

Карпенко Г.В.,

кандидат економічних наук, завідувач відділу міжнародних фінансів і державного боргу Науково-дослідного фінансового інституту Академії фінансового управління Міністерства фінансів України

ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ УКРАЇНСЬКИМИ ПІДПРИЄМСТВАМИ НА СВІТОВИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ ШЛЯХОМ ІРО

Розглядаються основні переваги та недоліки ІРО-розміщень акцій вітчизняних компаній на провідних фондових ринках світу. Досліджуються стан і перспективи ІРО в Україні в сучасних економічних умовах.

Examined in the article are the basic advantages and drawbacks of IPO of domestic companies at the world's leading stock markets. The author investigates the state and subsequent prospects of IPO in Ukraine in modern economic situation.

За останні декілька років фондовий ринок України наочно продемонстрував, що він може виступати ефективним джерелом залучення коштів. Багато великих національних підприємств вийшли на ринок облігаційних позик, що дало їм змогу не лише скоротити витрати на обслуговування кредитних коштів (облігаційні ставки нижчі за банківські), а й сформуванню позитивну кредитну історію, яка дасть можливість надалі здешевити кошти, що залучаються.

Випуск цінних паперів (тобто додаткова емісія акцій) може бути одним із варіантів схеми придбання підприємства. Його перевагою є те, що грошові кошти спрямовуються на формування капіталу компанії, а не на викуп частки капіталу вже існуючих акціонерів.

Тож розв'язання проблеми обмеженої пропозиції фінансового інструментарію залучення інвестиційних коштів на фондовому ринку України та пошук нових шляхів доступу національних компаній до світових ринків капіталу є досить актуальними і сприятимуть економічному зростанню країни.

Серед порівняно нових для України способів залучення іноземних інвестицій на особливу увагу заслуговує ІРО (*Initial Public Offering*) — первинне розміщення акцій. По суті, це вихід в обіг на ринок нових цінних паперів, які не були доступними інвесторам раніше, наприклад, поява на біржі акцій корпорації, що до цього існувала у формі ЗАТ.

Упродовж останніх років ІРО стрімко набуває поширення серед вітчизняних підприємств, тож не є для української економіки унікальним явищем. Але поки що Україна відстає від країн-сусідів — Росії, Польщі, країн Балтії — у використанні цього методу залучення капіталу, який у світі вважають найпрозорішим і найефективнішим.

© Карпенко Г.В., 2008

Хоча заради об'єктивності слід зазначити, що у другому кварталі 2008 року Україна за цим показником випередила Росію, оскільки лише одна російська компанія провела розміщення своїх акцій. Такий стан речей пов'язують із загальносвітовими кризовими явищами у фінансовому секторі та побоюваннями російських компаній, що в умовах кризи їм не вдасться залучити потрібні кошти.

Відсутність інтересу в національних компаній до IPO частково можна пояснити неготовністю вітчизняного бізнесу працювати за високими світовими стандартами, частково — недостатньою обізнаністю з основними аспектами самої процедури.

Аналіз останніх досліджень і публікацій свідчить про недостатнє висвітлення цього питання в науковій літературі та засобах масової інформації. Загалом проблеми розвитку фондового ринку в Україні досліджують багато фахівців, серед яких М. Бурмака, В. Козаков, В. Корнеєв, В. Лісіна, О. Мозговий, В. Оскольський, Г. Терещенко, Є. Шаповалов. Але зовсім небагато дослідників займаються безпосередньо питанням IPO в Україні. Серед них можна назвати таких авторів, як В. Кукса, В. Селик.

Метою статті є розкриття особливостей IPO, виокремлення основних його недоліків і переваг, а також вироблення рекомендацій щодо доцільності проведення IPO тією чи іншою компанією в Україні.

Аналіз статистичної інформації свідчить про зниження загальної кількості IPO у світі. Так, протягом першого півріччя 2008 року було проведено лише 333 публічних розміщення акцій на суму 73,2 млрд дол. США, що на 41 % менше порівняно з аналогічним періодом 2007 року, коли було реалізовано 702 угоди. Причиною різкого зниження кількості угод IPO вважають світову фінансову кризу¹.

Проте незважаючи на загальне затишшя на фондових біржах, українські компанії активно включаються у процес IPO. Так, лише протягом 2007 року в ході IPO вони залучили 1,5—2 млрд дол.². Звичайно, фінансова криза позначилась і на цьому виді діяльності, тому деякі вітчизняні компанії відклали IPO своїх акцій на світових біржах на невизначений термін.

