

Юрса М. Я.,

заступник генерального директора
Державної компанії "Укрспецекспорт"

ПУБЛІЧНЕ РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ НА МІЖНАРОДНИХ ФОНДОВИХ БІРЖАХ ЯК ІНСТРУМЕНТ ЗОВНІШНЬОГО КОРПОРАТИВНОГО ФІНАНСУВАННЯ

Розглянуто роль і значення первинного публічного розміщення акцій (IPO) у системі зовнішнього корпоративного фінансування з позицій акціонерів та компанії як незалежної господарської одиниці в межах бізнес-середовища. Проаналізовано практику проведення IPO корпораціями Росії та України, визначено їхні особливості, шляхи підвищення ефективності та перспективи розвитку.

Ключові слова: ринок IPO, корпоративне фінансування, зовнішні джерела фінансування, інвестиції.

Важливе значення для ефективного управління корпоративними структурами та їх успішної діяльності має вибір конкретних джерел і форм фінансування. У корпоративній теорії і практиці нерідко здійснюється вибір між зовнішніми та внутрішніми джерелами фінансування, борговим (займи, кредити) та пайовим (випуск акцій) фінансуванням.

Тривалий час в економічній теорії домінувала думка Ф. Модільяні і М. Міллера (відома як теорема Модільяні–Міллера), що в умовах досконалого ринку капіталів спосіб фінансування компанії не має значення для її вартості або її інвестиційних рішень. Однак за умов недосконалого ринку капіталів, який характеризується інформаційними асиметріями та інституціональними витратами, теорема Модільяні–Міллера не завжди підтверджується практикою фінансування компаній.

Співвідношення зовнішніх і внутрішніх джерел фінансування є важливою проблемою розвитку корпорацій. А. Сінгх і Дж. Хамід провели аналіз залежності темпів росту компаній від форм їх фінансування у низці країн, що розвиваються. Він підтвердив, що чим вища частка прибутку, спрямована на інвестування, тим, як правило, вищі темпи росту компанії. Результати дослідження свідчать також, що внутрішні джерела фінансування стають менш значущими у разі збільшення темпів розвитку компанії. Інакше кажучи, компанія з більш високими темпами росту дедалі частіше звертається до зовнішніх джерел фінансування¹.

Різні способи фінансування компаній можуть призводити до однакових результатів. Наприклад, в Індії компанії, що мають високі темпи розвитку, здійснюють запозичення здебільшого не на кредитному ринку, а на ринку акцій. У той же час корейські компанії діють у зворотному напрямку.

¹ Кондратьев В. Корпоративное управление и инвестиционный процесс / В. Кондратьев. – М. : Наука, 2003. – С. 42.

Така різниця пояснюється впливом низки факторів, таких як можливість індійських державних банків конвертувати частку своїх запозичень корпораціям в акції на умовах, вигідних корпораціям. Інвестиційна поведінка корейських компаній значною мірою визначається наявністю субсидійованих кредитів та прагненням корейського уряду підтримати корпорації, які перебувають у скрутному фінансовому становищі.

Незважаючи на те що в країнах, які стали на шлях розвитку ринкової економіки, ринок акцій незначний і не є головним джерелом фінансування діяльності корпорацій, слід зазначити, що за останні десять років тема первинного публічного розміщення акцій (в літературі використовується абревіатура IPO, яка походить від англословного терміна “initial public offering” – дослівно первинна публічна пропозиція) набула особливої популярності в інвестиційному середовищі серед підприємств-емітентів Росії та України.

Практика IPO в світі існує багато років. Теоретичною базою досліджень цього явища стали неокласичні та неокейнсіанські підходи до аналізу основних характеристик IPO, фінансових ринків, викладені в фундаментальних працях М. Блауга, Ю. Бріггема, Д. Ван-Хауза, Л. Гапенські, Л. Гітмана, Е. Долана, Дж.М. Кейнса, Р. Геддеса, П. Роуза, Дж. Сінки, Дж. Харіса, Дж. Хікса, Ф. Мишкіна, А. Пігу, М. Фрідмана та ін.

Разом з тим існує необхідність більш глибокого вивчення фінансування компаній у країнах з перехідною економікою шляхом публічного розміщення акцій на фондових біржах.

IPO стало принципово новим методом залучення корпораціями інвестицій після завершення приватизаційних процесів. Перше російське IPO відбулося на Нью-Йоркській фондовій біржі (NYSE) в 1996 р. Російські економісти спочатку ставилися до “нового” методу інвестування з романтичним оптимізмом, переоцінюючи переваги та применшуючи недоліки. Характеристика процесу IPO як масового явища була визначена пізніше.

Зокрема, процес російського IPO пройшов кілька етапів.

