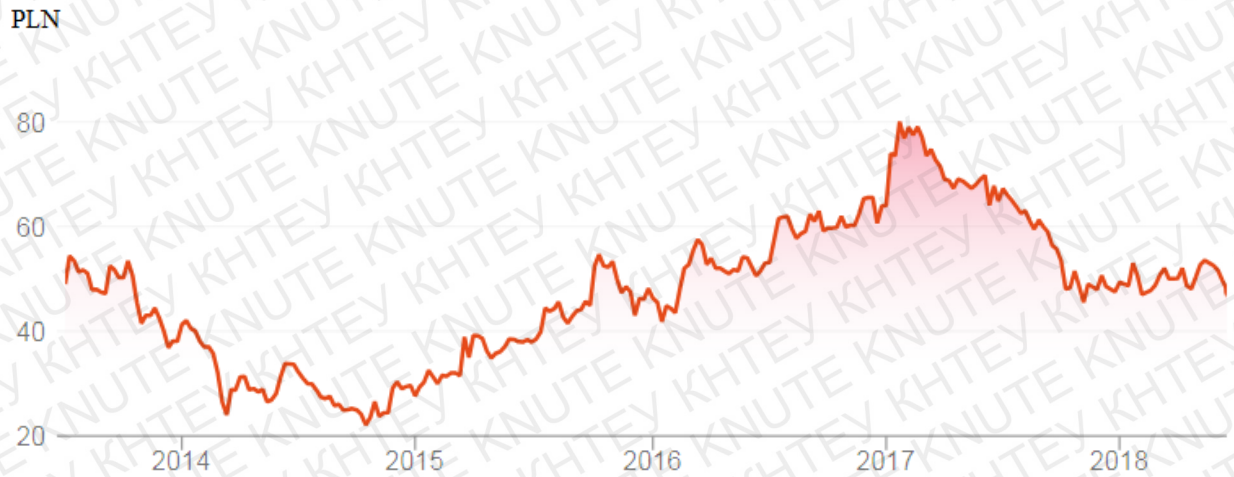


Рис. 2.7. Динаміка вартості акцій ПАТ Кернел на Варшавській фондовій біржі в 2014-2018 рр. [40]

Слід зазначити, що акції компанії торгуються на Варшавській фондовій біржі з 2007 року. Найбільшим акціонером «Кернел» через Namsen LTD є Андрій Веревський, який в 2017 році збільшив свою частку з 38,13% до 39,47% (32,344 млн акцій). Cascade Investment Fund (Кайманові о-ви), бенефіціаром якої виступає депутат Верховної Ради Віталій Хомутиник, володіє 6,59% акцій «Кернел».

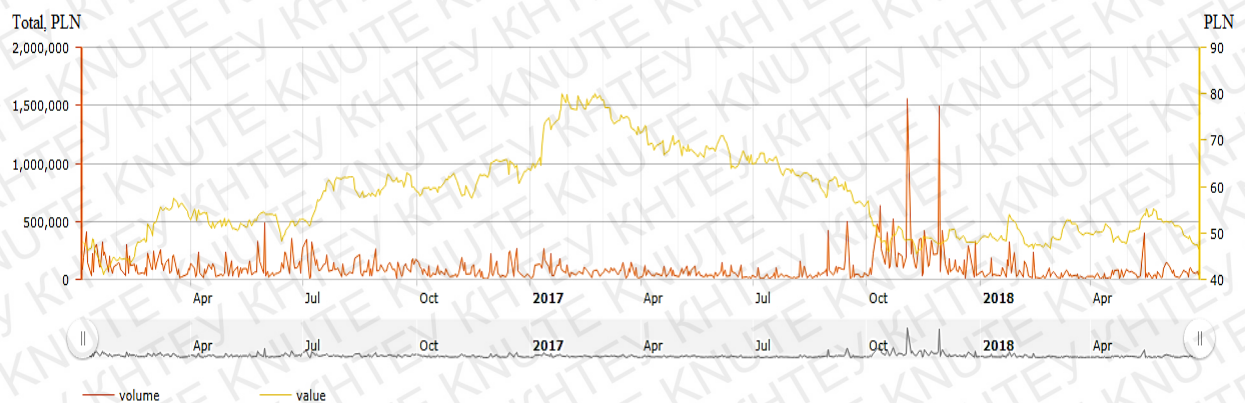


Рис. 2.8. Динаміка вартості акцій ПАТ Кернел на Варшавській фондовій біржі в 2017-2018 рр. [40]

Щодо «Мілкіленд», то її акції з початку 2017 року знижувалися через банкрутство «Останкінського молочного комбінату» (знаходиться в РФ) і реструктуризацію заборгованості російського підрозділу компанії. Цей факт

дуже негативно відобразився на котируваннях. Варшавській біржі навіть довелося на певний час зупинити торги акціями компанії до моменту публікації звіту. Після його оприлюднення акції впали на понад 10%.

У середині III кварталу 2017 року «Мілкіленд» вдалося реструктурувати борг перед ОТП Банком та продемонструвати прибуток на рівні 1,6 млн. євро, що дозволило акціям ненадовго скоректуватися, однак негативний тренд продовжився до початку вересня 2017 року, коли з'явилася інформація про отримання дозволу на експорт молочної продукції до ЄС. У цей період акції за півтора тижні зросли на 25% з 1,46 до 1,83 злого за акцію. Далі трейдери стали фіксувати прибутки, і акції продовжили зниження, оскільки компанія не змогла відновити довіру інвесторів. [44]

У 1-му кварталі 2018 року капіталізація українських агрохолдингів, акції яких котируються на закордонних біржах, в цілому характеризувалася нестабільною динамікою.

Почавши 2018 рік з 2,57 млрд. євро і досягнувши рівня 2,93-3,0 млрд. євро в період 24-30 січня 2018 року, капіталізація агропромислових холдингів пішла на спад і знизилася до 2,75 млрд. євро в кінці 1-ого кварталу. На початок і кінець 2017 року його також перебувала в діапазоні 2,6-2,7 млрд. євро. Це свідчить про певну стабільність у вартості українських агропромислових холдингів на світовому ринку.

Лінія тренда капіталізації в 2018 році програє з більш крутою експонентою зростання ринкової вартості агропромислових холдингів в 1-му кварталі 2017 року. Це пов'язано з тим, що початок 2017 року було відзначено:

- сприятливими прогнозами погодних умов для високого врожаю;
- деяка стабілізація макрофінансової ситуації в країні. [45]

Тренд капіталізації визначається ринковою вартістю основних агропромислових холдингів. Найбільші - МХП і Кернел - задають напрямок тренду. На рисунку 2.2 видно, як більш «дорогий» агропромисловий холдинг формує криву капіталізації.

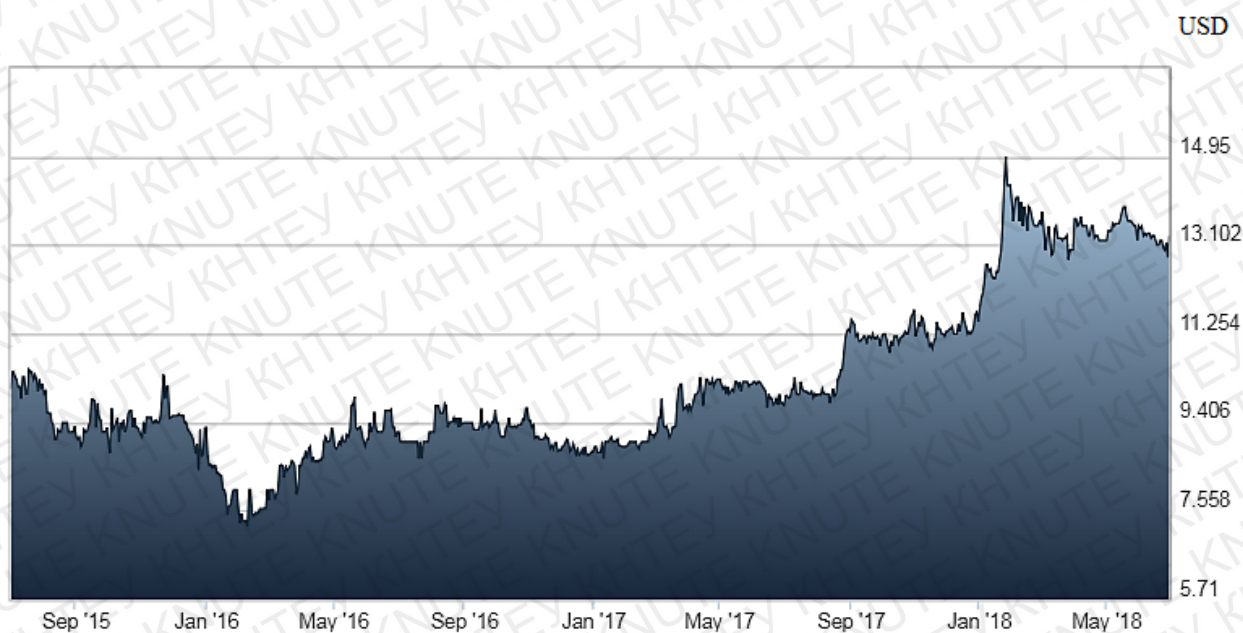


Рис. 2.9. Динаміка вартості акцій ПАТ МХП на Лондонській фондовій біржі в 2015-2018 рр. [37]

Акції МХП котируються на Варшавській фондовій біржі, яка була в мейнстрімі зростання світових ринків на старті 2018 року. Але з перших чисел лютого 2018 року на фондовому ринку почалася корекція. Зниження котирувань експерти також пояснювали швидким зростанням прибутковості американських держоблігацій і пов'язаними з ним побоюваннями щодо зростання інфляції і підвищення процентної ставки Федеральної резервної системи.

У свою чергу, котирування акцій МХП відреагували понижувальною динамікою, ймовірно, на факторі напруги з реструктуризацією заборгованості бенефіціара МХП.

Слід також зазначити, що міжнародне рейтингове агентство Fitch Ratings присвоїло випуску 8-річних єврооблігацій агрохолдингу «Миронівський хлібопродукт» (МХП) на суму 550 млн. дол. США фінальний рейтинг «В». Крім того, Fitch також присвоїв МХП рейтинг відновлення активів «RR4»[46]. «Миронівський хлібопродукт» в квітні 2018 року завершив розміщення восьмирічних єврооблігацій на 550 млн. дол. США із прибутковістю 6,95% річних.

«B» - в значній мірі спекулятивний рейтинг. Відносно емітентів і цінних паперів, зобов'язання за якими виконуються, рейтинги рівня «B» означають наявність значних кредитних ризиків, проте при цьому залишається обмежена «подушка безпеки». На даний момент фінансові зобов'язання виконуються, але здатність продовжувати виплати залежить від стійкої і сприятливої ділової та економічної кон'юнктури.

