

УДК 336.763.268-047.44

ЗАДОРЖНА Р.П., к.е.н.

м. Біла Церква

**ІРО\* УКРАЇНСЬКИХ ЕМІТЕНТІВ: РЕТРОСПЕКТИВНИЙ АНАЛІЗ**

**Анотація.** В статті узагальнено досвід первинного публічного розміщення акцій українських емітентів за період 2005-2011 рр. на зарубіжних фондових майданчиках. Виявлено закономірності вітчизняних ІРО стосовно часу та місця проведених розміщень і обсягів залучених коштів.

**Ключові слова:** капітал, первинне публічне розміщення, фондовий майданчик, емітенти.

**Аннотация.** В статье обобщен опыт первичного публичного размещения акций украинских эмитентов за период 2005-2011 гг. на зарубежных фондовых площадках. Выявлены закономерности отечественных IPO относительно времени и места проведенных размещений и объемов привлеченных средств.

**Ключевые слова:** капитал, первичное публичное размещение, фондовая площадка, эмитенты.

**Abstract.** In the article is generalized the experience of IPO of Ukrainian issuers for the period 2005–2011 of the foreign stock markets. The patterns of national IPO concerning time and place of conducted offerings and amounts of involved funds are discovered.

**Key words:** Initial Public Offering, capital, stock markets, issuers.

**Постановка проблеми.** Оскільки капітал підприємства є економічною базою його заснування і запорукою успішного функціонування, то з розвитком самого господарюючого суб'єкта і потреба в капіталі "еволюціонує" в напрямку збільшення його обсягів і ускладнення структури джерел фінансування та процедури їх залучення.

На різних етапах свого життєвого циклу підприємство використовує різні джерела коштів, починаючи з власного капіталу в момент створення, який поступово збільшується завдяки реінвестуванню прибутку. Потім за умови успішного ведення бізнесу та формування позитивної репутації з'являється можливість використання боргового фінансування – на перших порах у вигляді залучення банківських кредитів та випуску векселів. Наступним кроком у диверсифікації джерел фінансових ресурсів для підприємства є використання потенціалу національного фондового ринку – шляхом розміщення облігаційних займів. Фондовими інструментами більш високого порядку, що обертаються на міжнародних ринках капіталу, є кредитні ноти (CLN – Credit Linked Notes), ноти участі в кредиті (LPN – Loan Participation Notes) та єврооблігації (Eurobonds), використовуючи які підприємство оперує мільйонами доларів. Так, обсяг випуску CLN зазвичай складає 100 млн. дол.; емісія єврооблігацій обслуговує займи від 300 млн. дол. [1].

Однак попри беззаперечні переваги боргового фінансування, його масштаби є обмеженими і на певному етапі подальше зростання зовнішньої заборгованості компанії стає неможливим. Виходом з цієї ситуації слугує залучення додаткового акціонерного капіталу, яке може проводитись шляхом пошуку

стратегічного чи портфельного інвестора або у формі приватного розміщення (PP – Private Placement), або публічного розміщення акцій підприємства – первинного (IPO – Initial Public Offering) та вторинного (SPO – Secondary Public Offering).

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблематика первинного публічного розміщення акцій вітчизняних компаній, актуалізована виходом українських емітентів на зарубіжні фондові майданчики, останнім часом активно досліджується широким колом зацікавлених осіб: науковцями [2-7], фінансовими аналітиками та фахівцями-практиками, дотичними до залучення капіталу на фондовому ринку [8-12], журналістами економічних видань [13-15].

Попри достатньо велику кількість публікацій, в яких розглядаються механізми здійснення розміщень, їх переваги та передумови, порівнюються фондові майданчики, що надають доступ до ІРО-ринку, аналізуються певні аспекти проведення розміщень окремими українськими компаніями в окремі роки, вплив на ринок ІРО світової фінансової кризи тощо, наразі відсутній узагальнений аналіз досвіду вітчизняних емітентів по залученню капіталу на глобальному фінансовому ринку шляхом первинної публічної пропозиції акцій необмеженому колу зацікавлених осіб.

**Метою статті** є виявлення закономірностей, характерних для ІРО вітчизняних емітентів за ознаками місця, часу та обсягів залучених фінансових ресурсів.

