

Майорова Т.В.,

кандидат економічних наук, доцент,
завідувач кафедри банківських інвестицій
ДВНЗ “Київський національний
економічний університет
імені Вадима Гетьмана”

ІРО ЯК ФОРМА ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ

Проаналізовано основні підходи до визначення первинного публічного розміщення (ІРО) та виокремлено його характерні ознаки. Запропоновано власне визначення цього поняття. Досліджено сутність і структуру ринку ІРО, доведено його роль у економічному зростанні та проаналізовано тенденції розвитку в умовах світової фінансової кризи, у тому числі для вітчизняних підприємств.

The main approaches to the definition of Initial Private Offering (IPO) are analyzed and its features are marked out. The authors' definition of an economic category “initial private offering” is offered. The essence and structure of IPO market are studied, its role in economic growth is proved and its progress trend during financial crisis is analyzed. Also the role of IPO for domestic enterprises is studied.

Ключові слова: інвестори, інвестиційний капітал, емісія цінних паперів, первинне публічне розміщення цінних паперів (ІРО), ринок ІРО, фондова біржа.

Попри політичну нестабільність і фінансово-банківську кризу перед вітчизняними підприємствами стоїть питання пошуку інвестиційного капіталу для розвитку. Через неефективну податкову й амортизаційну політику неможливо накопичувати достатні внутрішні ресурси для ефективного зростання бізнесу. Нові вимоги НБУ до забезпечення кредитів і стрімке скорочення депозитних вкладів змушують комерційні банки або зменшувати терміни кредитування, або збільшувати проценти за кредит. Випускати корпоративні облігації зараз недоцільно, оскільки внаслідок зниження темпів зростання економіки й високої інфляції український ринок облігацій є непривабливим для вітчизняних та іноземних інвесторів. За таких умов продаж частини акціонерного капіталу через первинне публічне розміщення (ІРО) може бути чи не єдиним механізмом отримання вкрай потрібних інвестиційних ресурсів для оновлення вітчизняних підприємств. Крім того, залучення додаткового капіталу через ІРО надає компаніям можливість поліпшити свій імідж, вийти на новий рівень організації виробництва й менеджменту, а отже, досягти визнання з боку потенційних іноземних і вітчизняних інвесторів.

Злети й падіння на міжнародних фінансових ринках зумовили появу ряду публікацій, присвячених проблемам ІРО. Ще в 1980-х професор Університету Флориди Джей Ріттер розпочав дослідження особливостей процесу ІРО¹.

¹ Офіційна сторінка професора Джея Ріттера. — <http://www.bear.cba.ufl.edu/ritter>.

На особливу увагу заслуговують також праці таких науковців, як Р. Геддес, Г. Грегорию, М. Левіс².

Останніми роками тема IPO стала предметом дослідження російських науковців С. Гвардіна, А. Лукашова, А. Могіна, В. Никифорова, В. Макарова, Е. Волкова, П. Гулькіна³ та ін. Натомість дослідження українських учених обмежуються лише невеликою кількістю статей Г. Карпенка, В. Кукси, Л. Мельничука та ін. Це пов'язано з тим, що сам процес IPO в Україні розпочався порівняно недавно, у 2005 році. Водночас варто відзначити високий рівень висвітлення даної теми у ЗМІ, насамперед на сайтах Національного комітету IPO, аудиторських компаній “Делойт енд Туш ЮСК” та “Ернст енд Янг”, які активно сприяють дослідженню світових тенденцій розвитку ринків IPO й поширенню відповідної інформації.

Разом із тим і в зарубіжних, й у вітчизняних публікаціях змісту поняття “первинне публічне розміщення (IPO)” приділяється мало уваги. Окремого розгляду потребують особливості функціонування ринку IPO як основи формування міжнародних каналів інвестиційного капіталу. Тому метою статті є дослідження теоретичних і прикладних аспектів первинного публічного розміщення цінних паперів, а також розкриття особливостей функціонування ринку IPO в умовах глобальної фінансової кризи.

Як і більшість науковців, Я. та В. Міркини в англо-російському тлумачному словнику з банківської справи, інвестицій і фінансових ринків перекладають аббревіатуру IPO (*Initial Public Offering*) як первинне публічне розміщення. Це поняття застосовується безпосередньо до такого виду цінних паперів, як акції. Компанія, що проводить IPO, вперше пропонує необмеженому колу інвесторів свої акції, допускаючи їх до торгів на фондовій біржі⁴.