Перший етап – період становлення (1996–2003 рр.). У цей час російські IPO мали спорадичний та одиничний характер. Одиничні розміщення акцій проводилися в 1996, 1999, 2000, 2002 і 2003 р., хоча на російському майданчику перше IPO відбулося тільки в 2002 р. Галузева належність компаній була такою: три телекомунікаційні компанії, по одній компанії харчової промисловості, медичної торгівлі та інформаційна компанія.

Другий етап – період зростання (2004–2007 рр.). У 2004 р. російські компанії провели шість IPO на загальну суму 665 млн дол. США, що дорівнювало загальній сумі IPO за минулі 8 років. У 2005 р. на фондовий ринок вийшли 13 компаній, було залучено 4,5 млрд дол. США, 94 % акцій придбали іноземні інвестори. При цьому 10 із 13-ти розміщень відбулося на Лондонській фондовій біржі (LSE). Найбільшим IPO у 2005 р. стало розміщення холдингу АФК “Система”. Значну активність також проявили металургійні компанії, аграрний сектор та торгівля. Слід зазначити, що в 2005 р. у світі було укладено 1537 угод IPO на загальну суму 167 млрд дол. США, у тому числі європейські компанії залучили 62 млрд дол. США, американські – 33, Китай – 22 млрд дол. США.

У 2006 р. російськими компаніями здійснено 17 IPO (це металургійні компанії, компанії вугільної галузі, агропромислового комплексу, з продажу нерухомості та торгівлі, нафтової промисловості, енергетики, операторів зв'язку, фармацевтики та ін.) на загальну суму 17,7 млрд дол. США.

2007 р. характеризується найбільшим приростом кількісного обсягу російського ринку IPO – 33 компанії залучили вже 30 млрд дол. США. На світовому ринку IPO в 2007 р. компаніями було залучено 322,9 млрд дол. США. Обсяг залучених коштів компаніями Великобританії склав 22 млрд дол. США, Німеччини – 11 млрд дол. США².

Незважаючи на те що, за оцінками експертів, Україна була більш привабливою з огляду на інвестиційний клімат, ніж Росія, буму IPO в Україні не сталося.

Третій етап – період очікування (з 2008 р. до закінчення економічної кризи). Як повідомлялось у дослідженні Ernst & Young (квітень 2008 р.), світовий ринок IPO переживає кризу. Криза ліквідності негативно вплинула на обсяги розміщень. Уже у I кв. 2008 р. від публічного розміщення акцій відмовились 83 компанії. Кількість компаній, які розмістили власні цінні папери на ринку, зменшилася на 60 % порівняно з IV кв. 2007 р. (Ernst & Young). У Росії протягом 2008 р. також відбувалося скорочення глобального інвестиційного попиту, що призвело до падіння російських фондових індексів. Умови для проведення IPO погіршилися. Ліквідні акції російських компаній втратили до кінця року майже 70 % своєї вартості порівняно з травнем цього року. Всього російські компанії залучили у процесі IPO в 2008 р. 3,3 млрд дол. США³. Ринок IPO відбиває загальні зміни в світовій економіці, а саме: енергійне зростання – збільшує кількість та розміри здійснення IPO, стагнація призводить до зниження на них попиту. Виходячи з того, що фундаментальні механізми ринку IPO менш вражені кризою і достатньо швидко відновлюються, зростання IPO слід очікувати після завершення кризових явищ.

Розглянемо фактори, які підштовхнули російські компанії до здійснення IPO:

- економічне зростання та посилення конкуренції;
- прагнення компаній залучити дешеві інвестиційні кошти для придбання нових активів та запровадження інноваційних технологій у виробництві;
- дорожнеча внутрішнього банківського кредиту;
- бажання власників компаній підвищити капіталізацію та забезпечити ліквідний ринок власних акцій, у тому числі для підготовки компанії до наступного продажу;
- створення та поліпшення іміджу компанії на міжнародних ринках.

² Кривошапов О. События, факты комментарии. Фондовый рынок // Слияние и поглощение. – 2008. – № 3. – С. 10.

³ Данилов Ю. IPO в России : итоги 2008 / Ю. Данилов, А. Якушин. – М. : Центр развития фондового рынка. – 2009. – С. 6.

За даними Міністерства економічного розвитку РФ, протягом шести років, починаючи з 2000 р., реальне зростання російської економіки (ВВП) становило близько 43 %, що дало підстави для висновків про подолання наслідків масштабної економічної кризи 90-х років. Під час кризи підприємства фактично не займалися поновленням виробничих потужностей. Вони були частково втрачені, фізично та морально застаріли. Для подальшого розвитку бізнесу багатьом компаніям довелося впроваджувати нові виробництва та модернізувати існуючі, що підвищує попит на капітал. Великі проценти на банківські кредити компенсувались шляхом залучення фінансових ресурсів на фондовому ринку внаслідок здійснення компаніями публічного розміщення акцій.