«RR4» - рейтинг, що означає «середню» можливість подальшого погашення основної суми боргу і відсотків, що належать після оголошення дефолту за цінним папером. Цінні папери з таким рейтингом за своїми характеристиками відповідають цінних паперів, для яких, виходячи зі статистичних даних, обсяг погашення основної суми боргу та заборгованості по відсотках після оголошення дефолту склав 31-50%. [46]

Котирування акцій Кернела таким же чином відреагували на зниження фінансових результатів і наміри скоротити земельний банк.

У 1-му кварталі UAIndex агрохолдингів коливався в діапазоні 4,5-5,2 пункту. Рік відкрився на рівні 4,56 пункту, а в кінці березня індекс вийшов на 4,87.

При оцінці агрегованої динаміки капіталізації агрохолдингів, вираженої в євро, визначену роль відіграють обмінні курси. Велика частина українських публічних агрохолдингів представлена на Варшавській фондовій біржі, а найбільший за капіталізацією - МХП - на Лондонській фондовій біржі. Протягом 1-ого кварталу проходило поступове ослаблення польського золотого по відношенню до євро і незначне зміцнення фунта стерлінгів. [37]

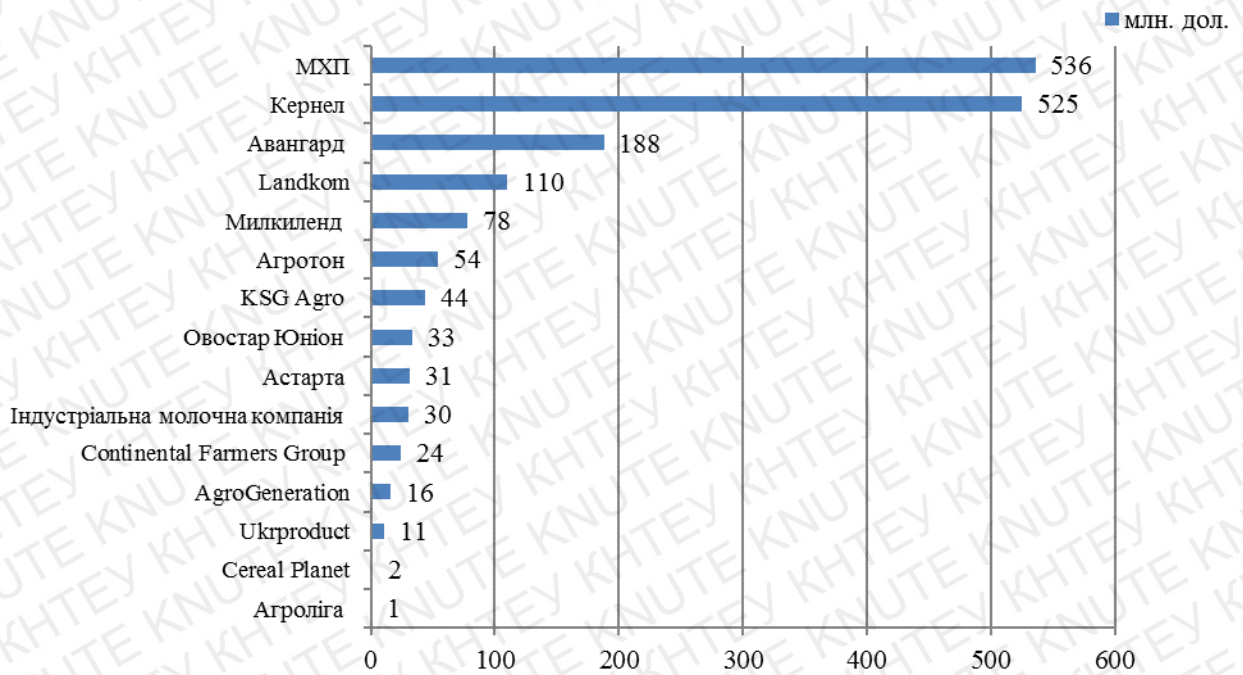


Рис. 2.10. Обсяг залученого капіталу на біржах світу українськими агропромисловими холдингами та компаніями за період з 2010 по 2018 рр. [36;37;40;44]

В цілому за 2017 рік компаніями було залучено понад 150 млн. дол. проти 133 млн. дол. США в 2016 році. Це становить близько 9% капіталу, залученого усіма українськими компаніями за допомогою IPO.

Отже, публічне розміщення на міжнародних фондових майданчиках набуло свою популярність серед українських аграріїв. Проведені ними IPO дозволили залучити значні фінансові ресурси з метою підвищення ефективності бізнесу - здійснення модернізації та оновлення парку техніки, розширення земельного банку, розвиток інфраструктури, тощо, і все це без збільшення боргового навантаження.

Крім того у компанії, яка провела IPO, з'являється можливість отримати ринкову оцінку - визначити свою капіталізацію. Проведення IPO свідчить про якісне зростання компанії, новий етап, розвитку, а також переводить її в розряд публічних. Такий статус дозволяє почати співпрацю з кращими міжнародними та європейськими банками.



Публічний статус компанії полегшує роботу з такими фінансово-кредитними організаціями як Світовий банк, ЄБРР і IFC в плані кредитування і підвищує її інвестиційну привабливість. Компанії вітчизняного АПК, які провели IPO, займають лідерські позиції на внутрішньому і зовнішніх ринках. [47]

Таким чином, позитивними сторонами є: вихід компанії на міжнародний фондовий ринок; формування об'єктивної ринкової оцінки вартості корпорації та підвищення рівня її капіталізації; покращення фінансового стану корпорації; можливість залучення інвестицій у майбутньому на більш вигідних умовах; зростання ефективності діяльності компанії унаслідок підвищення рівня корпоративного управління, прозорості та корпоративної культури; поліпшення репутації, іміджу корпорації.

## РОЗДІЛ 3

### РОЗВИТОК ДІЯЛЬНОСТІ ВІТЧИЗНЯНИХ ЕМІТЕНТІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ НА ЗАРУБІЖНИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ

#### 3.1. Економічні передумови для здійснення діяльності вітчизняних емітентів цінних паперів на зарубіжних фондових ринках

Серед особливих проблем фондового ринку є те, що в Україні фактично не реалізуються функції первинного та вторинного ринків цінних паперів. На первинному ринку не здійснюється значного розміщення цінних паперів та не відбувається перерозподіл вільного грошового капіталу за галузями економіки України. Крім того, емітенти позбавлені фінансових вкладів інвесторів для розвитку підприємств, у зв'язку з тим що ті не впевнені у наданні їм гарантій від держави.

На вторинному ринку відсутнє забезпечення ліквідності цінності паперів, тобто не створені умови для найширшої торгівлі ними. Це, у свою чергу, позбавляє можливості власника цінних паперів реалізувати їх у найкоротший термін за незначних варіацій курсів та невисоких витрат на реалізацію. Також за відсутності сталого ринку фінансові інвестори не одержують реальний дохід у вигляді курсової різниці. Відповідно, курсова вартість акцій не буде сформована, адже не буде попиту і пропозиції на ці активи.

Ключовим недоліком є також відсутність довіри у населення України як потенційних інвесторів до учасників фондового ринку та менеджменту акціонерних товариств у зв'язку з відсутністю чіткого механізму реалізації суб'єктивних корпоративних прав аукціонерів на фондових ринках. Як один із напрямів усунення перелічених проблем необхідно розглянути процедуру емісії акцій за межі України. [48]

Для того щоб активізувати публічний ринок акцій, залучити більше коло іноземних інвесторів на український ринок та збільшити обіг акцій українських емітентів за межами України, необхідно скасувати дозвільну систему або перевести її на облікові заходи. Це спростить доступ українських емітентів до зарубіжних ринків капіталу і забезпечить можливість для українських інвесторів користування фінансовими інструментами іноземних ринків. При цьому, звісно, потрібно залишити всі вимоги подання консолідованої та проміжної фінансової звітності про акціонерне товариство. Крім того, НКЦПФР повинна сприяти розміщенню українських емітентів за кордоном, оскільки капітал буде залучений безпосередньо в обіг в Україні. Також емітенти не будуть нести витрати у зв'язку з утворенням юридичної особи за межами України, яка випускатиме свої акції. [49]

З метою створення умов для входження на ринок іноземних емітентів, НКЦПФР розробила «Програму розвитку фондового ринку України», де визначено основні підходи до формування лістингових вимог, а саме:

- розвиток корпоративної реформи, підвищення ефективності регулювання емітентів, розширення інструментарію на фондовому ринку;
- стимулювання інвестицій та розвитку інституційних інвесторів;
- забезпечення надійного та ефективного функціонування ринкової інфраструктури й фінансових посередників;
- забезпечення функціонування єдиної державної політики. [48]

Подвійний лістинг дозволить вийти на ринок новим емітентам, з уже усталеною культурою ведення бізнесу, яка відповідає міжнародним стандартам. Необхідність адаптуватись до цих міжнародних норм, дасть змогу вітчизняним компаніям підвищити значною мірою ліквідність своїх цінних паперів, та збільшити обсяги торгів на міжнародному рівні.

У результаті активізації вексельного обігу на фондовому ринку України явно визначилися прогалини у вітчизняному законодавстві, яке регулює порядок випуску та обігу векселів.

У першу чергу необхідна регламентація на законодавчому рівні умов та розмірів оподаткування операцій з векселями, встановлення відповідальності за правопорушення, пов'язані з вексельним обігом, а також обмеження випуску векселів одним емітентом розміром його статутного фонду, резервного фонду або вартості чистих активів.

Відсутність захисту прав інвесторів та неналежний рівень менеджменту призводить до зниження якості основних видів цінних паперів та зменшення зацікавленості у придбанні цінних паперів. Іншими словами, на ринку бракує тих інструментів, які б сприяли підвищенню ліквідності, зростанню дохідності інвестиційної діяльності, зменшували ризики такої діяльності та гарантували захист для учасників ринку.

Розвиток цих інструментів повинен здійснюватись у двох напрямках:

1. розробка та втілення нових інструментів;
2. адаптація до світових стандартів і модернізація вже існуючих на сьогодні інструментів [48].