У свою чергу, Лондонська фондова біржа (LSE) розуміє під IPO всі випадки розміщення акцій підприємствами, які вперше привселюдно запропонували свої цінні папери на її торгах. При цьому те, що акції цього емітента вже були допущені до торгів або емітент уже проводив процедуру IPO на інших біржах, не має жодного значення⁵.

² Геддес Р. IPO и последующие размещения акций: Пер. с. англ. — М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2007. — 352 с.; IPO: опыт ведущих мировых экспертов / Под ред. Г.Н. Грегорию; пер. с англ. А.Г. Петкевич; науч. ред. Н.А. Головки. — Минск: Гревцов Паблишер, 2008. — 624 с.; Leviss M. IPOs, subsequent rights issues and long-run performance // Working Paper. City University Business School, 1989 b.

³ Гвардин С.В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний. — М.: Вершина, 2007. — 264 с.; IPO от I до O: Пособ. для фин. директоров и инвест. аналитиков / А. Лукашов, А. Могин. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 257 с.; Никифорова В.Д., Макарова В.А., Волкова Е.А. IPO — путь к биржевому рынку: Практическое руководство по публичному размещению ценных бумаг. — СПб.: Питер, 2008. — 352 с.; Гулькин П. Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO). — СПб.: Аналит. центр “Альпари СПб”, 2002. — 238 с.

⁴ Миркин Я., Миркин В. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам: Свыше 10 000 терминов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. — С. 78.

⁵ Офіційний сайт Лондонської фондової біржі. — <http://www.londonstockexchange.com>.

За офіційним визначенням Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE) IPO — це випуск нових акцій, що здійснюється приватними компаніями з метою перетворення їх на публічні. Даний процес супроводжується залученням коштів для розвитку молодих компаній, що потребує значних ресурсів, які не можуть бути залучені приватними компаніями самостійно. При цьому нові акції продаються з допомогою одного чи декількох інвестиційних банків⁶.

Комісія з цінних паперів і бірж США (SEC) дає більш стисле визначення: IPO — первинне публічне розміщення, що відбувається, коли компанія вперше продає свої акції на публічному ринку⁷.

На думку відомого в інвестиційних колах США інтернет-ресурсу Investor guide, IPO — це первинний продаж цінних паперів (майже завжди акцій) корпорацією при регулюванні органів, що займаються контролем публічних компаній⁸.

Згідно з фінансовим словником агентства “Forbes” IPO — первинний публічний продаж цінних паперів молодих, невеликих компаній, які бажають залучити ресурси на ринку капіталів. Інвестори, купуючи акції при IPO, зазвичай приймають значні ризики щодо можливих збитків і прибутків⁹.

Більш розгорнуте визначення цього поняття пропонує російський економіст П. Шлик. На його думку, це перше та всі наступні розміщення емісійних цінних паперів певного емітента, що адресовані необмеженому колу осіб і здійснюються у процесі випуску цінних паперів шляхом відкритої підписки або в ході їх публічного обігу на торгах фондових бірж та інших організаторів торгівлі на ринку акцій¹⁰.

У вітчизняному законодавстві, зокрема у ст. 28 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”, первинне публічне розміщення — це відчуження цінних паперів на підставі опублікування в засобах масової інформації або оголошення в будь-який інший спосіб повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до задалегідь не визначеної кількості осіб¹¹.

Разом із тим варто зазначити, що в наукових і практичних публікаціях під IPO розуміють не лише первинне публічне розміщення акцій, а й додаткове їх розміщення на відкритому ринку (SPO) через депозитарні розписки (ADR чи GDR) та публічне розміщення конвертованих облігацій. Іноді до IPO зараховують приватне розміщення серед вузького кола інвесторів через біржу або з отриманням лістингу на біржі серед попередньо визначеного кола інвесторів, а також публічне

⁶ Офіційний сайт NYSE. — <http://www.nyse.com>.

⁷ Офіційний сайт Комісії з цінних паперів і бірж США. — <http://www.sec.gov>.

⁸ Офіційний сайт Investor Guide. — <http://www.investorguide.com>.

⁹ Фінансовий словник Forbes: [Електр. ресурс]. — <http://www.forbes.com>.