Високотехнологічні компанії та більшість підприємств основних галузей промисловості по завершенні приватизаційних процесів мали значний потенціал для економічного зростання, що підтверджувалось проведеними IPO.

У 2006 р. до настання економічних передумов, які активізували процеси IPO, в Росії було здійснено низку заходів юридичного характеру. Так, було введено в дію систему регулювання процесів IPO, що спричинило зниження витрат IPO та наближення російських нормативних і технологічних стандартів IPO до загальносвітових. Також створено можливість проведення одночасного розміщення акцій як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках, що знижувало витрати компаній при здійсненні такого розміщення.

Усі ці фактори спонукали російські компанії звернутися до такого джерела фінансування, як світовий фінансовий ринок. Практика підтвердила, що механізм IPO за часів економічного зростання став вигідним способом фінансування російських компаній, ефективним фінансовим інструментом, в якому емітенти побачили великі можливості розвитку бізнесу.

Аналіз цілей залучення капіталу в ході проведення IPO російськими компаніями, які емітенти заявляли в емісійних документах, виявив таку структуру цілей залучення капіталу:

- фінансування інвестицій в основний капітал;
- фінансування злиттів і поглинань, створення спільних підприємств;
- фінансування погашення боргових зобов'язань;
- поповнення обігових коштів;
- зниження співвідношення заборгованості і капіталу за рахунок збільшення власного капіталу (таблиця).

Слід зазначити, що серед російських компаній, які провели IPO, лідерство належить високотехнологічному сектору, а саме телекомунікаційним компаніям. Компанії цього сектора, по суті, першими провели IPO в Росії. Компанія “Вымпелком” пройшла лістинг на NYSE в 1996 р., “Голден Телеком” розмістила в 1999 р. акції на NASDAQ, МТС – в 2000 р. на NYSE, “Рамблер Медиа” в 2005 р. – на AIM, “Комстар” в 2006 р. – на LSE.

Жодна українська високотехнологічна компанія не виходила на ринок IPO. Слід зазначити, що в українських компаніях спосіб фінансування шляхом розміщення акцій на міжнародних фондових біржах не викликав інтересу. На наш погляд, процес виходу компаній на IPO стримується в

Україні внутрішніми чинниками. Зокрема, істотні проблеми існують у сфері реалізації прав акціонерів і прозорості дій корпорацій. Особливості приватизаційних процесів та економічної політики заклали основи інформаційної закритості, непрозорості внутрішніх відносин, недоступності підприємств для сторонніх.

Т а б л и ц я

Структура цілей IPO

Ціль	2007	2008
Фінансування інвестицій в основний капітал	9	7
Фінансування злиттів і поглинань, створення спільних підприємств	6	2
Фінансування погашення боргових зобов'язань	4	0
Поповнення обігових коштів	3	1
Зниження співвідношення заборгованості і капіталу	2	1
Інші цілі	9	4

Економічне зростання в Україні до початку фінансової кризи відбувалося завдяки розвитку великого бізнесу і жодним чином не пов'язане з емісійною діяльністю вітчизняних промислових гігантів: більшість із них віддавали перевагу внутрішнім джерелам фінансування, зовнішні ресурси формувалися насамперед за рахунок банківських кредитів, рідше – облігаційних випусків.

Для оптимізації оподаткування та максимізації доходів менеджменту й акціонерів компанії занижують фінансові показники звітності, і реально прибуткова компанія не зацікавить з огляду на аналіз її бухгалтерської звітності потенційних інвесторів, які розраховують на отримання прибутку від володіння акціями.

Власники корпоративних структур в Україні прагнуть консолідації власності для зміцнення свого становища на підприємстві, скуповуючи до 75–80 % і більше акцій підприємства. Тим самим вони намагаються захистити себе від участі інших інвесторів у діяльності і здійсненні контролю за підприємством. Крім того, обсяг частки акцій у руках інвестора може виступати як страхівка від можливого свавілля чи перевага у спірних ситуаціях.

Законодавство в Україні забезпечує слабкий захист від небажаних інвесторів при здійсненні відкритого розміщення акцій. Компанія не може вибирати інвесторів, на користь яких проводиться публічне розміщення акцій, чи попередити викуп акцій інвесторами, які мають на меті захопити управління в компанії. На Заході перед проведенням IPO компанії вживають спеціальних заходів – змінюють статут для впровадження ротації директорів, щоб унеможливити заміну всіх директорів одночасно. За таких умов, якщо великий пакет акцій придбає недобросовісний інвестор, йому знадобиться не один рік, щоб змінити раду директорів. Також “голосуючі” акції мають різні права: на ринок можна виставити акції з визначеними правами, які не дадуть покупцям можливості перебрати на себе управління.

