

*В. Г. Федоренко,
д. е. н., професор, академік УАН,
Т. Є. Воронкова,
к. е. н., професор кафедри економіки, обліку і аудиту, Київський національний
університет технологій та дизайну*

ІРО ЯК АЛЬТЕРНАТИВНА ФОРМА ІНВЕСТУВАННЯ НА ГЛОБАЛЬНИХ РИНКАХ КАПІТАЛУ

Узагальнено особливості проведення ІРО українськими підприємствами, розкрито його позитивні риси і ризики, запропоновано основні напрями розвитку ринку ІРО.

The features of realization of IPO are generalized by the Ukrainian enterprises, he is exposed positive lines and risks, basic directions of market of IPO development are offered.

ВСТУП

Інтеграція України в світову економіку та посилення на вітчизняних теренах глобалізаційних процесів сприяли тому, що все більше українських підприємств почали застосовувати на практиці стандарти корпоративного управління та використовувати різноманітні інструменти для залучення фінансування. Банківське кредитування та випуск облігацій є поширеними та апробованими способами залучення фінансових ресурсів на українському ринку. Поряд з тим, на сучасному етапі розвитку підприємства шукають довгострокові та ефективні альтернативні джерела фінансування, серед яких значне місце посідає ІРО — один із форм залучення додаткового фінансування шляхом пропозиції цінних паперів емітента для реалізації широкому колу інвесторів, які мають доступ на біржовий ринок [1].

З-поміж цілого ряду механізмів, якими може скористатися компанія за повного чи часткового продажу пакету акцій, саме вихід українських емітентів на міжнародні фондові біржі для публічного розміщення своїх акцій, як правило, генерує найбільшу вартість компанії.

Незважаючи на кризу фінансового сектора, перед українськими підприємствами стоїть питання пошуку ефективних джерел фінансування для подальшого розвитку. Додатковими можливостями залучення інвестиційного капіталу підприємствами є продаж частини акціонерного капіталу через первинне публічне розміщення ІРО (Initial Public Offering).

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

В практиці функціонування фондового ринку, а також в науковій економічній літературі ІРО сприймається в якості важливого фактора економічного розвитку, інструменту розширення форм інвестування на глобальному ринку. Так, А. Чалова розглядає ІРО в якості інструмента розвитку бізнесу, а І. Рекуненко, Т. Майорова — як перспективний метод залучення капіталу вітчизняними підприємствами. В роботах І. Мігус, О. Саліхової висвітлено переваги та недоліки використання депозитарних розписок як інструменту залучення іноземних інвестицій в Україну. Такі автори, як Н. Костенко, Н. Євтушенко, Р. Задорожна, висвітлюють проблеми первинної публічної пропозиції акцій (ІРО) в якості засобу розвитку фондового

ринку України внаслідок виходу компаній на світові фондові ринки.

Сучасний фінансовий ринок є гнучким і динамічним, що зумовлює постійне оновлення фінансових інструментів, серед яких IPO є прикладом фінансової інновації, який лише нещодавно почав широко використовуватися. Цей вид залучення капіталу на глобальних ринках має індивідуальні особливості в силу того, що IPO може мати як позитивні, так і негативні економічні наслідки. В останньому випадку це відбувається при недостатній кваліфікації менеджменту при первинному розміщенні акцій.

Дотепер серед експертів немає єдності в питанні сутності первинного розміщення акцій. Класичне IPO передбачає вихід компанії на біржу з новою емісією. Разом з тим, допускається, що IPO можна назвати і продаж акціонерами на біржі своїх часток, якщо кошти від неї надходять у компанію. Існує підхід, відповідно до якого у випадку, якщо компанії вже пройшли лістинг на внутрішньому ринку, вони можуть провести "подвійний первинний" лістинг на зарубіжних біржах, наприклад в Лондоні. Натомість у даному випадку слід вважати IPO розміщенням нових паперів на новому майданчику. На практиці має місце "попереднє IPO", коли послідовно за невеликим пакетом на одному майданчику відбувається первинне розміщення пакета більшого обсягу на іншому майданчику.