¹⁰ Шлык П.В. Экономическая сущность первичного публичного размещения акций // Представительная власть — XXI век: законодательство, комментарии, проблемы. — 2007. — Вып. № 1 (74). — С. 29—32.

¹¹ Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV // ВВР. — 2006. — № 31. — Ст. 268.

розміщення акцій силами емітента через біржу без допомоги андеррайтерів (*Direct Public Offering*)¹².

С. Гвардін розрізняє IPO за видами акцій, що пропонуються інвесторам: основного випуску; додаткового випуску; основного й додаткового випусків (змішана форма IPO)¹³.

На нашу думку, перш ніж давати визначення IPO, слід виокремити його основні характеристики:

- 1) первинне (перше) розміщення цінних паперів;
- 2) публічне розміщення цінних паперів;
- 3) розміщення цінних паперів певного емітента, що адресовані необмеженому колу осіб (інвесторів);
- 4) первинне публічне розміщення переважно акцій;
- 5) первинне публічне розміщення акцій основного та/або додаткового випуску;
- 6) розміщення здійснюється на біржах чи на їх альтернативних майданчиках, таким чином, цінні папери (акції) обов'язково мають пройти процедуру лістингу.

З урахуванням викладеного пропонуємо таке визначення IPO: *первинне (перше) публічне розміщення цінних паперів, переважно акцій основного та/або додаткового випуску, які пройшли процедуру лістингу, для широкого кола інвесторів*. Важливим є також те, що в результаті IPO формується нова вартість бізнесу (*business value*), яка враховує не лише сучасні активи компанії, якість її управління і торгової марку, а й майбутні перспективи розвитку.

Сутність IPO тісно пов'язана з ринковими процесами, отже, можемо говорити про існування особливого сегмента фондового ринку — *ринку IPO*, тобто сукупності фінансових, організаційних і юридичних інституцій, які сприяють емітентам у розміщенні цінних паперів для широкого кола потенційних інвесторів. Крім самої компанії й потенційних інвесторів на ринку IPO задіяно безліч посередників: фінансові та юридичні консультанти, андеррайтери, букранери, аудиторри та ін. Їхні мотиви не завжди збігаються, кожен із них у процесі підготовки і проведення IPO має власні проблеми й завдання. Проте всі вони зацікавлені в тому, щоб IPO відбулося.

Вихід інвестиційного капіталу на публічний ринок через IPO означає перехід компанії на якісно новий рівень розвитку. Цей крок не лише відкриває перед компанією широкі можливості фондового ринку, а й дає змогу розв'язати ряд її специфічних завдань, найважливішими з яких є залучення фінансових ресурсів із ринку капіталу, вихід на іноземні ринки капіталу, створення позитивної репутації, реклама на зовнішніх ринках капіталу. Розвиток ринку IPO сприяє зростанню економіки, адже залучений інвестиційний капітал можна спрямувати на структурну перебудову, розвиток переробних і наукоємних галузей.

¹² Никифорова В.Д., Макарова В.А., Волкова Е.А. Зазнач. праця. — С. 11.

¹³ Гвардін С.В. Зазнач. праця. — С. 172.

Ключову роль на ринку IPO відіграють фондові біржі — майданчики для розміщення цінних паперів. Якщо компанія відома, прибуткова й належить до “старого світу”, вона проходить лістинг на головній фондовій біржі своєї країни та продає акції локальним інвесторам. Дуже велика компанія проходить лістинг на місцевій біржі та продає акції на міжнародному ринку. Молоді й малі компанії намагаються реєструватися на альтернативних ринках, тобто на фондових біржах, які створюються спеціально для подібних компаній.

Обираючи серед кількох бірж, внутрішніх чи іноземних, компанії використовують такі критерії:

1. *Вимоги для проходження лістингу.* В більшості країн відмінності у процедурі лістингу зумовлені розміром компанії, терміном її існування (особливо мінімальною кількістю років, протягом яких вона готувала фінансову звітність, перевірену незалежними аудиторами) і прибутковістю. Альтернативні біржі встановлюють менш жорсткі вимоги для проходження лістингу, ніж основні. Незважаючи на це, в більшості країн спекулятивними компаніями створені штучні перешкоди для залучення коштів у рамках IPO.