Також доцільно активізувати співпрацю СРО, регулятора та незалежних експертів у галузі фінансового інжинірингу, а саме: у сфері розроблення нових видів фінансових інструментів. Профільному комітету Верховної Ради варто розробити законодавчі акти, які б спрощували процедуру реєстрації емісії цінних паперів та введення їх в обіг, а також встановлювали більш жорсткі вимоги до діяльності андеррайтерів та маркетмейкерів, юридично визначали процедуру обігу державних цінних паперів на фондових біржах. Доцільно було б здійснити такі кроки:

- підвищити вимоги щодо надання інформації емітентами, особливо до тих компаній, які вже офіційно зареєстровані та працюють на фондовому ринку;
- у практиці функціонування ринку дотримуватися принципів електронного документообігу;

- законодавчо врегулювати проблеми використання інсайдерської інформації, зокрема питання відповідальності за розголошення та/або незаконне використання інсайдерської інформації;
- підвищити вимоги до відповідальності за надання неправдивої інформації, або за невчасне надання необхідної інформації;
- забезпечити дотримання світових стандартів фінансової звітності, зокрема щодо результатів діяльності компаній-емітентів. [50]

Водночас, на мою думку необхідно також законодавчо врегулювати діяльність засобів масової інформації, незалежних інформаційних та аналітичних агентств, які висвітлюють інформацію про учасників ринку та їх діяльність. Врахування та введення в дію наведених вище пропозицій дасть змогу суттєво підвищити ефективність функціонування ринку цінних паперів України, а саме: наситити ринок новими учасниками та фінансовими інструментами, збільшити капіталізацію ринку, залучити іноземний капітал, забезпечити високу ліквідність, підняти інвестиційну привабливість ринку тощо.

Можливість самостійного виходу акціонерного товариства на зарубіжні фондові ринки має щонайменше ще два позитивних правових наслідки: опанування при цьому українськими емітентами найкращих принципів щодо прозорості та інформаційного забезпечення обігу акцій та одержання адекватної оцінки акцій, а отже, і корпоративного права кожного акціонера.

Наприклад, при поданні інформації при випуску акцій загальними істотними умовами для здійснення їх розміщення на європейських біржах є проспект їх емісії, що вказано у Директиві 2003/71/ЄС «Про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж». Публікація проспекту є обов'язковою, за винятком тих випадків, коли:

- пропозиція цінних паперів здійснюється лише кваліфікованими інвесторами;

- її адресовано менш ніж 100 фізичним чи юридичним особам в одній країні ЄС;
- пропозиція адресована для інвесторів, що купують цінні папери на загальну суму не менше ніж 50 тис. євро на кожного інвестора по кожній окремій позиції;
- або ж пропозиція цінних паперів на загальну суму не менше 2,5 млн євро. [51]

У ньому емітенти оприлюднюють консолідовану та проміжну фінансову звітність. На додаток до чіткого переліку інформації, яка повинна бути розкрита у проспекті цінних паперів щодо опису ризиків діяльності, бізнесу, фінансової звітності, інформації про акціонерів, вклади, угоди та ін., діє загальне правило про необхідність розкриття в проспекті «всієї інформації, обґрунтовано необхідної інвесторам та їх професійним консультантам для проведення поінформованої оцінки активів і зобов'язань, фінансового становища, прибутку і збитків, а також перспектив емітента і прав, що надаються за відповідними цінними паперами».

Для сприяння емітенту у представленні юридичних ризиків, які підлягають виявленню у проспекті, юридичний консультант емітента проводить юридичну перевірку (due diligence), яка є важливим етапом процесу підготовки до лістингу [51].

Законодавство в Україні забезпечує слабкий захист від небажаних інвесторів при здійсненні відкритого розміщення акцій. На Заході перед проведенням IPO компанії вживають спеціальних заходів - змінюють статут для впровадження ротації директорів, щоб унеможливити заміну всіх директорів одночасно, виставляють на продаж акції з визначеними правами, які не дозволять недобросовісним покупцям перебрати на себе управління.

З метою подальшого розвитку розміщення облігацій українських підприємств на зарубіжних фондових ринках А. Гавриленко вважає, що українським емітентам доцільно використовувати наступні рекомендації:

1. Найважливішим фактором, який впливає на ставку купона, а, отже, і на вартість залученого капіталу, є кредитний рейтинг емітента облігації, або рейтинг самої емісії. Доцільно також зазначити, що більш надійним є емітент, то нижчу ставку купона він може собі дозволити.

2. Для українських емітентів, зважаючи на низький кредитний рейтинг України та залежність від нього рейтингу емісії, доцільно отримувати гарантування свого боргу по облігаціям у надійній іноземній компанії. Це знизить дохідність емісії через підвищення кредитного рейтингу.

3. Більш конкурентоспроможними серед довгострокових будуть облігації із плаваючою ставкою купона – варто використовувати саме такий механізм встановлення ціни, якщо потреба заключається у надійному довготерміновому залученні коштів. Дохідність облігації, яка прив'язана до, наприклад, ставки LIBOR, буде привабливішою для інвестора, бо захистить цього від збитку від альтернативного вкладення коштів при зростанні загального рівня ставок.

4. На ринку надійних облігацій короткострокові ставки мають бути нижче довгострокових, на ринку спекулятивних облігацій з рейтингами нижче Ba1 довгострокові ставки варто встановлювати нижче короткострокових. На кривих дохідності та в моделях зі змінною «термін до погашення», немає чіткої залежності між ставкою купона та терміном до погашення. Але якщо проаналізувати ринкове середовище, можна побачити, в якій ситуації зараз знаходиться ринок і яка залежність існує в конкретний момент часу: обернена чи пряма. На ринках з надійними облігаціями залежність пряма, і крива дохідності має додатній напрям. Якщо компанія має кредитні рейтинги в діапазоні від A1 до Baa3, то скоріше за все короткострокові ставки будуть нижчі, ніж довгострокові. Менш фінансово стійкі компанії часто терміново потребують додаткову ліквідність, тому розміщують облігації на короткий термін під високі відсотки. Отже, якщо компанія має рейтинги надійності нижче Ba1, більш доцільним буде

розміщення цінних паперів на тривалий термін під нижчий відсоток, ніж на 2-5 років.

5. Варто слідкувати за ставками рефінансування Федеральної резервної системи та, особливо, Європейського центрального банку. Саме вони задають рівень ставок на ринку боргових інструментів, а вже потім дохідність зростає на відносний рівень ризику неплатежу емітента. Слід розраховувати на те, що під час економічного буму ставки будуть високими, навіть при високому рівні надійності, як це було у 2006-2007 році, коли ФРС тримала ставку на 4,5-5,25%, а у 2007-2009 році ЄЦБ на рівні 3,5-4,25%. Також обов'язково треба мати на увазі, що європейський ринок має часовий лаг з американським. Європейські ставки «затримуються» приблизно на 1-2 роки. Тому, якщо ФРС починає проводити м'яку монетарну політику, розраховуйте на скоріше повторення цього ж на ринку Європи.

6. Варто пам'ятати, що інвестори цінують саме реальну, а не номінальну дохідність. При виборі валюти деномінації варто враховувати, що якщо інфляційний тиск бажаної валюти розміщення великий, більш доцільно використати іншу. Отже, чим вища інфляція, тим вищу необхідно ставити ставку купона. [52]

Також важливо враховувати необхідність розрахунку зваженої ставки купона, тобто ставки купона, вираженої у першій валюті по тогочасному обмінному курсу, і скориговану на прогнозований на момент емісії темп інфляції обох валют. Така ставка купона реально показує дохідність облигації у першій валюті, якщо сама облигація розміщена у другій валюті. Так, наприклад, при ставці купона, 5% для євроденомінованих облигацій, зважена ставка вже буде 5,21%, а на сьогоднішній день аналогічний обсяг за такою ж номінальною ставкою у доларах принесе 3,24% інвесторам. Тобто для інвестора такий цінний папір при рівних за іншими параметрами умовах є менш привабливим, ніж деноміновані у євро облигації із ставкою купона 5%. Слід брати до уваги, що під час лістингу на біржах, де долар є популярнішою



валютою, ніж євро, таких як ірландська, варто враховувати зважену ставку купона, якщо необхідно розмішувати євро-деноміновані облигації.

Отже, ефективний розвиток українських корпорацій потребує залучення інвестиційних ресурсів у бізнес-процеси та розбудову якісного корпоративного управління. Важливе значення при цьому має пошук конкретних джерел і форм фінансування, вибір між зовнішніми та внутрішніми інвесторами, борговими (займи, кредити) та пайовими (випуск акцій) інструментами фінансування вітчизняних корпорацій, що обумовлено такими факторами: складна економічна ситуація в національній економіці, низька капіталізація українського фондового ринку, недоступність і дорожнеча внутрішнього банківського кредиту, прагнення залучити дешеві інвестиційні кошти для придбання нових активів та запровадження інноваційних технологій у виробництві.

### **3.2. Оцінка потенційної можливості провадження механізму емісії українських депозитарних розписок на акції іноземних емітентів**

До основних переваг, що прагнуть отримати компанії за допомогою депозитарних розписок на іноземному фондовому ринку, належать розширення групи потенційно інформованих та заінтересованих інвесторів за рахунок досконалішої інфраструктури та прозорості фондових ринків інших країн.

Важливим елементом інфраструктури зарубіжних фондових ринків є наявність великої кількості конкуруючих інвестиційних компаній, що здатні проводити незалежну оцінку цінних паперів, повне та якісне інформаційне забезпечення торгів, доступність та прозорість інформації для потенційних інвесторів. Зокрема, у США інвестори мають можливість отримати безкоштовну інформацію про ситуацію на фондовому ринку через Інтернет, а також інформаційні агентства (наприклад, Bloomberg чи Reuters);

- формування позитивного іміджу та зростання довіри до компанії-емітента. Особливо відчутною ця перевага є для компаній, що мають закордонних постачальників, клієнтів, партнерів чи інших контрагентів;
- вищий рівень ліквідності депозитарних розписок у порівнянні з акціями, що обертаються на внутрішньому ринку. Обсяги національного ринку не завжди дозволяють компаніям-емітентам отримати вигоду від випуску та розміщення своїх акцій. Це характерно, зокрема для українського фондового ринку, оскільки коштів вітчизняних інвесторів недостатньо для великомасштабного вкладення у цінні папери, а це знижує рівень їх ліквідності. Натомість, за рахунок розміщення акцій на біржових майданчиках Європи чи США, вітчизняні компанії отримують більше можливостей для підвищення ліквідності своїх цінних паперів [52].

У найближчі декілька років важко очікувати IPO українських компаній як на Варшавській, так і на інших зарубіжних біржах. Якщо виокремити проблеми, які стримують довгострокові іноземні інвестиції в акції українських емітентів то поряд із загальними політичними та економічними проблемами України є і негативне сприйняття інвестиційного клімату і непередбачувані та нерідко алогічні регулятивні ініціативи, що відлякують іноземних інвесторів.

Нині найпопулярнішими майданчиками для розміщення українськими емітентами депозитарних розписок є Франкфуртська фондова біржа (FSE) та Лондонська фондова біржа (LSE), вони схожі за умовами допуску (див. табл. 3.1). На FSE можуть розміщуватися глобальні та американські депозитарні розписки. Досі вітчизняні емітенти змогли розмістити свої депозитарні розписки лише в сегменті біржі, який називається Open Market – ринок, що регулюється біржею (неофіційний ринок).