Крім того, не приділено достатньої уваги деяким питанням теоретичного і прикладного характеру, зокрема методам проведення первинного публічного розміщення, бар'єрам ринку IPO, позитивним рисам і недолікам IPO як інструменту виведення українських підприємств на зарубіжні ринки капіталів.

За даних причин необхідно досліджувати IPO, щоб передбачити наслідки виведення вітчизняних підприємств на світові ринки капіталу. Цим і пояснюється актуальність і вибір даної теми дослідження.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

IPO є першим публічним розміщенням акцій компанії, яке проводиться переважно на біржових майданчиках. Процедура проведення первинного розміщення акцій є трудомісткою внаслідок того, що здійснюється серед широкого кола інвесторів (емітентів, фінансових і юридичних консультантів, банків, аудиторських компаній, PR-агентств, депозитаріїв). При цьому необхідно визначитися з біржею, в якій належить зробити інвесторам пропозицію про покупку акцій.

Існують три основних мети щодо проведення IPO. Головна мета полягає у залученні значної величини фінансового капіталу на довгостроковій основі. За оцінками експертів, для країн з високим стійким річним економічним зростанням співвідношення залученого капіталу на біржах та валового національного доходу перевищує 2%, незалежно від рівня розвитку економіки. Україна поки що не належить до цих країн.

Наступна мета первинного розміщення акцій — об'єктивна оцінка вартості підприємства. Основними критеріями останньої є наявність ефективного регулювання ринку, регулювання корпоративних відносин,

вільний доступ інвесторів і висока якість конкуренції. Під ефективним регулюванням розуміють виключення маніпулювання цінами і ринком, використання інсайдерської інформації й усунення фактора монополізації ринку. Регулювання корпоративних відносин передбачає прийняття стандартів корпоративного управління і "прозорість" інформації. Низькі бар'єри входу інвесторів і різноманітність механізмів інвестування є базовими для вільного доступу інвесторів. А до високої якості конкуренція відносить велику кількість інвесторів, однорідність емітентів і високу конкуренцію за гроші інвесторів.

Позиціонування компанії як публічного інституту — третя мета IPO, що виділяється експертами. Первинне розміщення акцій підтверджує, що корпоративне управління в компанії відповідає прийнятому стандарту, досягнута інформаційна прозорість і компанія має довгострокову стратегію розвитку бізнесу. Окрім того, IPO свідчить про те, що навколо компанії існує суспільна підтримка: акціонери (у тому числі іноземні) можуть виступати сильним лобістським ресурсом.

За офіційним визначенням Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE), IPO (Initial Public Offering) — це випуск нових акцій, що здійснюється приватними компаніями з метою перетворення їх на публічні [2].

Відповідно до ст. 28 Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок", первинне публічне розміщення цінних паперів — це їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оголошення будь-яким іншим способом повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь невизначеної кількості осіб [3].

Для успішного виходу на ринок акціонерного капіталу компанія повинна являти собою стійкий бізнес, що розвивається та задовольняє певним вимогам інвесторів. Основними вимогами до бізнесу є: значна частка ринку, стійкі конкурентні позиції, достатній розмір бізнесу, рентабельність, яка зрівняна з її середніми показниками по галузі, оптимальна структура фінансування [4].

Вимоги до корпоративного управління: чітка і прозора організаційна структура управління бізнесом; повний розподіл і функціональних обов'язків членів органів управління; захист прав акціонерів, в т. ч. меноритарних; регулярна звітність у відповідності із стандартами IAS/US GAAP; розвинута політика комунікацій з інвестиційним співтовариством; зважена дивідендна політика.

Вимоги до стратегії розвитку: чітко сформульована стратегія розвитку бізнесу; професійно сформульована стратегія на ринках капіталу, яка направлена на зростання ринкової капіталізації бізнесу; злагоджена професійна команда менеджменту. Найбільш ефективною стратегією на ринках капіталу є та, за якою компанія послідовно збільшує вартість бізнесу.