2. *Кількість аналогічних компаній, які вже пройшли лістинг.* Чим більше подібних компаній пройшли лістинг на фондовій біржі, тим вища ймовірність, що чергова компанія теж вийде на неї. Інвестори, знайомі зі специфікою конкретного ринкового сегмента, наприклад із біотехнологією чи мікроелектронікою, здатні точніше оцінити новачків. Якщо компанія представляє новий для свого внутрішнього ринку сегмент, інвестори, можливо, не захочуть платити адекватну ціну за акції через погану поінформованість про стан галузі та її перспективи.

3. *Вимоги з підтримки лістингу.* Такі вимоги встановлюються комісіями з цінних паперів відповідних країн. Фондові біржі висувають вимоги щодо мінімальних обсягів торгів, курсів акцій тощо. Якщо курс акцій компанії впаде нижче від встановленого рівня протягом певного періоду, до них може бути застосована процедура делістингу.

4. *Ліквідність і можливість подальшого залучення коштів.* Компанія, що тількино провела IPO, прагне, щоб ліквідність її акцій була якомога вищою. Тому їй, можливо, слід звернутися на біржу, де працюють маркетмейкери.

5. *Збір за проходження лістингу та щорічні платежі за його підтримання.* Альтернативні біржі встановлюють нижчі збори, ніж основні майданчики. Дослідження свідчать, що подібні платежі не є визначними щодо вибору фондової біржі.

Найбільший досвід у проведенні IPO мають фондові біржі Західної Європи, США й Китаю (табл.), на які припадає переважна частина світових IPO в кількісному і грошовому вираженні.

Дедалі помітнішою на світовому ринку первинних розміщень стає роль китайського фондового ринку, зокрема Гонконгівської, Шанхайської та Шенчженської бірж. Це пов'язано з тим, що останнім часом у країні було проведено низку великих первинних публічних розміщень, які за обсягом перевищують IPO

Таблиця. Десять найбільших у світі IPO

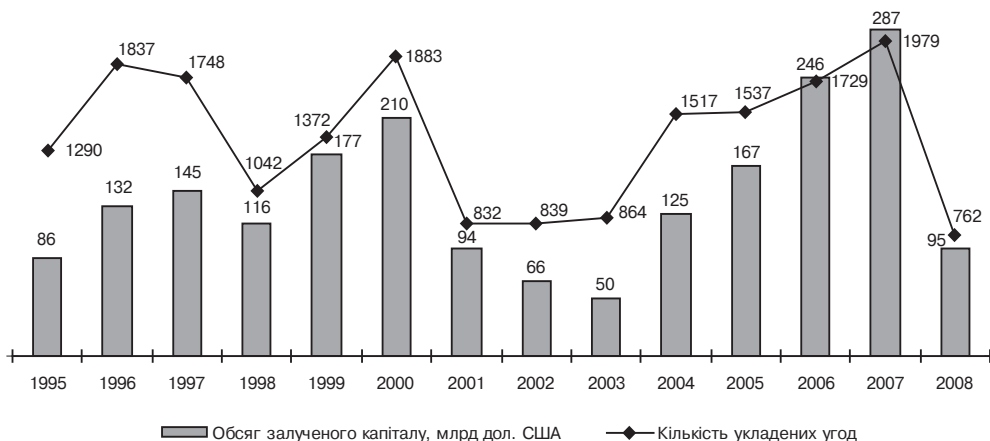
| Місце | Рік лістингу | Компанія | Біржа | Країна | Обсяг угоди, млн дол. США |
|-------|--------------|--|----------------------------|-----------|---------------------------|
| 1 | 2006 | Industrial&Commercial Bank of China Ltd. | Гонконгівська й Шанхайська | Китай | 22 041 |
| 2 | 1998 | NTT Mobile Communications Network Inc. | Токійська | Японія | 18 379 |
| 3 | 2008 | Visa Inc. | Нью-Йоркська | США | 17 864 |
| 4 | 1999 | ENEL SpA | Міланська | Італія | 17 408 |
| 5 | 1996 | Deutsche Telekom | Франкфуртська | Німеччина | 13 036 |
| 6 | 2006 | Bank of China Ltd. | Гонконгівська | Китай | 11 152 |
| 7 | 2006 | Rosneft Oil Company | РТС | Росія | 10 666 |
| 8 | 2000 | AT&T Wireless Services | Нью-Йоркська | США | 10 620 |
| 9 | 1997 | Telstra Corp. Ltd. | Австралійська | Австралія | 9 997 |
| 10 | 2005 | China Construction Bank Corporation | Гонконгівська | Китай | 9 231 |

Джерела: за даними Renaissance Capital's IPOhome.com (<http://www.renaissanc капитал.com>); Greater China IPO Watch 2007 (<http://www.pwc.com>).