Досвід попередніх IPO свідчить, що значною мірою успіх цього заходу залежить від правильного вибору біржі, на якій буде проведено розміщення. Тож фінансові компанії, що супроводжують процедуру IPO, найчастіше пропонують емітентам ті біржі, на яких мають особистий досвід роботи. Українські компанії та їхні фінансові консультанти прагнуть співпрацювати насамперед з Лондонською, Франкфуртською та Варшавською біржами.

Статистика свідчить, що із семи розміщень акцій українських підприємств на закордонних біржах п'ять здійснюються на Лондонській, що є найбільш популярною і серед російських емітентів. По одному розміщенню припадає на Франкфуртську

¹ Кукса В. Це солодке слово IPO. Українські підприємства відкривають для себе прогресивний спосіб інтеграції у світову економіку // Дзеркало тижня. — 2007. — № 35 (664). — 22—28 вер.

² Селик В. Українські компанії чекають на погоду на біржі // Економічна правда. — 2008. — 10 лип.

та Варшавську біржі. Жодного IPO українських акцій не відбулося на російських торговельних майданчиках та жодна національна компанія поки що не вийшла на престижні американські чи японські біржі.

Причиною відсутності зацікавленості українських компаній у співпраці з американськими біржами є вкрай жорсткі вимоги американських регуляторів, що ставляться до компаній при лістингу. Тому сьогодні емітенти, виходячи на зарубіжний ринок, вважають за краще розміщувати свої цінні папери у Великобританії.

Проте подібна ситуація може змінитися вже найближчим часом. Нещодавно в засобах масової інформації з'явилися повідомлення про наміри регулюючих органів США лібералізувати правила проведення IPO на американському ринку. Федеральна резервна система США висловила занепокоєння тим, що основний обсяг розміщень на сьогодні проходить у Лондоні: лише за дев'ять місяців 2006 року на Лондонській фондовій біржі було проведено IPO на загальну суму близько 35 млрд дол. США, а обсяг розміщень на Нью-Йоркській фондовій біржі за цей самий період становив лише 17 млрд дол.

В оприлюдненій у грудні 2005 року доповіді Американської комісії з регулювання ринку капіталу, присвяченій проблемі посилення вимог до IPO у США, зазначається, що цей крок мав істотні негативні наслідки. Так, у 2005 році на США припадало лише 5 % загальносвітового обсягу IPO, тоді як у 2000 році цей показник сягав більш як 58 %.

Водночас Британське управління з фінансового регулювання й нагляду оголосило про свої наміри щодо посилення правил проведення IPO іноземними компаніями. Серед причин цього було названо низьку якість корпоративного управління компаній (передусім йдеться про компанії з Росії та країн СНД), а також поганий захист прав міноритарних акціонерів та непрозорість звітності.

Отже, враховуючи сказане, у майбутньому варто очікувати зростання кількості IPO на ринку США та, відповідно, зменшення кількості розміщень у Лондоні, оскільки США зможуть розраховувати на вплив емітентів із Лондонської біржі.

Проте поки що основним майданчиком для IPO лишається саме Лондонська фондова біржа, яка складається з основного (*main market*) та альтернативного (*alternative investment market* — *AIM*) майданчиків.

Потрібно зазначити, що вимоги до компаній, які виходять на AIM, є набагато м'якшими, ніж до тих, які здійснюють емісію на основному майданчику. Тому саме на AIM провели розміщення більшість українських і російських емітентів. Цей майданчик створено спеціально для невеликих компаній, що лише розвиваються. Ринкова вартість таких компаній становить від 2 до 100 тис. дол. США.

Занижені вимоги AIM до компаній-емітентів можуть відштовхнути потенційних інвесторів, які надають перевагу інвестуванню в компанії, які входять до Офіційного списку емітентів, що котируються на Лондонській фондовій біржі. Серед таких занижених вимог можна згадати те, що для допуску на AIM компанії не потрібно мати досвіду торгівлі акціями протягом трьох років або реалізації мінімального обсягу її акціонерного капіталу. Після допуску до компанії застосовуються

менш жорсткі регуляторні вимоги порівняно з компаніями, включеними до Офіційного списку. Не потрібно також отримання ухвали акціонерів на придбання й розпорядження акціонерним капіталом, як того вимагають від компаній із Офіційного списку.