Українське законодавство передбачає певний перелік обмежень, які заважають розміщенню акцій українських емітентів за межами України та негативно впливають на стан їх економічної безпеки. Основними з таких обмежень є:

1) акції українських емітентів можуть бути номінованими лише в національній валюті, номінальна вартість акцій обов'язково повинна бути вказана у сертифікаті акцій;

2) переважне право існуючих акціонерів акціонерного товариства на придбання акцій додаткової емісії (у випадку закритого (приватного) розміщення);

3) обіг цінних паперів українських емітентів за межами України потребує дозволу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР).

Для отримання вищезазначеного Дозволу НКЦПФР український емітент зобов'язаний дотримуватись наступних вимог:

— мати лістинг по попередніх випусках цінних паперів на будь-якій з українських бірж чи торгово-інформаційних систем;

— мінімальний розмір статутного капіталу емітента повинен бути не менше 5 000 000,00 (п'яти мільйонів) грн.;

— розміщення за межами України може бути здійснено на суму, що не перевищує 25% статутного капіталу емітента;

— емітент зобов'язаний виконувати положення валютного законодавства України;

— цінні папери, розміщені в іноземних юрисдикціях, не можуть бути повернуті в Україну протягом 18 місяців з моменту їх розміщення;

— облік прав власності на цінні папери, які перебувають в обігу за межами України, повинен здійснюватись відповідно до вимог законодавства України про депозитарну діяльність (дана умова є досить непривабливою для іноземних інвесторів і може негативно вплинути на ціну розміщення), а також деякі інші вимоги [5].

При цьому в процесі надання відповідного дозволу НКЦПФР на свій власний розсуд визначає, яким чином і на яких біржах чи торгово-інформаційних системах за межами України можуть бути розміщені акції українського емітента.

Абсолютна невідповідність вищезазначених положень українського законодавства вимогам іноземних фондових бірж, а також активне втручання НКЦПФР в процес прийняття емітентом рішення щодо розміщення акцій і відсутності чіткої процедури отримання дозволу на обіг акцій за кордоном, призводять до фактичної неможливості розміщення акцій українських емітентів на іноземних фондових біржах (при існуючій законодавчій базі).

Важливим етапом при проведенні первинного публічного розміщення акцій є вибір майданчика для емісії. Говорячи про майданчик, слід зазначити, що українська компанія має і широкий, і вузький вибір одночасно. З одного боку, континентальна Європа може запропонувати компаніям більше десятка якісних торгових майданчиків (Deutsche Borse, Euronext, Мілан, Варшава, Копенгаген, Афіни, причому більшість з них створює майданчики альтернативного інвестування). З іншого — Лондон вже не перший рік вважається недосяжним лідером, що зосередив більшість європейських і світових IPO.

Найбільш сприятливими потенційними міжнародними біржами для українських компаній для розміщення цінних паперів (IPO) є такі: Лондонська фондова біржа, NYSE Euronext; Франкфуртська фондова біржа (DBG); Варшавська фондова біржа.

Первинне публічне розміщення акцій на міжнародних фондових ринках для українських підприємств є зовсім новою практикою. У 2005 р. трьома українськими компаніями було здійснено перші розміщення акцій на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі (LSE). Серед них, зокрема, XXI Century Investments (138,7 млн дол.), Cardinal Resources (20,17 млн дол.) та Ukrproduct Group (11 млн дол.) [6].

Для Лондонської фондової біржі потенційними українськими емітентами є холдинги в секторі гірсько-металургійного комплексу. Капіталізація компаній на цій біржі становить від 700 000 анг. фунтів стерлінгів.

NYSE Euronext управляє фондовими біржами Нью-Йорку, Парижу, Амстердаму, Брюсселю і Лісабону, а також Лондонської міжнародної біржею фінансових ф'ючерсів і опціонів (LIFFE). Загальна капіталізація становить 22,3 трлн євро (\$29,7 трлн) і займає 1-е місце в світі. Обслуговуються компанії з капіталізацією від 150 млн дол. США. На цій біржі знаходиться невелика кількість емітентів з ринків, що розвиваються, орієнтація переважає на західноєвропейське коло емітентів та інвесторів. Потенційними українськими емітентами виступають компанії із 100%-вим західноєвропейським капіталом, що мають бізнес в Україні.