На Open Market лістинг депозитарних розписок може проводитися в Entry Standard і Quotation Board (вторинний лістинг). Для включення в Quotation Board компанія повинна мати лістинг своїх депозитарних розписок принаймні на одній фондовій біржі світу з переліку, схваленого Deutsche

Börse. Ринковий сегмент Entry Standard оптимально прийнятний для малих і середніх компаній, які мають намір залучити капітал і покращити конкурентні позиції [53].

Другою за популярністю є LSE, яка пропонує на вибір два майданчики, що відповідають різним потребам емітентів:

- Головний ринок (Main Market);
- Альтернативний інвестиційний ринок (AIM).

Привабливість для IPO українських компаній може стати Лондонська фондова біржа саме через її «новий ринок» альтернативних інвестицій «AIM» оскільки інвестори польського ринку втрачають інтерес до українських емітентів. AIM вирізняється спрощеними вимогами, зокрема емітенти звільняються від регулятивних обмежень з боку UKLA – управління з лістингу, та обмеженим колом інвесторів, які допускаються до торгів.

Таблиця 3.1

**Умови допуску депозитарних розписок до лістингу на провідних біржах світу [52]**

Вимоги	Біржа		
	LSE	FSE	NYSE
Кількість акцій у вільному обігу	25 %	20%	2500 тис. штук
Мінімальна капіталізація компаній/ виручка за останні 12 місяців	700 /-тис. фунтів	750/- тис. євро	а) 750/75 млн дол. б) 500/100 млн дол.
Наявність завіреної аудитором фінансової звітності	за 3 роки (або менше)	-	-
Мінімальний термін існування компанії	-	2 роки	-
Номінальна вартість акції		1 євро	-
Вартість акцій у вільному обігу			100 млн дол.
Мінімальна кількість акціонерів			5000 осіб
Дохід до оподаткування за останні 3 роки		-	100 млн дол.
Підтримка з боку лістинг-партнерів біржі		мінімум 1	
Подання проспекту емісії	+		+

Торік на переважній більшості європейських фондових бірж спостерігалося зростання основних індексів. Найбільше зростання (30,6%) продемонстрував біржовий індекс CEESEG-Vienna. До п'ятірки лідерів також увійшли Warsaw Stock Exchange, індекс якої зріс на 26,4%, Budapest Stock Exchange – на 23%, Oslo Børs (Норвегія) – на 20,2% та Athens Exchange – на 19,7%.

Для порівняння, у 2017 році Індекс вітчизняної ФБ ПФТС зріс на 18,82%, а Індекс українських акцій, який розраховується «Українською біржою», – на 71,27% [54].

Основною відмінністю допуску емітента до AIM від LSE є менша вартість, відсутність вимог до мінімального розміру капіталізації і тривалості присутності на ринку певний час. Вимогами до емітентів є:

- наявність проспекту емісії;
- забезпечення обороту капіталу на достатньому рівні протягом не менш як 1 року з моменту допуску до торгів;
- звітність компанії по стандартам US GAAP, UK GAAP або МСФО;
- відсутність обмежень щодо вільного трансферу акцій компанії;
- наявність брокера та консультанта.

Основними вимогами при оцінці компанії є:

- професіоналізм менеджменту;
- висока якість або інноваційність продукції;
- великі обсяги продаж для виробників стандартної продукції. [53]

Саме тому альтернативна інвестиційна секція LSE AIM є найбільш привабливою для реалій українських компаній - емітентів, які мають успішний досвід проведення IPO на цій секції.

На кінець 2017 року на цих чотирьох «нових ринках» лістингуються 2014 компаній з ринковою капіталізацією понад 173 млрд дол. США. Зростання лістингових компаній на цих провідних «нових ринках» впродовж 2011 – 2017 рр. з 1674 до 2014 або на 20.31 % разом із зростанням загальної ринкової капіталізації цих компаній з 109 до 173 млрд дол. США, або на

ащит58,71 % свідчить про стабільну зростаючу тенденцію та зацікавленість інвесторів та емітентів акцій у цьому сегменті ринку. Однак варто зазначити, що з цього числа компаній лише 4 (МНР, Regal Petroleum, Ukrproduct, XXI Century), які мають активи або бізнеси на території України і залучали капітал на Ринку альтернативних інвестицій (AIM) Лондонської фондової біржі.

Законодавчо передбачено можливість випуску депозитарних розписок і вітчизняним емітентам. Для цього необхідно звернутись до Національного депозитарію України, який володіє винятковим правом укладати кореспондентські відносини з міжнародними депозитаріями та депозитаріями інших країн. [55]

Для практичної реалізації випуску депозитарних розписок Національний депозитарій України повинен встановити кореспондентські відносини з іноземними депозитаріями для проведення клірингу та розрахунків за іноземними трансакціями. Тому для вітчизняного емітента, що має намір використати емісію АДР, реальний спосіб пов'язаний не з депозитарною системою, а з послугами банку, що має кореспондентські відносини з основними учасниками ринку АДР.

З українськими підприємствами найбільше працює The Bank of New York Mellon (BNY M), який має кореспондентські відносини з локальними банками – зберігачами цінних паперів (ING Банк, ПУМБ, тощо), а також Deutsche Bank, який свою першу програму депозитарних розписок для українського емітента здійснив у 2007 р., випустивши розписки для ПАТ «Мотор Січ». Після цього Deutsche Bank продовжив свою діяльність з вітчизняними емітентами і станом на 01.01.2018 р. провів вже 14 програм випуску. Всі інші здійснив BNY M.

Найбільшим локальним зберігачем на українському ринку цінних паперів є нідерландський банк ІНГ Банк Україна, що має кореспондентські відносини з усіма глобальними зберігачами (The Bank of New York, The Chase Manhattan Bank, Bank of Bermuda, State Street). Цей банк надає весь

спектр депозитарних послуг і обслуговує всі інструменти ринку цінних паперів, зокрема й американські та глобальні депозитарні розписки. [53]

Оскільки ІНГ Банк Україна є єдиним субзберігачем The Bank of New York для всіх програм депозитарних розписок в Україні, саме він координує впровадження програм депозитарних розписок. Зокрема цей банк був консультантом Фонду державного майна щодо розробки механізмів приватизації за допомогою депозитарних розписок, і він має налагоджений механізм емісії депозитарних розписок (через Bank of New York) для вітчизняних емітентів цінних паперів [54].

Українські емітенти використовують два способи виходу на іноземний ринок капіталу через механізм депозитарних розписок:

1. Безпосередній випуск депозитарних розписок під акції емітента-резидента України.
2. Створення материнської компанії в офшорній зоні або країні майбутньої емісії і випуск депозитарних розписок вже на акції цієї компанії.

Сьогодні простежується тенденцію до зростання випусків через офшорні компанії, зокрема з 21 емісії, що були спрямовані на залучення нового капіталу, лише одна компанія – ТММ Real Estate, яка працює на українському ринку нерухомості, вийшла на іноземну фондову біржу, як компанія-резидент України, тобто без створення компаній-посередників шляхом продажу депозитарних розписок іноземним інвесторам без порушень законодавства щодо емісії та обігу цінних паперів тощо.

Таким чином, головними перевагами, що отримують українські емітенти при випуску депозитарних розписок, є:

1. Комерційні: розширення ринку пропозиції своїх цінних паперів; поліпшення іміджу емітента.
2. Фінансові: вихід на міжнародний ринок капіталів; стабілізація або підвищення котирувань акцій емітента.
3. Стратегічні: розширення кола потенційних інвесторів; отримання дієвого механізму і вигідного інструменту для злиття і придбань.[56]

Отже, депозитарні розписки є гнучким і привабливим фінансовим інструментом, що має значні переваги свого використання, для українських емітентів, які прагнуть вийти на закордонні ринки капіталу. Механізм випуску депозитарних розписок вже є добре освоєний вітчизняними компаніями і пов'язаний насамперед з послугами банку, що має кореспондентські відносини з основними учасниками ринку депозитарних розписок. На ринку простежується негативна тенденція до зростання кількості випусків депозитарних розписок через створені компанії-посередники в закордонних юрисдикціях, що призводить до виведення значних грошових потоків, активів та інших ресурсів українських компаній з під контроль державних органів України.

### **3.3. Оцінка потенційної можливості дозволу українським інвесторам участі в торгівлі цінними паперами українських емітентів на зарубіжних фондових ринках**

Дослідження сучасного стану фондового ринку в Україні дає підстави стверджувати, що рух капіталів носить розподільно-накопичувально-спекулятивний характер, а не інвестиційний, як у розвинутих ринкових відносин. Основна причина економічної кризи в Україні - непомірно високі відсоткові ставки за кредитами, що ґрунтуються на таких самих непомірних депозитних ставках і ставці рефінансування НБУ, причина чого - відсутність у державі довготривалої макроекономічної політики угоди злиття та поглинання компаній.

Розвиток фондового ринку України характеризується дуже повільним створенням передумов для його подальшого зміцнення, удосконаленням системи захисту прав інвесторів та інтеграцією в міжнародний фондовий ринок. Щодо кількості іноземних інвестицій в економіці України з країн ЄС, можна сказати, що -- вона має нестабільну динаміку. Країни ЄС в частці

надходження ПІ протягом досліджуваного періоду становили від 80,88% в 2009 році до 70,17% в 2017 році. [56]

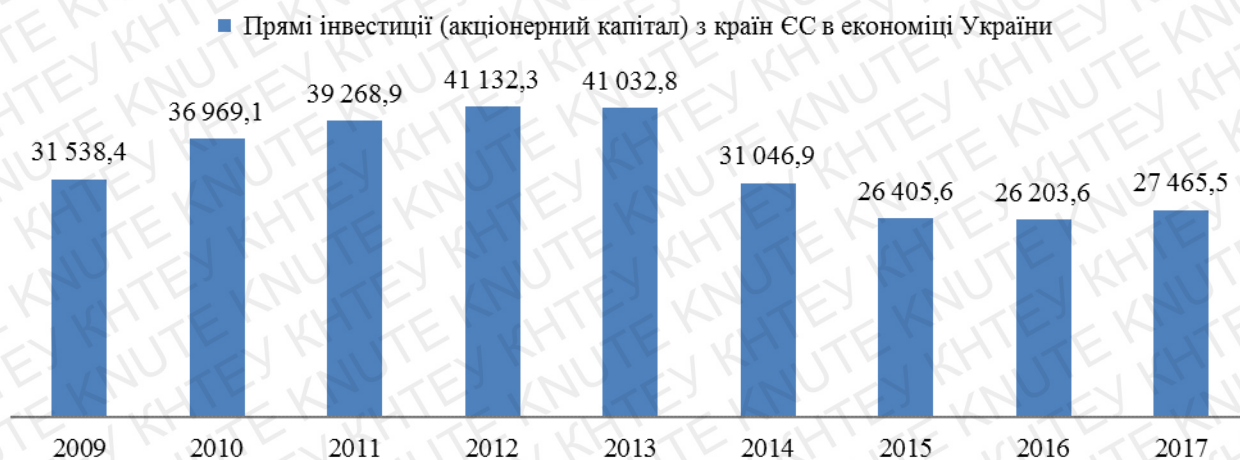


Рис. 3.2. Динаміка прямих інвестицій (акціонерного капіталу) з країн ЄС в економіку України в 2009-2017 рр., млн. дол. [56]

Отже, в порівнянні з основними країнами-інвесторами за попередні роки, Україна втратила більшу частину інвестування від Німеччини, Польщі, Франції.