у Сполучених Штатах і Європі. Лише за 2008 рік компанії з Китаю залучили близько 22 млрд дол. США, що значно більше, ніж на американському ринку IPO.

Варто зауважити, що фінансова криза внесла істотні корективи в загальні тенденції розвитку ринку IPO: друга половина 2007 року ознаменувалася кризою іпотечних облігацій у Сполучених Штатах, яка поступово поширилася на весь світ, завдаючи значних збитків основним інвестиційним банкам. Попри такі фінансові катаклізми ринок IPO не завмер, хоча й істотно скоротився. Як зазначає компанія “Ернст енд Янг”, протягом 2008 року в рамках 762-х угод IPO в усьому світі було залучено 95,2 млрд дол. США, що майже втричі менше, ніж за аналогічний період 2007-го (рис. 1).

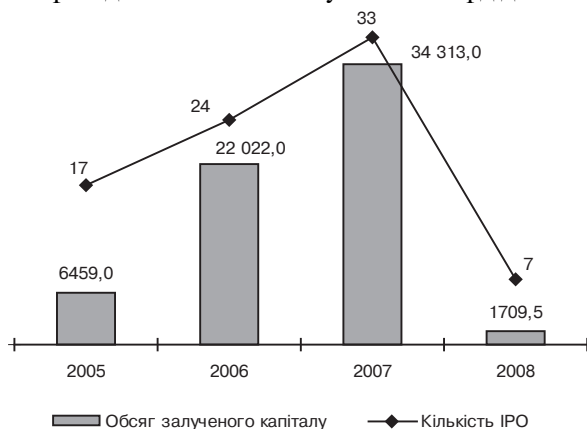
Фінансова криза не оминула і країни СНД, у тому числі Україну. Як зазначено у кварталному огляді публічних розмірень компаній із Росії і країн СНД,



Джерело: за даними міжнародної аудиторської компанії “Ернст енд Янг” (<http://www.ey.com>).

Рис. 1. Активність світового ринку IPO в 1995–2008 роках

підготовленому PBN Company, у 2008 році було проведено лише 7 IPO (двома українськими, двома казахстанськими і трьома російськими компаніями). Для порівняння: у 2007-му було проведено 33 IPO та залучено 34 млрд дол. США (рис. 2).



Джерело: Квартальний огляд публічних розміщень компаній із Росії та країн СНД, підготовлений PBN Company за IV квартал 2008 року: [Електр. ресурс]. — <http://www.pbnco.com>.

Рис. 2. Динаміка активності ринку IPO у країнах СНД протягом 2005–2008 років

З другої половини 2009 року ринок IPO почав оживати. За даними “Ернст енд Янг” у III кварталі обсяг світових IPO виріс на 292 %. Із січня по березень було зафіксовано 52 розміщення, із квітня по червень — 72, а з липня по вересень кількість операцій збільшилася до 149-ти. До речі, зростання забезпечили китайські компанії (63 %), які до того ж провели сім із десяти найбільших IPO у світі. Причому майже всі вони були проведені на біржах Шанхая й Гонконгу. Найбільше IPO за 2009 рік провела на Шанхайській біржі China State Construction Engineering Corp, залучивши 7,3 млрд дол. США.

Що стосується європейського ринку IPO, то експерти “Ернст енд Янг” говорять про “засуху” на ньому. Так, у Німеччині й Італії первинні публічні розміщення акцій узагалі не проводилися; по одному IPO відбулося лише у Франції й Іспанії та два у Великобританії. Загалом на європейському ринку IPO було залучено 189,2 млн дол. США, або 0,5 % від сукупної суми, отриманої на глобальному ринку IPO у III кварталі 2009 року¹⁴.