У 2010 р. вперше українська компанія Agro Generation з французьким капіталом провела розміщення на NYSE Euronext — одній з найбільших фондових бірж у світі. За 25% акцій французька AgroGeneration з активами в Україні виручила 12 млн євро. Фінансові показники і активи Agro Generation більш ніж скромні, відмічають аналітики. Але аргументом для інвесторів могло послужити те, що засновники компанії — французи.

Франкфуртська фондова біржа: капіталізація компаній становить від 250 млн дол. США. Ця біржа залишається технічно зручним майданчиком для приватних розміщень, однак не найбільш лояльним майданчиком для залучення капіталу українськими компаніями. У лістингу Франкфуртської фондової біржі перебуває більше 50 GDR українських компаній (тобто глобальних депозитних розписок для обертання на європейських ринках).

Найбільш оптимальним варіантом отримання публічності для українського бізнесу виступає Варшавська фондова біржа (WSE). Вона є європейським лідером по кількості і обсягам IPO. У 2010 р. WSE було здійснено 120 IPO з капіталізацією 38 10 млн євро, зайнявши 2-ге місце в Європі, поступившись LSE (123 IPO з рівнем капіталізації — 105 19 євро). WSE на сьогодні є міжнародним ринком, на якому присутні іноземний — 36%, індивідуальні — 27% та інституціональні — 37%. З 4 травня 2010 р. Варшавська фондова біржа ввела розрахунок індексу українських компаній WIG — UKRAINE. На користь вибору Варшавської фондової біржі для українських підприємств для первинного розміщення акцій

свідчить вартість їх розміщення (у % до загального обсягу емісії): на WSE — 6—10 %; LSE — 8,9—17%; DBG — 7,5—12 %; NYSE Euronext — 6,9—11%. Вихід на публічний ринок шляхом здійснення первинного розміщення акцій характеризується як позитивними рисами, так і може мати негативні наслідки для емітентів, що залежить від багатьох факторів.

Головними вигодами для українських емітентів при виході на публічний ринок є такі:

- додатковий фінансовий ресурс для подальшого розвитку бізнесу, зважаючи на те, що фондовий ринок розвинених країн значно перевищує український за рівнем капіталізації;

- зниження ставок запозичення і диверсифікованість їхніх джерел;

- незалежна оцінка ринком капіталізації емітента, в подальшому здатна стати основою оцінки бізнесу стратегічним інвестором, що особливо важливо для українських емітентів, оскільки реальна вартість їх бізнесу суттєво занижена;

- можливість використовувати додаткові випуски акцій в якості механізму фінансування злиттів і поглинань;

- наробіток публічної історії та довіри до компанії інвесторів, партнерів і клієнтів;

- забезпечення кращих умов для збереження контролю над компанією, зменшення розмивання пакету акцій первинних власників, посилення економічної безпеки власників компанії, захист від рейдерства і недружніх поглинань;

- визначення реальної вартості бізнесу та перспектив його подальшого зростання;

- акціонерне фінансування не створює боргової ноші;

- удосконалення методів корпоративного управління;

- досягнення прозорості та відкритості бізнесу;

- підвищення міжнародного іміджу компанії;

- здешевлення банківських кредитів;

- спосіб підвищити ліквідність акцій;

- підвищення фінансової стійкості компанії;

- отримання премій до чистої вартості активів;

- високі вимоги до фінансової звітності передбачають жорстку фінансову та операційну дисципліну;

- забезпечення підвищеної ліквідності акцій компанії, що покращує фінансовий стан компанії [6].

Негативні наслідки і ризики для українських емітентів при виході на публічний ринок:

- нерозвиненість вітчизняного фондового ринку;

- часові втрати (підготовка до виходу на публічний ринок може займати 2—3 роки;

- обмеження для використання можливостей IPO внаслідок вимоги до розміру компанії (величина капіталу);

- втрата певного контролю над компанією;

- значна величина витрат на здійснення IPO;

- залежність від кінцевого результату;

- побоювання прозорості інформації і публічності

- висока вартість лістингу;

- можлива нестабільність цін на акції підприємств-емітентів;

- складна процедура проведення IPO;

- жорсткі вимоги міжнародного законодавства до підприємств, що здійснюють IPO на міжнародних фондових біржах;

- зростання адміністративних витрат та витрат на IR (investor relations — зв'язки з інвесторами [7].