Розміщення акцій на AIM забезпечує емітенту можливість пошуку додаткових коштів для фінансування своєї діяльності, спрямованої на зростання компанії. При цьому керівництво компанії зберігає контроль над управлінням. Котирування акцій на AIM поліпшує імідж торгової марки, її популярність на ринку, зміцнює фінансову репутацію. Крім того, у компанії з'являється можливість придбання акцій інших компаній з використанням як платіжного засобу своїх акцій.

Оцінивши всі переваги IPO на Лондонській фондовій біржі, українські емітенти останніми роками активно виходять на обидва майданчики, проводячи IPO та залучаючи з допомогою емісії значні суми коштів.

Першою IPO на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі провела у лютому 2005 року компанія “Укрпродукт” (точніше, її дочірня фірма Ukrproduct Group), яка виробляє молочну продукцію. Компанія продала 27,21 % акцій, виручивши 6 млн англійських фунтів. Ринкова капіталізація на момент розміщення становила 43 млн дол. США, на кінець 2006 року — впала до 32 млн дол.

У квітні 2005 року IPO на AIM провела нафто- та газовидобувна компанія Cardinal Resources LLC, продавши 39,7 % акцій за 20 млн дол. Ринкова капіталізація компанії, що становила на момент розміщення 54 млн дол., на кінець 2007 року впала до 41 млн. Cardinal Resources LLC і “Укрпродукт” здійснювали презентаційні заходи на хвилі зростання інтересу до України після помаранчевої революції, що призвело до “перегріву” їхніх акцій.

Одне з останніх масштабних IPO провела компанія Fertexro, але вже не на AIM, а на основному майданчику Лондонської біржі. У травні 2008 року також тут “Миронівський хлібопродукт” залучив 322,5 млн дол., продавши 19,4 % статутного фонду за ціною 15 дол. за акцію. Капіталізація компанії на момент розміщення дорівнювала 1,7 млрд дол. (на сьогодні капіталізація становить близько 1,8 млрд дол.³). Дане IPO готувалося протягом трьох років і отримало високу оцінку інвесторів, незважаючи на несприятливі умови на ринку капіталу. Частково цей факт є підтвердженням прогнозів експертів щодо зростання найближчим часом попиту на акції компаній аграрного й харчового секторів⁴.

У 2008 році ряд українських компаній підтвердили свій інтерес до Лондонської біржі. Так, “Родовід Банк” планує розмістити тут близько 25 % акцій і вже сьогодні активно коригує свої стандарти відповідно до вимог біржі.

Трубно-колісна компанія “Interpipe” через глобальну кризу відклала на невизначений термін свій вихід на біржу. На цьому розміщенні акцій вона розраховує залучити близько 1 млрд дол. США. З тієї ж причини на 2009 рік вихід акцій на

³ Селик В. Зазнач. праця.

⁴ Там само.

Лондонську біржу перенесла мережа супермаркетів “Велика Кишеня”, а компанія “УкрАвто” відклала його на 2011 рік.

Однією з найпривабливіших бірж за співвідношенням вимог, вартості й термінів розміщення до можливого обсягу залучених коштів вважають Франкфуртську. Проте тут наразі відбулося лише одне українське розміщення — наприкінці травня 2007 року будівельно-інвестиційна компанія “ТММ” (точніше, дочірня кіпрська компанія *TMM Real Estate Development*) розмістила 13,11 % акцій і залучила 104,9 млн дол. США. Капіталізацію “ТММ” за результатами розміщення було оцінено у 800 млн дол. Увесь обсяг розміщення викупили великі іноземні інвестиційні фонди. За перший тиждень котирувань акції компанії зросли на 8,3 % — до 12,4 євро, а капіталізація компанії — майже до 866 млн дол. Утім, до кінця 2008 року на Франкфуртській біржі планує розмістити 20 % акцій також компанія “Мілкіленд-Україна”⁵.

Варшавська біржа також все частіше привертає увагу національних компаній-емітентів. Так, у серпні 2006 року на неї вийшла компанія “Астарта-Київ”, продавши 20 % своїх акцій за 30 млн дол. Капіталізація компанії за півроку зросла на декілька відсотків.