На основі аналізу діяльності компаній України і Росії визначимо основні переваги та недоліки IPO.

На нашу думку, до основних переваг такого способу залучення капіталу компаніями, як IPO можна віднести:

1. *Залучення довгострокового капіталу для розвитку компанії.* Так, співвідношення обсягу інвестицій, залучених до 2005 р. російськими компаніями внаслідок проведення IPO, до обсягу інвестицій в основний капітал всіх російських підприємств було не більше 1 %. З 2005 р. відбувається зростання цього показника – 1,44 % в 2005 р.; 3,67 – в 2006 р.; 9,71 % – в 2007 р.⁴
2. *Відображення реальної ринкової вартості компанії та підвищення рівня її капіталізації.* Так, капіталізація компанії “Мечел” завдяки успішному розміщенню ADR на NYSE збільшилася в 5–6 разів, а Новолипецького металургійного комбінату – на 73,4 %.
3. *Зростання ефективності діяльності компанії унаслідок підвищення рівня корпоративного управління, прозорості та корпоративної культури.* Наприклад, до 2005 р. більшість провідних російських емітентів забезпечили ступінь розкриття інформації, який відповідав мінімальним вимогам регуляторів і міжнародних інвесторів. Однак, розкривати більше інформації російські компанії не готові. Найбільш прозорими російськими компаніями нині є ті, які пройшли первинне публічне розміщення акцій на західних біржах: МТС, “Мечел”, “Golden Telekom”, Ростелеком, “Вимм- Биль-Данн”, Роснафта.
4. *Підвищення загального статусу, кредитного рейтингу та іміджу компанії, що сприяє в подальшому зниженню вартості позикового капіталу.* Вихід російських компаній на закордонні фондові майданчики стимулював розвиток їхнього бізнесу. IPO допомогли багатьом компаніям перетворитися на світових економічних лідерів (Роснафта, “Ощадбанк Росії”, ВТБ та ін.). Компанія Роснафта посіла шосте місце в світі у рейтингах IPO. Так, після проведення IPO “Ощадбанк Росії” перемістився із шостого десятка на 18-те місце у списку найбільших банків світу.

Недоліками IPO є:

1. *Значні фінансові затрати.* Витрати фінансування на проведення IPO із внутрішніх джерел, як правило, нижчі, ніж із зовнішніх. Наприклад, С. Майєрс і Н. Мейлаф зазначали, що розміщення додаткових акцій компаній стає доволі дорогим способом фінансування, оскільки менеджери компаній, які діють в інтересах акціонерів, розміщують на ринку нові акції тоді, коли вони переоцінені ринком⁵.

⁴ Данилов Ю. IPO в России : итоги 2008 / Ю. Данилов, А. Якушин. – М. : Центр развития фондового рынка. – 2009. – С. 14.

⁵ Myers S. Corporate financing and investment decision when firms have information that investor do not have / S. Myers, N. Majluf // Journal of Financial Economics. – 1984. – № 13. – P. 187–221.

2. *Втрата контролю над компанією.* Існують ризики недружнього поглинання, блокування стратегічних рішень міноритарними акціонерами.
3. *“Прозорість” компанії.* Найбільш чутливими її сферами є структура власності, рівень заробітної плати та винагород менеджменту, фінансова інформація поточного періоду.

Аналіз проведених IPO українськими та російськими компаніями свідчить про деякі особливості, які відрізняють їх від здійснення IPO західними компаніями.

1. Більшість проведених IPO не призвели до суттєвих змін структури власності, які б вплинули на управління компанією та зміну її стратегії.
2. У Росії на IPO виходили здебільшого великі компанії основних галузей економіки. В Україні навпаки – переважно середні підприємства.
3. У процесі IPO перевага віддавалась західним біржам: спочатку американським, а після прийняття закону Сарбейнса-Окслі, який посилив вимоги до емітентів – європейським. Безумовно, що менш ліквідні фондові ринки програють своїм західним конкурентам з великою ємністю капіталу в боротьбі за можливість проведення IPO. Крім того, ні в Росії ні в Україні не створено умов для ефективного проведення IPO та залучення іноземних інвестицій на внутрішніх майданчиках.

На наш погляд, у період економічного піднесення відбудеться наступна хвиля зростання ринку IPO. Якщо в Росії слід очікувати посилення інтенсивності процесів IPO серед середніх та малих підприємств, їх проведення на внутрішніх фондових майданчиках, то в Україні – проведення IPO великими компаніями на західних майданчиках.

IPO слід розглядати як один з ефективних інструментів фінансування корпорацій та залучення інвестицій у період економічного зростання. Розвиток ринку IPO розширює спектр ліквідних інструментів на фондовому ринку, підвищує рівень його капіталізації, сприяє росту та структурній перебудові, ефективності ринкової економіки.