Аналізуючи сучасний стан розвитку процесів IPO, слід сказати, що, як показують дослідження "Ернст енд Янг", світові показники ринку IPO стрімко зростають завдяки великим трансакціям на ринках, що розвиваються. Висновки звіту "Глобалізація" на основі четвертого міжнародного дослідження тенденцій у сфері IPO вказують на наступні тенденції у сфері IPO за останні роки:

- на фондових ринках зареєстровані відмінні показники ліквідності;

- ринки, які розвиваються, демонструють активні темпи зростання;

- зростає конкуренція між світовими фондовими біржами;

- на місцевих біржах активно проходить публічне розміщення акцій великих компаній;

- значно зросла кількість альтернативних джерел фінансування, зокрема з'явилися фонди прямих інвестицій.

У 2010 р. спостерігалось поживлення українського ринку IPO на фоні зростання цього сектора фінансового ринку у провідних країнах світу. Тяжка кризова ситуація 2009 р. призвела до того, що українськими компаніями не було здійснено жодної операції з залучення капіталу через IPO, лише відбулося розміщення чотирьох приватних (private placement).

Натомість, за підсумками 2010 р., шість компаній в Україні залучили кошти в результаті проведення первинного публічного розміщення акцій: французька агрогрупа "AgroGeneration", що має активи в Україні (25% акцій; 12 млн євро; NYSE Euronext), "Авангард" (20% акцій; 188 млн дол.; London Stock Exchange), "Агротон" (26,2 % акцій; 54 млн дол.; Warsaw Stock Exchange), "Мілкланд" (22,4% акцій; 60 млн євро; Warsaw Stock Exchange), "Садова Груп" (25% акцій; 30,4 млн дол.; Warsaw Stock Exchange), "Ароліга" (16,67% акцій; 1 млн євро; Warsaw Stock Exchange).

Альтернативний інвестиційний ринок дає компаніям ряд переваг, зокрема присутність на цьому майданчику дозволяє емітенту підвищити його капіталізацію (за оцінками деяких експертів, на 60—70%). Котирування на AIM дає подання про реальну ринкову вартість компанії. З виходом на ринок підвищуються статус фірми і рівень довіри до неї, формується правильний інвестиційний імідж [8].

У цілому, українські компанії у 2010 році залучили в результаті проведення IPO майже 371 млн дол., що можна відзначити як значний успіх у порівнянні з показниками попереднього року [9].

Український ринок IPO за досить короткий термін існування продемонстрував позитивні тенденції розвитку, навіть в умовах світової фінансової кризи. Разом з тим, суттєвий потенціал розвитку IPO та стрімке зростання вітчизняного фондового ринку можуть сприяти

подальшому виходу українських підприємств на міжнародні ринки з метою залучення довгострокового інвестиційного капіталу.

Таким чином, підготовка до IPO потребує радикальної реструктуризації компанії, підготовки звітності відповідно до вимог міжнародної фінансової звітності. Як правило, така підготовка займає від шести місяців до кількох років, а витрати можуть сягати до 20% від загального обсягу залучених коштів. Таким чином, вихід на IPO є рішенням для компанії, яка має достатньо фінансових ресурсів. Для українських компаній є новим той факт, що, окрім фінансової готовності, перед тим як здійснити вихід на IPO, компанія повинна взяти на себе "підвищені зобов'язання" щодо впровадження "доброї практики" корпоративного управління. Адже інвестор готовий платити вищу ціну за компанію з високими стандартами корпоративного управління [1].

Отже, обираючи місце та форму розміщення цінних паперів на зарубіжних фондових майданчиках, кожне акціонерне товариство повинно звертати особливу увагу на загрози його економічній безпеці в процесі підготовки до випуску, безпосередньо під час випуску та після проведення публічного розміщення.