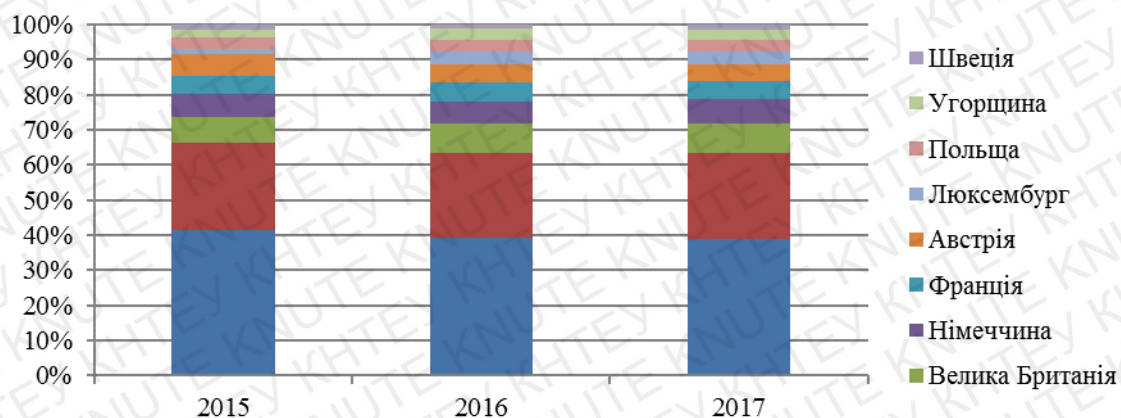


Рис. 3.3. Структура прямих інвестицій (акціонерного капіталу) з країн ЄС в економіку України в 2015-2017 рр., % [56]

Наприклад, Німеччина інвестувала в економічні галузі України в 2013 році – 2908,4 млн. дол. США, в 2014 році – 2105,2 млн. дол. США, у 2015 році – 1598,2 млн. дол. США, в 2017 році – 1792,6. Інвестиції з боку Польщі в 2013 році склали 819,8 млн. дол. США, в 2014 році – 808,6 млн. дол. США, у 2015 році – 758,3 млн. дол. США, в 2016 році – 764,4 млн. дол., в 2017 році – 815,5 млн. дол. США. Таким чином, основними інвесторами України на які



припадає майже 70% загального обсягу надходжень інвестицій, належать Російська Федерація, Кіпр, Велика Британія, Нідерланди і Австрія.

Як видно - систематичність і чіткі тенденції відсутні. Але деякі закономірності все ж спостерігаються. Виділимо періоди, в які, хоча і не рівномірно, але спостерігається зростання рівня інвестицій: з 2002 по 2008 рік, з 2008 по 2014 і, нарешті, з 2014 до теперішнього часу. Різкі падіння величини інвестицій спостерігаються в 2008 і 2014 - роки початку світової економічної і військово-політичної кризи в Україні. А в проміжках між ними економіка України поступово «звикає» і «приходить» від потрясінь. Тобто, незважаючи на кризові моменти, прямі іноземні інвестиції завжди є, і після даних спадів знову нарощують свої суми. Але на даний момент військово-політичну та економічну кризу в Україні настільки значною, що суми наявних інвестицій майже вдвічі менші мінімальної потреби.

За таких умов пошук нових довгострокових та ефективних джерел фінансування призвів до зміни філософії вітчизняного бізнесу і активного використання публічних розміщень цінних паперів на світових фондових біржах. Залучення фінансових ресурсів на вітчизняному фондовому ринку є досить проблематичним. Найбільш привабливими для зарубіжних інвесторів є традиційно сільськогосподарські підприємства, сфера харчової промисловості. На найближчу перспективу серед перспективних у плані IPO є підприємства сфери фармацевтики, машинобудування, IT та банківський сектор. Так в 2018 році розглядається можливість виходу Ощадбанку на IPO у кінці 2021 року [57]. Про це йдеться у проекті стратегії розвитку державних банків до 2022 року включно, який є у розпорядженні ЕП. Мінфін планує, що Ощадбанк залишиться лідером у корпоративному сегменті, підтримуючи на поточному рівні частку корпоративного кредитування, а також нарощуватиме пасиви юридичних осіб.

Для «Ощадбанку» IPO - спосіб заявити про себе світові і отримати великі інвестиції. Ключові параметри банку до 2022 року: чистий дохід - 4,7 млрд грн, ROE - 15%, C / I - 63%, TRS - 43 млрд. грн.

Слід відмітити, що розміщення на IPO дозволяє збільшити ціну акцій та залучити інвестиційні кошти. На рисунку 3.1 показано, наскільки зросла ціна акцій українських компаній OVOSTAR UNION, KSG Agro і Ferrexpo за все за три місяці після IPO.

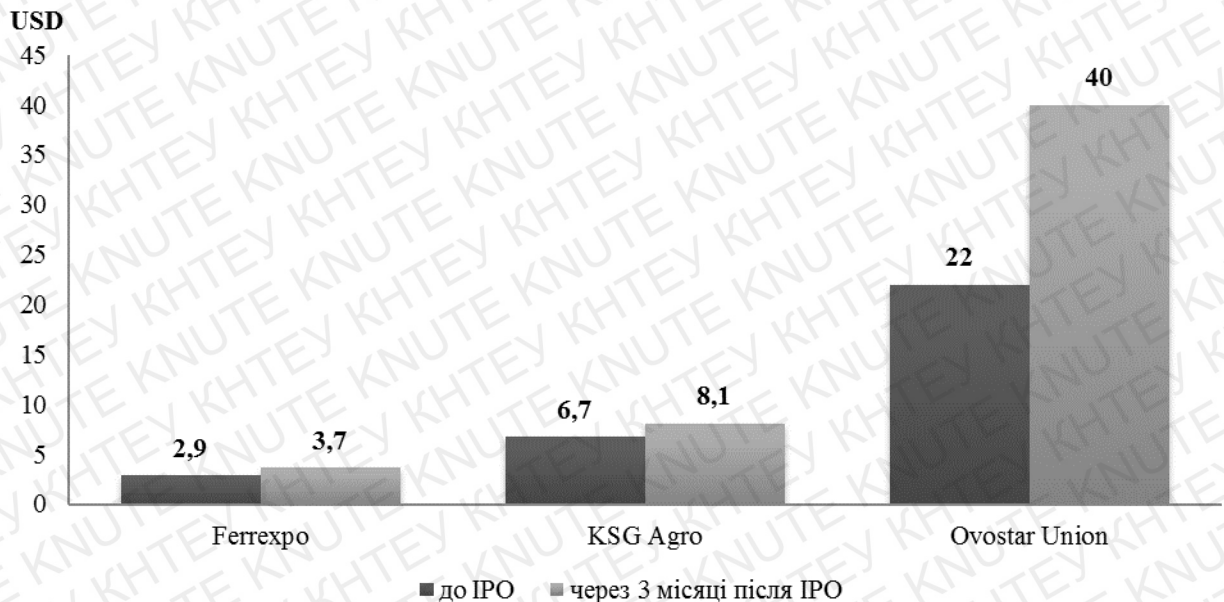


Рис. 3.4. Ціна за акцію українських компаній, дол. [57]

Про намір розмістити акції на біржі заявляє і керівництво «Нафтогазу». Підготовку до IPO планують завершити до 2020 року. Очікується, що розміщення 15% акцій принесе інвестиції в розмірі 10 млрд. дол. США.

Слід також відмітити, що після восьмирічної перерви українські компанії в 2020 році можуть знову вийти з первинною публічною пропозицією акцій (initial public offering, IPO). Швидкозростаючі, динамічні компанії завжди мають шанс залучити фінансування, навіть інвестиції в акціонерний капітал. Це хороший знак того, що в 2020 році, після виборів, варто очікувати відкриття публічного ринку для українських компаній [58].

Слід відмітити, що останньою з України на зовнішній ринок капіталу з IPO вийшла холдингова компанія провідного українського судноплавного оператора - KDM Shipping Public Ltd. (Кіпр); наприкінці липня 2012 року вона розмістила на Варшавській фондовій біржі (WSE) 10,9% акцій. У

результаті було залучено 7,4 млн. дол. США. Загалом на WSE дебютували 13 українських компаній: 11 - на основному майданчику, дві - на альтернативній NewConnect.

Отже, переваги IPO в порівнянні з іншими формами залучення капіталу:

- вихід компанії на міжнародний фондовий ринок, який є надійним джерелом довгострокових інвестицій. Завдяки емісії акцій корпорація залучає довгостроковий капітал в обмін на зобов'язання виплачувати дивіденди і враховувати очікування інвесторів щодо спрямування фінансових ресурсів на реалізацію певної стратегії розвитку емітента. На противагу банківському кредиту залучення коштів через IPO не призводить до зростання боргового тягаря і зберігає незалежність компанії від конкретного фінансового інституту;

- формування об'єктивної ринкової оцінки вартості корпорації та підвищення рівня її капіталізації, оскільки вартість публічного підприємства, як правило, завжди вище вартості закритого приватного підприємства;

- покращення фінансового стану корпорації внаслідок забезпечення вищої ліквідності акцій компаній, збільшення власного капіталу за рахунок зростання акціонерного капіталу в результаті продажу акцій підприємства, а також за рахунок додаткового капіталу внаслідок отримання емісійного доходу;

- можливість залучення інвестицій в майбутньому на більш вигідних умовах, оскільки покращення співвідношення залучених ресурсів до власних збільшує фінансовий леверидж, тим самим дозволяє підприємству, за необхідності, залучати додатковий залучений капітал під нижчі відсотки;

- зростання ефективності діяльності компанії унаслідок підвищення рівня корпоративного управління, прозорості та корпоративної культури. Отримання біржового лістингу забезпечує суспільне визнання та полегшує торгівельні операції з корпоративними акціями, сприяє підвищенню статусу та кредитного рейтингу компаній;

– поліпшення репутації, іміджу корпорації, оскільки її високий публічний статус, котирування акцій на фондових ринках створює додаткові конкурентні переваги та сприяє зростанню числа партнерів і клієнтів. Більше того, біржа, на якій обертаються цінні папери корпорації, зацікавлена у збільшенні об'ємів торгів і здійснює додатковий активний маркетинг, який не завжди може собі дозволити емітент.