Активізація процесів залучення ІРО-інвестицій через вихід на міжнародний фондовий ринок безперечно має низку переваг, які так приваблюють національних емітентів. По-перше, це отримання приблизно у 3—5 разів вищої ринкової оцінки компанії порівняно з фондовими ринками країн СНД, по-друге, відкриття доступу до значно більш капіталомісткого за український чи російський фондові ринки, який, до того ж, є більш ефективно організованим та має широкий спектр інструментів і механізмів фінансування⁶.

Загалом залучення ІРО-інвестицій сприяє зростанню статусу, кредитного рейтингу і престижу компанії-емітента, забезпечує підвищену ліквідність її акцій, перетворюючи їх на ліквідний засіб платежу: продані на престижних майданчиках акції можуть виступати як застава для отримання боргового фінансування або використовуватися замість грошових коштів у поточній діяльності компанії. Це, у свою чергу, полегшує компанії доступ до позикових коштів іноземних фінансових установ, що є набагато дешевшими, ніж у країнах СНД, і надаються на більш тривалий термін⁷. Крім того, залучене фінансування не треба повертати, як у випадку з кредитами чи облігаціями, що дуже важливо в умовах зростання оцінних коефіцієнтів українських компаній, коли вони можуть залучати значні кошти через розміщення акцій.

Загалом ІРО є важливим іміджевим чинником. Компанію, чії акції котируються на міжнародних біржах, сприймають як серйозного партнера, що відповідає вимогам провідних бірж і, безвідносно до котирувань акцій, завдяки своїй прозорості є привабливим клієнтом для великих банків. Адже ІРО передбачає зміну

⁵ Останнє розміщення акцій українських сільгосп підприємств на ІРО були досить вигідними для українських аграріїв // Український клуб аграрного бізнесу. — 2004. — 10 груд.

⁶ <http://www.finmir.com.ua/content/view/71/169/>

⁷ Кукса В. Зазнач. праця.

самої стратегії розвитку бізнесу. Його реструктуризація, поліпшення стандартів управління та прозорість напередодні IPO створюють максимальну вартість у разі можливого виходу власників із бізнесу в майбутньому.

На інший рівень виходять відносини менеджменту з інвесторами та акціонерами. У публічній компанії керівництво є реально незалежним, підконтрольним не окремим особам, а налагодженій процедурі управління⁸.

Водночас, як це не дивно, сьогодні активно культивується думка щодо відсутності доцільності проведення IPO взагалі. Так, вважають, що вітчизняні бізнесмени схильні використовувати традиційні механізми залучення капіталу: банківські кредити та облігаційні позики.

Досить часто національні компанії виявляються невідповідними до IPO. Найскладнішим є не проведення власне IPO, як такого, а подальша робота за умови постійного контролю з боку нових інвесторів і регулюючих органів: звичні схеми управління бізнесом замінюються на нові, які передбачають значно менший ступінь особистого контролю. Керівництву також доведеться відмовитися від використання різноманітних схем із викупом своїх облігацій підконтрольними структурами, адже будь-яка відмова від світових управлінських стандартів не сприйматиметься біржовими інвесторами⁹.

Таким чином, підсумовуючи викладене вище, можна дійти таких висновків:

- IPO є перспективним способом залучення іноземних інвестицій вітчизняними компаніями з міжнародних ринків капіталу;
- на даному етапі кількість IPO-розміщень дещо знизилась, але це відбувається не через зниження попиту, а є наслідком світової фінансової кризи;
- серед безумовно позитивних наслідків IPO на міжнародному ринку є отримання вищої ринкової оцінки компанії, відкриття доступу до більш капіталомісткого фондового ринку, зростання статусу, кредитного рейтингу та престижу компанії-емітента, адже IPO є важливим іміджевим чинником;
- водночас IPO часто передбачає докорінну зміну стратегії розвитку бізнесу, його реструктуризацію, поліпшення стандартів управління та прозорості. Ця вимога іноді виявляється занадто складною для вітчизняних компаній і є основною причиною відмови від IPO.

Основна порада, яку варто взяти до уваги вітчизняним емітентам, які бажають вийти на світові торговельні майданчики фондових бірж, — це визначити власні пріоритети щодо управління компанією: чи варто й економічно доцільно для фірми докорінно змінювати стратегію, назавжди відмовляючись від тіньових схем, чи, можливо, варто знизити очікування від емісії IPO, виводячи свої акції на другорядні майданчики, де вимоги до емітентів не такі суворі.

⁸ Кукса В. Зазнач. праця.

⁹ Там само.