ВИСНОВКИ

У теперішній час вихід українських підприємств на IPO не стало поширеною практикою на вітчизняному фондовому ринку, натомість значні потенційні вигоди від реалізації цієї альтернативної форми інвестування для учасників ринку цінних паперів і для економіки країни в цілому зумовлюють інтерес до IPO з боку як компаній, так і держави. Публічне розміщення акцій дає компанії цілий ряд вигод: гроші від продажу, зростання капіталізації, можливість дешевих запозичень у майбутньому (доступ до широкого пулу зарубіжних інвесторів — інвестиційні і пенсійні фонди, страхові компанії, випуск єврооблігацій, отримання дешевих кредитів від зарубіжних банків).

Первинне публічне розміщення акцій українських компаній є дійовим механізмом не лише розкриття інформації про емітентів, а й підвищення капіталізації як самих компаній, так і економіки країни.

У цьому зв'язку основні завдання держави повинні знаходитися у такій площині:

- створення сприятливого інвестиційного клімату в Україні;
- подальше вдосконалення законодавчого забезпечення розвитку фондового ринку;
- розширення інфраструктури фондового ринку;
- сприяння розвитку корпоративної культури і інформаційного забезпечення щодо переваг і ризиків при залученні інвестиційного капіталу через систему IPO на світових ринках;
- посилення регуляторних функцій держави, зокрема щодо можливості введення заборони на спекулятивні (арбітражні) операції;
- узгодження законодавства відповідно до міжнародних норм та сучасних вимог розвитку капіталу в Україні;

— лібералізація валютного регулювання з метою доступу вітчизняних підприємств до міжнародних ринків капіталу та спрощення доступу до внутрішнього ринку зарубіжних інвесторів;

— запровадження міжнародних стандартів бухгалтерського обліку з метою забезпечення прозорості фондового ринку та підвищення привабливості вітчизняних емітентів серед іноземних інвесторів [10].

Таким чином, провідна роль у вирішенні цих проблем належить державі, основні завдання якої полягають у посиленні регулятивних вимог, пов'язаних із розвитком IPO і у дотриманні вимог до розкриття інформації, норм корпоративного права, міжнародних стандартів фінансової та управлінської звітності, відповідальності за діяльність на ринку цінних паперів, а також розвитку інфраструктури вітчизняного фондового ринку з метою створення сприятливих умов для виходу українських компаній на зарубіжні ринки інвестиційного капіталу.

Література:

1. Чалова А. IPO как инструмент развития бизнеса / А. Чалова // Финансовый менеджмент. — 2007. — № 6. — С. 39—54.
2. New York Stock Exchange [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nyse.com/>.
3. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України (від 23.02.2006 / ВВР — 2006-31) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-152>.
4. Майорова Т.В. IPO як форма залучення інвестиційного капіталу // Фінанси України. — 2010. — № 6. — С. 80—88.
5. Духненко В.Б., Шапран В.С., Корнелюк Р.В. IPO от "А" до "Я": справочник эмитента / В.Б. Духненко, В.С. Шапран, Р.В. Корнелюк. — К.: ООО "Академпресс", 2007. — 120 с.
6. Фицук І.М. Переваги та недоліки первинного розміщення акцій в умовах глобалізації фондового ринку / І.М. Фицук // Формування ринкових відносин в Україні. — 2010. — №9. — С. 48.
7. Рекуненко І. І. IPO як перспективний метод залучення капіталу вітчизняними підприємствами / І. І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. — 2007. — № 1. — С. 36—40.
8. Аналіз соціально-економічних проблем проведення IPO в Україні // Наукові праці. — Том 64. Випуск 51. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://ea.donntu.edu.ua:jsui/bitstream/123456789/10270/1/IPO/B5t.pdf>.
9. Рынок IPO в Украине: показатели компаний и прогноз на 2011 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://intercredit.com.ua/7/articl_e6055/http://gufer.net/fond_market/130-ro-v-ukrayin-analz-suchasnoyi-situaciyi-ta-perspektivi-rozvitku.html.
10. Поворозник В.О. Фондовый рынок Украины на современном этапе: проблемы та шляхи їх вирішення // Стратегічні пріоритети. — №1(2). — 2007 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua>.

Стаття надійшла до редакції 01.10.2012 р.