**Виклад основного матеріалу.** Аналіз даних інформаційного агентства УНІАН [16] щодо первинних публічних розміщень акцій українських емітентів свідчить, що проводяться вони за межами України. Готовність вітчизняних фондових майданчиків до

\*IPO – Initial Public Offering

процедури проведення IPO оцінюється експертами не раніше, ніж в 2016 р. [8]. Всі розміщення, які відбувалися в Україні з початку функціонування IPO-ринку в Україні (з початку 2010 р.), були розміщеннями боргових інструментів, тобто капітал залучався емітентами через облігації [9].

Історія розміщення на світових фондових майданчиках українських інструментів власності – акцій – бере свій початок з 2005 р., коли, розмістивши на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі (London AIM) 27% акцій компанія "Ukrproduct Group Ltd" залучила 11 млн. дол. Саме цей майданчик виявився найбільш популярним у українських емітентів (див. таблицю 1).

Як видно з таблиці 1, пік кількості розміщень (16) припадає на передкризовий 2007 р. В 2008 р., попри глобальну фінансову кризу, відбулось 9 IPO, проте всі вони пройшли в першому півріччі, а багато емітентів взагалі були змушені відмовитись від виходу на ринок. 2009 рік прогнозовано виявився "провальним", а з 2010 р. активність на IPO-ринку стала поступово відновлюватись, для українських компаній повернувшись на рівні 2005-2006 рр.

Аналіз географічної структури розміщень свідчить, що в докризовий період перевагу емітенти

надавали Франкфуртській фондовій біржі (FSE), яка є одним із провідних організаторів торгівлі цінними паперами в Європі. На FSE за досліджуваний період загалом було реалізовано 17 розміщень, проте після 2008 р. українських IPO на ній не відбувалось.

"Срібло" за популярністю серед українських компаній поділили Альтернативний майданчик Лондонської фондової біржі (London AIM) та Варшавська фондова біржа (WSE) – на кожній з цих торговельних площадок було проведено по 10 розміщень. Позиції Варшавської фондової біржі істотно посилюлись в посткризовий період – з 9 розміщень, здійснених в 2010–2011 роках, 8 були проведені саме на WSE, тоді як на AIM – лише одне в 2010 р. Низька "популярність" основного майданчику LSE пояснюється високими вимогами до цінних паперів та витратністю процедури розміщення.

За 2005–2011 рр. акціонерний капітал українських компаній завдяки механізму IPO поповнився на 3492,4 млн. дол. (див. табл. 2). Найбільш "урожайним", як і слід було очікувати з огляду на кількість проведених розміщень, виявився 2007 р., коли сума залучених коштів склала 1629 млн. дол.

Приріст обсягів залучень в 2007 р. порівняно з попереднім роком виявився майже 10-кратним, а вже в 2008 р. сума залученого капіталу склала трохи більше половини

Таблиця 1

*Кількість IPO українських емітентів на світових фондових майданчиках за період 2005-2011 рр.*

| Фондовий майданчик                        | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | Всього |
|---|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Лондонська фондова біржа (LSE)            | –    | –    | 1    | 2    | –    | –    | –    | 3      |
| Альтернативний майданчик LSE (London AIM) | 3    | –    | 4    | 2    | –    | 1    | –    | 10     |
| Франкфуртська фондова біржа (FSE)         | 2    | 3    | 7    | 5    | –    | –    | –    | 17     |
| Віденська фондова біржа (VSE)             | –    | 1    | 3    | –    | –    | –    | –    | 4      |
| Варшавська фондова біржа (WSE)            | –    | 1    | 1    | –    | –    | 3    | 5    | 10     |
| Разом                                     | 5    | 5    | 16   | 9    | –    | 4    | 5    | 44     |

Побудовано автором за [16]