О.Ромашко вважає, що перевагами операцій IPO для інвесторів є можливість отримання суттєвого доходу, оскільки акції певної компанії, які вперше продаються на ринку, мають тенденцію до стрімкого зростання в ціні. Негативні аспекти пов'язані з великим ризиком зворотного варіанту розвитку подій і стрімким падінням акцій. Розміщення українськими корпораціями цінних паперів на фондових біржах світу є бажаним, але далеко не для всіх доступним методом залучення інвестицій. Причиною цього є:

- їх низька конкурентоздатність на світовому ринку, недостатня якість корпоративного управління, відмінності у форматах подання інформації емітентом, жорсткіші умови лістингу за кордоном;
- несприятлива зовнішня оцінка всіх аспектів інвестиційного клімату нашої країни, включаючи захист бізнесу. [56]

Представництво українських корпорацій у лістингу іноземних бірж стимулює їх підвищувати стандарти своєї діяльності. З одного боку, це ускладнює процес інвестування, з іншого - сприяє формуванню нового типу суб'єктів господарювання. В Україні існують істотні проблеми у сфері реалізації прав акціонерів і прозорості дій корпорацій. Основна частка акціонерного капіталу зосереджена в невеликій групі великих власників, а міноритарні акціонери мають можливості впливати на діяльність підприємства, отримувати повноцінну фінансову інформацію, мати ринкову оцінку фінансового стану підприємства.

Для підтвердження цього наведу дані рейтингу України за Doing Business 2018 в табл. 3.2.

Таблиця 3.2

**Рейтинг України за Doing Business 2018 [53]**

Теми	DB 2018 Рейтинг	DB 2018 ПП	DB 2017 ПП	Зміна в ПП (%)
Глобально	76	65.75	63.85	1.90
Реєстрація підприємств	52	91.05	91.03	0.02
Отримання дозволів на будівництво	35	75.81	65.77	10.04
Підключення до системи електропостачання	128	58.80	58.45	0.35
Реєстрація власності	64	69.61	69.50	0.11
Отримання кредитів	29	75.00	75.00	..
Захист міноритарних інвесторів	81	55.00	53.33	1.67
Оподаткування	43	80.77	74.27	6.50
Міжнародна торгівля	119	64.26	64.26	..
Забезпечення виконання контрактів	82	58.96	58.96	..
Дозвіл неплатоспроможності	149	28.24	27.95	0.29

У міжнародному рейтингу легкості ведення бізнесу Doing Business 2018, який складається Світовим банком, Україна зайняла 76 місце - між Бутаном і Киргизстаном. У порівнянні з минулим роком наша країна піднялася на чотири рядки з 80 місця. Але по більшості індикаторів Doing Business Україна втратила позиції [53].

Рейтинг формується за 10 категоріями. Піднятися в загальному рейтингу Україна дозволили успіхи по чотирьом з них. Так проривом в 2017 році стався по індикатору «Отримання дозволів на будівництво», де наша країна виросла на 105 пунктів (з 140 до 35). Ключову роль в цьому зіграло зменшення Київською міською радою розміру пайової участі в розвитку інфраструктури з 10 до 2% і зменшення вартості послуг з технагляду в будівництві.

У категорії «Оподаткування» Україна виросла на 41 пункт (з 84 на 43), завдяки зменшенню і уніфікації Єдиного соціального внеску. Крім цього, країна просунулася по індикаторам «Підключення до системи електропостачання» (зі 130 на 128) і «Дозвіл неплатоспроможності» (з 150 на 149).

В інших шести категоріях Україна погіршила позиції. Найбільш провальною стала «Створення підприємств», де держава впало на 32 позиції

(з 20 на 52). На 11 пунктів знизився показник «Захист міноритарних інвесторів» (з 70 на 81); на 9 - «Отримання кредитів» (з 20 на 29); на чотири - «Міжнародна торгівля» (зі 115 на 119) і по одному пункту Україна втратила в категоріях «Реєстрація власності» (з 63 на 64) та «Забезпечення виконання контрактів» (з 81 на 82).

З середини 2013 року на Українській біржі за підтримки Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку розпочалась реалізація інноваційного проекту «Ринок залучення капіталу». Ринок залучення капіталу - сектор публічного розміщення цінних паперів. Основне призначення біржового продукту - сприяння залученню інвестицій, перш за все, для невеликих і зростаючих компаній, що прагнуть реалізувати свій потенціал розвитку. До переваг продукту можна віднести таке:

- залучення капіталу (Cash-In);
- ринкова оцінка бізнесу;
- зростання капіталізації. Вигоди для венчурних фондів - ринкова оцінка інвестицій;
- підвищення вартості інвестицій;
- можливість виходу (Cash-Out). Інтерес для інституційних і приватних інвесторів - розширення списку інструментів для інвестицій;
- поява дійсно публічних емітентів. Крім того, це прості і демократичні правила, що встановлені на ринку, які враховують особливості українських компаній і не вимагають наявності тривалої історії діяльності, не встановлюють вимоги щодо великої капіталізації та відсотка акцій у вільному обігу (free float), сучасні і надійні технології торгів і розрахунків.

[59]

За умов відновлення економічного зростання України, реалізації реформ фондового ринку НКЦПФР в середньостроковій перспективі до 2020 року на альтернативному ринку Української біржі можна очікувати IPO нових емітентів акцій за:

а) базовим сценарієм – 15 нових емітентів акцій, які, в залежності від запропонованого фрі-флоуту акцій, зможуть залучити на ринку від 190 до 630 млн та матимуть мінімальну оціночну ринкову капіталізацію у 2020 році – 1250 млн грн;

б) оптимістичним сценарієм – 29 нових емітентів акцій, в залежності від запропонованого фрі-флоуту акцій, зможуть залучити на ринку від 350 до 1175 млн грн та матимуть мінімальну оціночну ринкову капіталізацію у 2020 році 2350 млн грн. [59]

Безумовно у випадку реалізації одного із сценаріїв проект Української біржі «Ринок залучення капіталу» стане ефективним інструментом залучення грошових коштів для молодих компаній, що розвиваються, а біржовий ринок акцій та інвестори отримають додаткові інструменти для інвестицій та торгів у вигляді нових емітентів акцій з якісним корпоративним управлінням (див. табл. 3.3).

Таблиця 3.3

**Прогноз реалізації проекту «Ринок залучення капіталу» (РЗК)  
Української біржі (УБ) у 2019-2020 рр. за умов оптимістичного (ОП) та  
базового (БЗ) сценаріїв [59]**

Показник	2018		2019		2020	
	БЗ	ОП	БЗ	ОП	БЗ	ОП
1. Приріст реальною ВВП України,	2,5	3,5	3	4	4,5	5
2. Обсяг валютних резервів НБУ, (млрд. дол США)	22	25	28	30	35	40
3. Курс гривні до 1 дол США	27,5	27	27,5	27	28	27,5
4. Іноземні портфельні інвестиції в акціонерний капітал, (млн. дол. США)	350	400	350	400	450	500
5. Середньон-річний обсяг зарезервованих коштів в Розрахунковому центрі для угод на УБ (млн. грн.)	100	150	200	250	400	600
6. Індекс УБ, (пунктів)	1300	1500	1800	2000	2500	3000
7. Пенсійна реформа (2-й та 3-й рівень недержавною пенсійною забезпечення)	2	2	2	2	3	3

Продовження таблиці 3.3

8.К-сть емітентів, що пройшли IPO на «РЗК» У Б (обсяг емісії 50 млн. грн. в 2018 р., 100 млн. грн. після 2018 р.)	5	8	5	8	5	10
9.Обсяг залучених коштів від IPO при розміщенні 15%/50% акцій, (млн. грн.)	38/125	60/200	75/250	120/400	75/250	150/500
10.Середня оціночна мінімальна ринкова капіталізація емітентів акцій, що пройшли IPO на «РЗК» УБ, (млн. грн.)	250	550	750	1350	1250	2350

Однак, варто зазначити, що сьогодні головною перепорою швидкої реалізації інноваційного продукту «Ринок залучення капіталу» Української біржі, окрім політико-економічної ситуації в Україні є – реальний дефіцит платоспроможних інвесторів та низька корпоративна культура вітчизняних емітентів. За останні роки поле вітчизняних інвесторів значно звузилось. Дрібні приватні інвестори та українські торговці цінними паперами, які продовжують спекулювати на біржі, практично, вже не мають інвестиційного ресурсу для купівлі такого роду інструментів. Обсяг середньомісячних залишків депонованих коштів торговців цінних паперів та їх клієнтів для торгівлі на Українській біржі у 2010–2017 рр. мав стійку негативну динаміку, починаючи з березня 2011 року з пікових значень у майже 300 млн грн, закінчуючи стабілізацією залишків коштів у 2015–2017 рр. на рівні 18-20 млн грн в середньому.

Розвитку ринку IPO в Україні може посприяти здійснення «народних» приватизаційних IPO із продажем певного відсотку IPO-акцій виключно населенню. Серед ринкових засад успіху багатьох іноземних ринків IPO – активна приватизація державних компаній на локальних майданчиках, завдяки якій до фінансового ринку виявляє великий інтерес маса нових інвесторів. За кордоном сотні тисяч громадян на відкритих торгах купують державні цінні папери за ринковими цінами.

В Україні ж багато державних компаній були передані в одні руки за відверто заниженою вартістю – найчастіше на закритому аукціоні з одним



учасником і без будь-якої участі біржі. Це зумовлює необхідність закріплення продажу певного відсотку IPO-акцій державних підприємств виключно населенню, що одночасно призведе до зниження впливу фінансово-промислових груп на вітчизняну економіку. [58]

Ефективним методом залучення індивідуальних інвесторів стане зниження відсоткових ставок за депозитами та податкове стимулювання інвестицій у фондовий ринок. Наприклад, у Польщі низькі відсоткові ставки за депозитами у злотих (трохи більше 2%) змушують індивідуальних інвесторів шукати більш дохідні напрями вкладення власних заощаджень, серед яких найпривабливішим виявляється фондовий ринок.

У результаті частка індивідуальних інвесторів в обсягах торгівлі акціями на Головному ринку ВФБ складає 15%, на New Connect – 75%. У КНР з 1994 року не обкладаються податком доходи індивідуальних інвесторів (фізичних осіб) від операцій з цінними паперами, що стало ефективним інструментом підтримки національного ринку IPO. Впровадження даного заходу щодо цінних паперів, які братимуть участь у «народних» приватизаційних IPO, дозволить підвищити кількість індивідуальних інвесторів та стане ключовим чинником розбудови вітчизняного ринку IPO.