Українські компанії, незважаючи на внутрішні політичні й економічні негаразди, також починають обговорювати можливості виходу на світові ринки IPO. Проте існує ціла низка чинників, що заважають їм застосовувати цей метод фінансування розвитку бізнесу, а саме:

- нерозвиненість вітчизняного фондового ринку та його інфраструктури, у тому числі законодавства щодо регулювання корпоративного права;
- низький рівень підготовки й відкритості національних компаній;

¹⁴ Світовий ринок IPO відновлюється: [Електр. ресурс]. — <http://eizvestia.com/fin/full/4183332>.

- низька інвестиційна привабливість українських підприємств для іноземних інвесторів у зв'язку з політичною нестабільністю у країні;
- інформаційна закритість більшості емітентів, навіть на етапі публічного розміщення акцій;
- недостатній досвід андерайтерів щодо розміщення вітчизняних акцій на зарубіжних ринках;
- негативний досвід ряду українських компаній, які розмістили свої цінні папери протягом 2005—2008 років, тощо.

Процес IPO потребує багатьох структурних, управлінських, а головне культурних змін у бізнесі, адже репутація компанії, прозорість її фінансової й управлінської системи — наріжний камінь будь-якого успішного первинного публічного розміщення. З метою проведення власних IPO вітчизняним компаніям доведеться перебудувати корпоративну структуру під міжнародні стандарти. Публічність дасть їм змогу встановити нові зв'язки, забезпечити щорічне зростання, підвищення якості й розвиток виробництва.

Утім, зусиль самих лише компаній замало. Для ефективного розвитку ринку первинних розміщень потрібно створити стабільні й передбачувані правила відносин бізнесу і влади, законодавчу основу для захисту прав власності. З цією метою треба розробити нову Програму розвитку інвестиційної діяльності в Україні (принаймні до 2015 року), спрямовану на створення привабливого інвестиційного клімату та розвиток інфраструктури інвестиційної діяльності для забезпечення сталого економічного зростання вітчизняних підприємств.

Поліпшення інвестиційного клімату не можливе без створення ефективної системи розкриття інформації, що має досягатися за трьома основними напрямками: поліпшення правового середовища для системи розкриття інформації, забезпечення прозорості українських емітентів, цінні папери яких перебувають у публічному обігу, та доступності інформації, що розкривається ними, для широкого кола інвесторів; удосконалення механізму контролю й нагляду за виконанням вимог щодо розкриття інформації, притягнення до відповідальності за порушення таких вимог; використання сучасних інформаційних технологій для підвищення ефективності збору, обробки, аналізу й публічного розкриття інформації.

Не менш важливою умовою для розвитку IPO є політична стабільність в Україні як головний чинник залучення іноземних інвестицій у вітчизняні підприємства.

Нарешті, необхідно завершити формування сприятливого правового середовища фондового ринку, в якому проведення IPO буде ефективним для емітентів і привабливим для інвесторів. З цією метою слід законодавчо забезпечити можливість функціонування небанківських фінансових установ — інвестиційних компаній, які проводитимуть інвестиційну діяльність комплексно (дилерську, з андерайтингу та з управління активами), матимуть переважне право на проведення операцій із первинного розміщення цінних паперів, надання послуг із інвестиційного консультування тощо; законодавчо визначити брокерську діяльність такою, що проводиться

виключно на фондовій біржі, з одночасним встановленням чітких правил опосередкованої участі в біржовій торгівлі інвестиційних компаній; запровадити й забезпечити ефективне функціонування на ринку державних цінних паперів інституту первинних дилерів та ін.

Підсумовуючи викладене, можна зробити такі висновки. Український бізнес потребує довгострокових капіталовкладень, які необхідні для розвитку економіки й підвищення інвестиційного іміджу країни. І ринок первинних розміщень є одним із нових і перспективних способів залучення іноземного капіталу. IPO є одним із найкращих інструментів фінансування бізнесу, з точки зору як вартості фінансових ресурсів, так і активізації й раціоналізації бізнес-процесів у компанії, підвищення корпоративної культури й дисципліни. На жаль, сама модель ведення бізнесу в Україні не сприяє публічності компанії, водночас уже здійснені IPO свідчать про те, що зміни можливі. Публічність — якісно новий рівень ведення бізнесу, його досягнення варто прагнути.

У подальших публікаціях автор має намір продовжити тему актуальності проведеного первинних публічних розміщень для України, акцентувавши увагу на ефективності процесу IPO для вітчизняних підприємств.