Таблиця 2

*Обсяги коштів, залучених в результаті IPO в 2005-2011 рр., млн. дол.*

| Фондовий майданчик                        | 2005       | 2006       | 2007        | 2008       | 2009 | 2010       | 2011         | Всього        | В середньому на одне розміщення |
|---|------------|------------|-------------|------------|------|------------|--------------|---------------|---------------------------------|
| Лондонська фондова біржа (LSE)            | –          | –          | 420         | 597        | –    | –          | –            | 1017          | 339,0                           |
| Альтернативний майданчик LSE (London AIM) | 170        | –          | 482         | 61         | –    | 208        | –            | 921           | 92,1                            |
| Франкфуртська фондова біржа (FSE)         | 39         | 113        | 338         | 230        | –    | –          | –            | 720           | 42,4                            |
| Віденська фондова біржа (VSE)             | –          | 21         | 171         | –          | –    | –          | –            | 192           | 48,0                            |
| Варшавська фондова біржа (WSE)            | –          | 32         | 218         | –          | –    | 164        | 228,4        | 642,4         | 64,2                            |
| <b>Разом</b>                              | <b>209</b> | <b>166</b> | <b>1629</b> | <b>888</b> | –    | <b>372</b> | <b>228,4</b> | <b>3492,4</b> | <b>79,4</b>                     |
| <i>В середньому на одне розміщення</i>    | 41,8       | 33,2       | 101,8       | 98,7       | –    | 93,0       | 45,7         | 79,4          | x                               |

Побудовано автором за [16]

(54,5 %) рівня 2007 р. Відсутність розміщень на ринку IPO в 2009 р. змінилось поживаленням в 2010 р., проте 2011 р. не виправдав сподівань на повноцінне відновлення активності ринку – і кількість, і обсяги залучень встановились на початкових рівнях 2005–2006 рр., коли українські емітенти тільки почали освоювати terra incognita глобального ринку акціонерного капіталу.

Відтак саме 2007 р. виявився найбільш вдалим з огляду як на кількість розміщень, так і на обсяги залученого капіталу. Світова фінансова криза, окрім інших проблем для українського реального і фінансового секторів, звуживши глобальну ліквідність та інвестиційну активність, знівелювала ефект успішної “прем’єри” українських компаній на публічному ринку капіталу.

Кумуляту обсягів залученого капіталу за всю недовгу історію українських IPO на зарубіжних фондових біржах представлено на рис. 1.

Як видно з таблиці 2, найбільші суми капіталу було залучено на фондових майданчиках в Лондоні:

- основному – 1017 млн. дол., залучених в результаті трьох IPO – найбільшого в СНГ виробника та експортера сировини для металургійної промисловості Гетгехро (2007 р., 420 млн. дол.); одного з найбільших українських виробників аграрної продукції холдингу “Миронівський хлібопродукт” (2008 р., 323 млн. дол.) та нафтогазової компанії Cadogan Petroleum (2008 р., 274 млн. дол.). Середня сума одного залучення на LSE склала 339 млн. дол.;
- альтернативному – 921 млн. дол., залучених в результаті 10 IPO. Середня сума залучених коштів становить 92,1 млн. дол.

При найбільшій кількості розміщень на Франкфуртській фондовій біржі обсяг розміщених на ній акцій складає лише 720 млн. дол. В середньому на одного емітента було залучено 42,4 млн. дол., що є найнижчим середнім рівнем серед усіх майданчиків. Отже, “фінансова потужність” західних бірж стосовно

потенційних обсягів коштів, отриманих від первинного публічного розміщення акцій, є неоднаковою. Порівняння часток окремих бірж за кількістю розміщень і за обсягом залучених в їх результаті коштів наведена на рис. 2.

Отже, можна стверджувати, що попри дороговизну та складність процедури проведення IPO в Лондоні, який традиційно є однією з фінансових столиць світу, наявні тут більш високий рівень ліквідності та ширша аудиторія потенційних інвесторів забезпечують більш високу оцінку акціонерної вартості компаній-емітентів.

Оцінка тісноти зв’язку між вартістю залученого капіталу та фондовим майданчиком, обраним для розміщення акцій, проведена нами за допомогою моделі аналітичного групування, засвідчила, що на 68,2 % обсяг залучень залежить від вибору фондової біржі для IPO; на долю решти факторів припадає 31,8 % варіації результативної ознаки. Зв’язок між ознаками є істотним з імовірністю 0,95 і ступенями свободи варіації (4;39). Критичне значення кореляційного відношення  $\eta^2_{0,95}(4; 40)=0,207$ .

Частка розміщених акцій компаній варіювала від 4 % до 100 % (див. таблицю 3).

Як видно з таблиці 3, переважна частина емітентів розмістили від 20 до 30 % власних акцій. 4 % акцій було розміщено в 2008 р. компанією Regal Petroleum на AIM; 100 % – в 2007 р. фондом Dragon Ukrainian Properties & Development. Саме на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі були проведені розміщення найбільших пакетів акцій (55 % – в 2007 р. Landkom International і 40 % – в 2005 р. одним з піонерів українських IPO Cardinal Resources). Проте значні пакети акцій пропонувались на AIM в до кризовий період – після 2008 р. частки розміщених на цьому майданчику цінних паперів не перевищували 22,5 %.