Слід також зазначити, що з лютого 2018 року цінні папери компаній з українськими активами, які знаходяться в обігу на зарубіжних біржах, стали доступні не лише для великих інвесторів, але і для будь-якого громадянина в Україні. Тепер громадяни України зможуть купити іноземні цінні папери та вільно ними розпоряджатися: продавати, дарувати, передавати у спадок, тощо. Така можливість з'явилася завдяки набуттю чинності з 6 лютого 2018 року рішенням №871 Про внесення змін до Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України. [59]

Даний захід було здійснено з метою пожвавити український ринок цінних паперів. Таким чином, один із способів подальшого розвитку ринку цінних паперів є забезпечення інвесторам ефективної інфраструктури для

придбання зарубіжних активів. Рішення про спрощення доступу іноземних цінних паперів грає в цьому процесі одну з головних ролей. Тепер все, що необхідно зробити емітенту для отримання дозволу від регулятора (Національної комісії, що здійснює регулювання цінних паперів та фондового ринку, НКЦБФР) на допуск цінних паперів іноземної компанії, - це заповнити стандартну форму заявки. Збір іншої інформації і введення на український фондовий ринок - здійснює Нацдепозитарій (далі - НДУ). Рішення також скасовує обмеження обсягу іноземних цінних паперів, допущених до обігу на ринку України. Крім цього, тепер допуск іноземних цінних паперів може бути дозволений не тільки за заявою емітента, а й за зверненням НДУ. Раніше, якщо емітент не був зацікавлений в зверненні його цінних паперів в Україні, вони не могли потрапити на внутрішній ринок. Тепер НДУ може отримувати дозвіл в інтересах інвесторів.

Таким чином, прийняття змін до Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України створить стимули для збільшення обсягу пропозицій. Будуть створені нові можливості для бізнесу, скоротиться дефіцит якісних фінансових інструментів. Фонди і страхові компанії зможуть збалансувати свої портфелі за допомогою активів, номінованих в іноземній валюті. Розшириться спектр послуг, на яких можуть заробляти депозитарні установи України, залучаючи нових клієнтів і конкуруючи один з одним. Спрощена процедура дозволить збільшити обсяги торгів на українському фондовому ринку і зробить його більш привабливим для первинного публічного розміщення.

## ВИСНОВКИ І ПРОПОЗИЦІЇ

У випускній кваліфікаційній роботі було розглянуто можливість розміщення цінних паперів вітчизняними емітентами на зарубіжних фондових ринках.

За результатами досліджень, проведених в роботі, можна зробити наступні висновки:

1) Цінний папір являє собою документ, який відображає пов'язані з ним майнові права, а також може бути самостійним предметом обігу на ринку та бути об'єктом купівлі-продажу та інших угод. Цінний папір є джерелом одержання регулярного чи одноразового прибутку та виступає різновидом грошового капіталу. Цінні папери класифікуються за рядом ознак, які визначають як спосіб вираження прав, так і метод відображення операцій з ними в бухгалтерському обліку.

2) Депозитарні розписки дозволяють подолати державні кордони та законодавчі перешкоди і можуть розглядатись як ефективний інструмент для інвестора іноземних активів.

3) Державне регулювання ринку цінних паперів в Україні здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів у межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку регулює діяльність емітентів цінних паперів за такими напрямками, як: реєстрація всіх випусків акцій, облігацій підприємств, облігацій внутрішньої місцевої позики, фінансових інструментів ринку цінних паперів, похідних; встановлення вимог та стандартів щодо таких випусків та здійснення контролю за дотриманням емітентами порядку реєстрації таких випусків; розробка нормативних документів щодо емісійної діяльності учасників ринку; ведення загального реєстру випусків цінних паперів; сприяння адаптації національного ринку

цінних паперів до міжнародних стандартів; узагальнення практики застосування законодавства України з питань емісії та обігу цінних паперів в Україні та його покращення; сприяння розвитку ринку цінних паперів та похідних (деривативів); удосконалення засад корпоративного права.

З метою удосконалення процесу розміщення цінних паперів, для вітчизняних інвесторів були розроблені наступні пропозиції:

- 1) здійснення «народних» приватизаційних IPO із продажем певного відсотку IPO-акцій виключно населенню.
- 2) Розвиток депозитарних розписок через компанії з вітчизняним капіталом
- 3) Держава має прийняти зміни до Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України, що створить стимул для збільшення обсягу пропозицій, а саме: будуть створені нові можливості для бізнесу, скоротиться дефіцит якісних фінансових інструментів. Фонди і страхові компанії зможуть збалансувати свої портфелі за допомогою активів, номінованих в іноземній валюті. Розшириться спектр послуг, на яких можуть заробляти депозитарні установи України, залучаючи нових клієнтів і конкуруючи один з одним. Спрощена процедура дозволить збільшити обсяги торгів на українському фондовому ринку і зробить його більш привабливим для первинного публічного розміщення.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Цивільний кодекс України від 16.01.2003 р. // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2003. – № 40-44. – Ст. 356
2. Господарський кодекс України від 16.01.2003 р. // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2003. – № 18. – Ст. 144.
3. Про цінні папери і фондовий ринок : Закон України від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. - 2006. - № 31. - Ст. 268
4. Посполітак В.В. Правове визначення поняття цінних паперів. Ознаки та класифікація цінних паперів / В.В. Посполітак // Юридичний журнал. – 2013. – № 1. – С. 92–103.
5. Доронин И.Г., Семилютин Н.Г. Что нужно знать о ценных бумагах. - М.: Россия молодая, 201 - 44 с.
6. Нерсесов Н.О. О бумагах на предъявителя с точки зрения гражданского права. - М. - 1889. - 194 с.
7. Цивільне право України. Загальна частина: підручник за ред. О.В. Дзери - К.: Юрінком Інтер, 2016. – 976 с.
8. Гостюк В.І. Цивільно-правові договори з цінними паперами за законодавством України: Автореферат дис. к.ю.н. - К. - 2015. -20с.
9. Поняття та юридична природа цінних паперів / О. Кологойда // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Юридичні науки. - 2017. - Вип. 86. - С. 36-39. - Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/VKNU\\_Yur\\_2011\\_86\\_12](http://nbuv.gov.ua/UJRN/VKNU_Yur_2011_86_12)
10. Юлдашев О.Х. Міжнародне приватне право: теоретичні та прикладні аспекти / О.Х. Юлдашев [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrkniga.org.ua/ukrkniga-text/712/1>.
11. Войнаренко М.П. Корпоративні цінні папери: обліково-фінансовий аспект: монографія / М.П. Войнаренко, С.З. Мошенський, Н.А. Пономарьова. – Житомир: ЖДТУ, 2016. – 260 с.

12. Щербина В.С. Господарське право: [підручник] / В.С. Щербина; 4-те вид., перероб. і доп. – К.: Юрінком Інтер, 2014. – 640 с.

13. Кодекс торговельного мореплавства України від 23.05.1995 р. № 176/95-ВР 84 / Верховна Рада України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/176/95-вр/ed20110406/page3>.

14. Хаєцька І. Єврооблігації як ефективний механізм залучення капіталу українськими компаніями / І. Хаєцька // Актуальні проблеми міжнародних відносин: [зб. наук. праць] / Київський нац. ун-т ім. Тараса Шевченка, Ін-т міжнар. відносин; [голов. ред. Л. В. Губерський]. - К.: ІМВ КНУ. Вип. 95, ч. 2. - 2013. - 194 с.

15. Миколишин М. М. Аналіз розвитку ринку єврооблігацій банків в Україні / М. М. Миколишин // Регіональна економіка . - 2015. - № 3. - С. 107-114

16. Буй Т. Г. Проблеми використання корпоративних єврооблігацій для залучення коштів на міжнародний ринок капіталу / Т. Г. Буй // Фондовий ринок. - 2016. - № 37. - С. 6-13

17. Данилюк М. М. Державні цінні папери як інструменти фінансування держави в зарубіжних країнах і в Україні / М. М. Данилюк // Науковий вісник Херсонського державного університету. – 2014. – Випуск 6. – Ч. 4. – С. 203-206.

18. Кирилов С. Цільові облігації, опціони та інші схеми фінансування будівництва / С. Кирилов // Податки та бухгалтерський облік. - 2016. - № 18. - С. 13-17

19. Гарбар Ж.В. Аналіз сучасного стану ринку державних цінних паперів в Україні / Ж.В. Гарбар // Економічний аналіз. – 2014. – Т. 18. – № 1. – С. 136–146.

20. Доценко-Білоус Н. Цільові облігації: особливості перевтілення / Н. Доценко-Білоус // Бухгалтерія (додаток до газети «Бизнес»). - 2013. - № 32. - С. 55- 57

21. Вовчак О. Д. Досвід рефінансування житлових іпотечних кредитів в Україні шляхом випуску звичайних іпотечних облігацій / О. Д. Вовчак, І. В. Ковалишин // Економіка та держава : міжнародний науково-практичний журнал. - 1409. - № 11. - С. 16-21

22. Шуба О.А. Особливості єврооблігаційних запозичень країн з ринками, що розвиваються / О.А. Шуба // Інвестиції: практика та досвід. – 2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.investplan.com.ua/?op=1&z=3216&i=6>.

23. Глущенко С. В. Кредитний ринок: інститути та інструменти. - К.: Вид. дім «Києво-могилянська академія», 2014. - 153 с.

24. Кириченко О. Державні цінні папери у контексті розвитку ринку боргових зобов'язань / О. Кириченко, І. Белоусова, В. Кудрицький // Україна фінансова [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/rzp/148.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/148.htm)

25. Бондарчук І. В. Залучення капіталу шляхом розміщення акцій на фондових біржах / І. В. Бондарчук, Т. Пірс // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/rzp/185.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/185.htm)

26. Депозитарні розписки як фінансовий інструмент та об'єкт інвестування в акції іноземних емітентів.// Фінансовий ринок України. - № 3 (53). – 2015. – С. 7- 9.

27. Качаліна Т., Мозжухов О. Чи легко потрапити на фондовий ринок США? [[www.lp.ru/index.htm](http://www.lp.ru/index.htm)].

28. Бюджетний кодекс України від 08.07.2016 № 2456-17 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.

29. Про державне регулювання ринку цінних паперів: Закон України // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – Ст. 1.

30. Objectives and Principles of Securities Regulation : [Електронний ресурс] // IOSCO. – 2013. – 68 р. – Режим доступу : [http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOS\\_COPD154.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOS_COPD154.pdf)

31. Полухович В. Актуальні питання розвитку саморегулювання на фондовому ринку України в сучасних умовах / В. Полухович // Вісник Академії правових наук України. – 2014. – № 3 (66) – С. 138–146.

32. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку. 2-ге видання: монографія /Лютий І.О., Грищенко Т.В., Любка О.В., Білик О.П., Рак Р.В., Буй Т.Г., Мокієнський С.З., Нічосова Т.В.. Прімсрова О.К 'Заред. І.О. Лютого; - К.: ЦУЛ, 2015. 432 с.

33. Олійник О.В. Єврооблігаційні позики як інструмент мобілізації боргового фінансування вітчизняними корпораціями на міжнародному ринку капіталу / О.В. Олійник, І.В. Сідельнікова // Вісник Кам'янець- Подільського національного університету імені Івана Огієнка. – 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://dspace.kpnu.edu.ua:8080/jspui/bitstream>.

34. Кошарна Ю.Ю. Єврооблігації як один із видів залучення іноземних інвестицій в економіку України / Ю.Ю. Кошарна // Молода наука. – 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://web.znu.edu.ua/NIS/moloda\\_nauka\\_2013\\_\\_tom\\_3\\_\\_peredelannyj.pdf#page=194](http://web.znu.edu.ua/NIS/moloda_nauka_2013__tom_3__peredelannyj.pdf#page=194)

35. Базилевич В.Д. Економічна теорія: Політекономія [підручник] / За ред. В.Д. Базилевича. – 7-ме вид., стер. – К.: Знання-Прес, 2016. – 719 с

36. Берлінська біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.boerse-berlin.de/index.php>

37. Лондонська фондова біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>

38. Середньострокові ноти як ефективний інструмент запозичень на міжнародному ринку капіталів/ А. О. Столяр // Наукові праці НДФІ 4 (57) - 2014– с. 114-121

39. Цінні папери [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://landlord.ua/dymka/tsinni-papery/>

40. Офіційний сайт Варшавської фондової біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.gpw.pl>.



41. Шевченко Г. Категории и виды акций / Г. Шевченко // Банковское право. – 2015. – № 2. – С. 26–28
42. Сопровождение Private Placement второй украинской компании на NewConnect [Электронный ресурс] // Офіц. сайт ILF. – Режим доступу: <http://www.ilf-ua.com/ru/projects/consulting/310720141/>.
43. Герасименко А Г. Конкурентна політика держави на пріоритетних ринках: напрями вдосконалення / А.Г. Герасименко Н Збірник наукових праць «Антимонопольно-конкурентна політика: теорія та практика» - Вип. 3 - К. Фенікс, 2015 -С. 165-184.
44. Люксембурзька фондова біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.bourse.lu/home>
45. Блакитні фішки: українські агрохолдинги подешевшали на €130 млн. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://agroday.com.ua/2018/04/16/ukrayinski-agroholdyngy-podeshevshaly-na-e130-mln/>
46. Fitch присвоїло 8-річним єврооблігаціям МХП фінальний рейтинг «В» // <http://landlord.ua/fitch-prisvoyilo-8-richnim-yevroobligatsiyam-mhp-finalniy-reyting-v/>
47. Cbonds.EM [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://em.cbonds.info/emissions/simple/>
48. Стратегія розвитку фондового ринку на коротко та довгострокову перспективу [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.aust.com.ua/docs/main/Sratagy2015.doc](http://www.aust.com.ua/docs/main/Sratagy2015.doc)
49. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку ) [Електронний ресурс] – режим доступу - <https://www.nssmc.gov.ua/>
50. Угода про асоціацію між Україною та Європейським Союзом і його державами-членами [Електронний ресурс] / Ком. з питань європ. інтеграції Верхов. Ради України. – Режим доступу: [http://comeuroint.rada.gov.ua/komevoint/control/uk/publish/article?art\\_id=56220](http://comeuroint.rada.gov.ua/komevoint/control/uk/publish/article?art_id=56220).

51. NYSE Listing Standards. [Electronic resource]. – Mode of access <http://usequities.nyx.com/regulation/listed-companies-compliance/listings-standards>

52. Гавриленко А.С. Розміщення корпоративних цінних паперів на фондових біржах України: особливості / А.С. Гавриленко // Формування ринкових відносин в Україні. — 2014. — № 9. — С. 32—36.

53. Doing Business 2018 [Електронний ресурс] – режим доступу - <http://russian.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/ukraine#enforcing-contracts>

54. Тенденції розвитку європейських фондових ринків у 2017 році [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://finpost.com.ua/news/6688>

55. Державна служба статистики України: Статистична інформація [Електронний ресурс] / Державна служба статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

56. Ромашко О.Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків : навч. посібн. / О.Ю. Ромашко. – К. : Вид-во КНЕУ, 2014. – 240 с.

57. Мінфін планує вихід Ощадбанку на IPO у кінці 2021 року [Електронний ресурс] – режим доступу: <https://www.epravda.com.ua/news/2017/12/27/632575/>

58. Українські компанії в 2020 р. можуть знову вийти з IPO на зовнішні ринки - "Конкорд Кепітал"[Електронний ресурс] – режим доступу - <https://ua.interfax.com.ua/news/economic/507221.html>

59. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.

## ДОДАТКИ

## Додаток А

## Визначення поняття «цінні папери» [9]

Автори	Визначення
Агарков М. М.	Цілий ряд паперів (вексель, чек, акція і т. д.), пред'явлення паперу необхідно для здійснення вираженого в ньому права
Кейнс Д. М.	Документ встановленої форми, що засвідчує участь у корпоративній власності або боргове зобов'язання
Маслова С. О.	Документарне свідоцтво про участь в капіталі акціонерного товариства або надані позики, а також довгострокові зобов'язання емітентів виплачувати їх власникам дохід у вигляді дивіденду або відсотка
Алексеев М. Ю.	Документ, що відображає пов'язані з ним майнові права, може бути самостійним предметом обігу на ринку та бути об'єктом купівлі-продажу та інших угод, є джерелом одержання регулярного чи одноманітного прибутку, виступає різновидом грошового капіталу
Анесьянц С. А.	Форма існування капіталу, відмінна від його товарної, виробничої та грошової форми, яка може передаватися замість нього самого, обертатись на ринку як товар і приносити дохід
Галанова В. А., Басова А. І.	Це свідоцтва про участь їх власників у капіталі акціонерного товариства або надані позики
Міркін Я. М.	Документ, що має юридичну силу, складений за встановленою формою, що надає його власнику стандартизований набір прав відносно особи, яка випустила цей документ, можливість передачі даного документа при дотриманні заздалегідь обумовлених умов, але без згоди емітентів, іншій особі разом з усім комплексом посвідчених ним прав
Назаров М. Г.	Грошовий або товарний документ, що дає їх власнику майнові права і право на одержання певних грошових сум, доходів
Райзберг Б. А.	Форма вкладення грошових коштів фізичними та юридичними особами і спосіб набуття ними доходів від їх вкладення
Остапенко В. В.	Це грошовий документ, що засвідчує право володіння чи відносини позичання, визначає взаємовідносини між особою, яка його випустила, та його власником і передбачає, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів чи процентів, а також можливість передачі грошових та інших прав, що впливають з цих документів, іншим особам
Шевченко Р. І.	Сертифікат, що представляє власність на майно і на основі якого може бути здійснена передача або реалізація прав на майно

*Джерело: побудовано автором за даними [9]*

## Світові моделі регулювання ринку цінних паперів [30]

Модель	Модель державного регулювання	Модель саморегулювання ринку
Характеристика	Здійснення державою комплексних заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду над ринком цінних паперів та запобігання порушенням у цій сфері	Безпосереднє регулювання ринку цінних паперів здійснюють організації саморегулювання
Ключові функції	<ul style="list-style-type: none"> <li>– прийняття актів законодавства з питань діяльності учасників ринку;</li> <li>– регулювання випуску та обігу цінних паперів, прав та обов'язків учасників ринку;</li> <li>– видача ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів та забезпечення контролю за такою діяльністю;</li> <li>– реєстрація випусків цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів;</li> <li>– створення системи захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав;</li> <li>– встановлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів та контролю за їхнім дотриманням;</li> <li>– контроль за системами ціноутворення на ринку цінних паперів;</li> <li>– контроль за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів;</li> <li>– проведення інших заходів щодо державного регулювання і контролю за випуском та обігом цінних паперів.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– здійснення ринком в особі саморегулюючих організацій таких функцій регулювання:</li> <li>– встановлення стандартів професійної діяльності учасників ринку;</li> <li>– контроль щодо подання звітності;</li> <li>– проведення перевірок діяльності учасників ринку;</li> <li>– контроль за діяльністю учасників ринку;</li> <li>– сертифікація та ліцензування.</li> </ul>

### Регулятори ринку цінних паперів та їхні повноваження [30]

Країна	Регулятор ринку цінних паперів	Основні повноваження	
Великобританія	Управління з фінансового регулювання та контролю	ліцензування учасників ринку; контроль і постійний моніторинг діяльності учасників ринку; підтримка бази даних про ліцензовані установи; інформування інвесторів про потенційно доступні механізми інвестування; створення механізмів компенсації для інвесторів та ін.	
	Орган пруденційного нагляду	Управління знаходиться в підпорядкуванні Банку Англії та покликане забезпечити надійність і стійкість фінансової системи країни	
Німеччина	Федеральне управління фінансового нагляду	ліцензування діяльності: призупинення або відкликання ліцензії; нагляд за діяльністю фінансових організацій; перевірка платоспроможності фінансових установ; аналіз фінансового становища фінансових організацій; недопущення інсайдерських угод і маніпуляцій та ін.	
США	Саморегулювання	Комісія із цінних паперів та бірж	реєстрація брокерських фірм та нагляд за їхньою діяльністю; виявлення порушень на фондовому ринку і накладення санкцій; регулювання випуску та продажу цінних паперів; захист інтересів інвесторів; регулювання діяльності бірж, брокерів, інвестиційних консультантів, інвестиційних фондів; контроль за забезпеченням розкриття необхідної інформації та ін.
		Комісія з товарних ф'ючерсів	реєстрація всіх учасників ринку, які здійснюють діяльність на ф'ючерсній біржі; моніторинг підзвітних компаній щодо виконання ними зобов'язань; щотижневий збір звітів компаній; застосування санкцій по відношенню до недобросовісних компаній; відкликання ліцензії та закриття компанії, яка порушила положення регулятора, та ін.

*Продовження додатку В*

■		Управління з регулювання фінансової галузі	здійснює нагляд за операціями на ринку; реєструє фірми з торгівлі цінними паперами; реєструє брокерів і проводить іспити (видає кваліфікаційні посвідчення); веде центральний реєстр послужних списків фірм і брокерів; здійснює арбітражні послуги; регулює діяльність ринку і брокерів; консультує інших регуляторів та ін.
---	--	--	---