На основному майданчику LSE було розміщено 19-26 % акцій емітентів, що вийшли тут на IPO; на

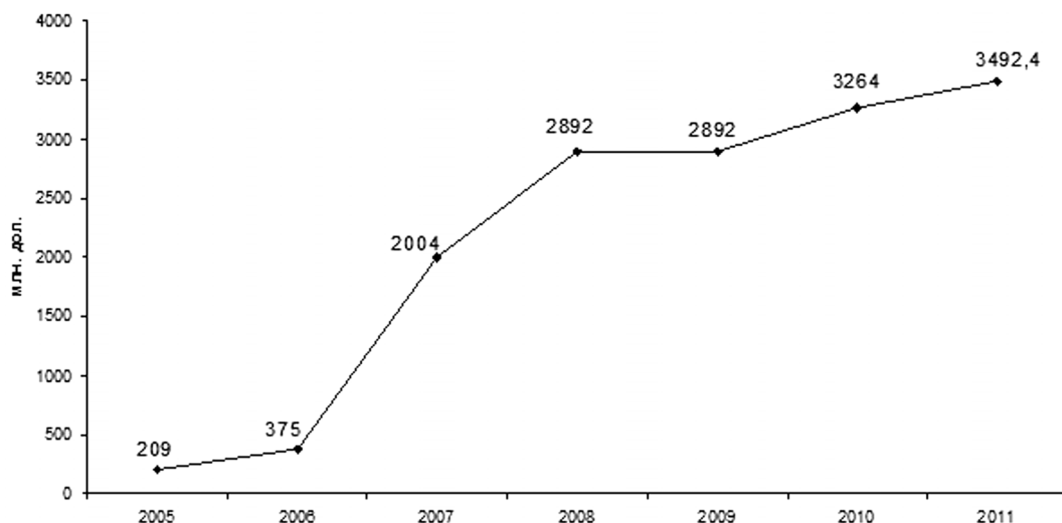
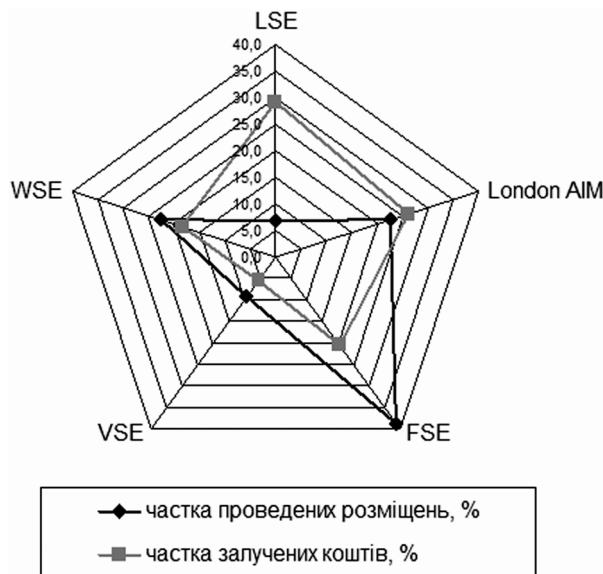


Рис. 1. Кумулята обсягів коштів, залучених в результаті IPO в 2005-2011 рр.



**Рис. 2. Ефективність використання фондових майданчиків**

Таблиця 3

**Розподіл українських емітентів за часткою акцій, розміщених в результаті IPO за період 2005-2011 рр.**

| Частка акцій*, % | Кількість компаній |
|------------------|--------------------|
| до 10            | 4                  |
| 10 – 20          | 12                 |
| 20 – 30          | 20                 |
| 30 – 40          | 5                  |
| 40 і більше      | 3                  |
| Разом            | 44                 |

\*Нижня межа належить інтервалу; верхня – ні  
Побудовано автором за [16]

близьких рівнях знаходились пакети акцій, розміщених серед інвесторів на Варшавській фондовій біржі в 2010-2011 рр.

**Висновки.** Історія залучення капіталу українськими емітентами на глобальному фондовому ринку бере свій початок з 2005 р. До початку 2012 р. на трьох фондових майданчиках континентальної Європи та двох – в Лондоні було проведено 44 IPO компаніями, що прямо чи опосередковано, повністю чи частково є українськими.

Найбільш успішним за обсягом залученого акціонерного капіталу (1629 млн. дол.) став 2007 р., коли було проведено 16 розміщень. В 2009 р. жоден український емітент не виходив на ринок публічних залучень, який істотно постраждав від глобальної фінансової кризи. Відновлення ринку в 2010-2011 роках дозволило лише повернутись на рівень початку вітчизняних розміщень, проте потенціал поповнення акціонерного капіталу шляхом використання механізму IPO, безсумнівно, буде і надалі використовуватись вітчизняними компаніями, які задля цього будуть підвищувати рівень власної прозорості та прагнути відповідати загальноприйнятим стандартам корпоративного управління,

що, варто очікувати, позитивно впливатиме як на їх індивідуальну інвестиційну привабливість, так і на інвестиційний клімат в Україні в цілому.

Особливості фондових майданчиків для розміщення пакетів акцій українських емітентів є такими: основний майданчик Лондонської фондової біржі уможливило залучення найбільших обсягів нового акціонерного капіталу; ринок АІМ та Франкфуртська фондова біржа в посткризовий період дещо поступились Варшавській фондовій біржі, яка наразі тримає першість в організації та проведенні IPO українських компаній.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Отєкіна Е. "Младенцам" – кредиты, "зрелым" – IPO / Е.Отєкіна // Консультант. – 2007. – № 13. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://gaap.ru/articles/50744>
2. Школьник И. А., Червякова С. В. Опыт и перспективы украинских компаний по выходу на IPO / И. А. Школьник, С.В. Червякова // Бизнесинформ. – 2010. – № 11. – С. 183-183.
3. Карпенко Г. В. Проблемы та перспективи залучення інвестиційного капіталу українськими підприємствами на світових фондових ринках шляхом IPO / Карпенко Г.В. // Фінанси України. – 2008. – № 10. – С. 89-94.
4. Ільченко-Сюйва Л. Ринок первинного публічного розміщення акцій: світовий досвід та українські реалії / Л. Ільченко-Сюйва, С. Радзімовська // Суспільна політика та стратегічний менеджмент. – 2008. – № 1. – С. 36-44.
5. Майорова Т. В., Гладчук К. М. Активізація вітчизняних аграрних компаній на світових ринках IPO / Майорова Т. В., Гладчук К. М. // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2011. – № 3 (12). – С. 160-164.
6. Петров А. А. Инфраструктура и этапы реализации механизма IPO / А. А. Петров // Економіка та держава. – 2011. – № 2. – С. 82-83.
7. Фишук І. М. Процеси інтернаціоналізації операцій IPO в умовах трансформаційної економіки / І. М. Фишук // Економіка. Фінанси. Право. – 2010. – № 12. – С. 28-31.
8. Українські фондові біржі зможуть запустити IPO не раніше, ніж в 2016 р. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rbc.ua/ukr/finance/show/ukrainskie-fondovye-birzhi-smogut-zapustit-iro-ne-ranee—07042011092900>
9. Ігор Мазепа: "Подвійний лістинг – єдине, що може вдихнути життя в український фондовий ринок". – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rbc.ua/ukr/interview/show/igor-mazepa-dvoynoy-listing-edinstvennoe-chto-mozhet-09122011100000>
10. Шапран Н. Розміщення акцій українських компаній за кордоном: сучасні реалії / Н. Шапран // Цінні папери України. – 2010. – № 28 (622). – С. 30-31.
11. Шапран Н. IPO українських компаній: курс на захід / Н.Шапран // Цінні папери України. – 2012. – № 1 (698).
12. Шапран В.С. IPO от А до Я: Справочник эмитента / В.С. Шапран / – К.: "Експерт-Рейтинг". – 2010. – 114 с.
13. Мельничук Л. Начало истории украинских IPO. Взгляд из Лондона / Л. Мельничук // Зеркало недели. – 2006. – № 22.
14. Лебедько С. "Финансовая охота" за большими деньгами / С. Лебедько // Деловой вестник. – 2008. – № 4.
15. Гейдонас Ю. Опыт размещения акций в Лондоне и в Киеве / Ю. Гейдонас // Инвестгазета. – 2006. – № 6 (534). – С.12.
16. Основні публічні розміщення акцій українських емітентів у 2005-2012 роках. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://economics.unian.net/ukr/detail/122752>