

УДК 339.727:336.761(477)

А. Гетманська

АЛЬТЕРНАТИВНІ ІНСТРУМЕНТИ ЗАЛУЧЕННЯ НЕБОРГОВОГО ФІНАНСУВАННЯ ДЛЯ УКРАЇНСЬКИХ КОМПАНІЙ

Розглянуто два сучасні інструменти залучення неборгового фінансування компаній – М&А та ІРО. Проведено порівняльний аналіз цих інструментів, визначено їх основні переваги та недоліки. Надано рекомендації щодо застосування М&А чи ІРО залежно від потреб компанії, зовнішніх та внутрішніх чинників.

Ключові слова: неборгове фінансування, злиття і поглинання, М&А, розміщення акцій, ІРО, цілі, переваги, недоліки, інструмент, критерій.

Впродовж свого існування компанія періодично або постійно потребує залучення фінансових ресурсів. Це можуть бути короткотермінові ресурси, спрямовані на поповнення оборотного капіталу, або довготермінові, залучені для фінансуванні стратегічних проєктів компанії. Чим більшою є компанія, тим більші суми таких залучень.

Залучити кошти можна шляхом боргового або неборгового фінансування.

Боргове фінансування передбачає використання позичених коштів, які мають бути повернені після завершення певного терміну. Крім того, використання таких коштів зазвичай передбачає сплату відсотків за запозиченням. Передусім це банківські кредити та кошти, отримані від випуску облігацій (є більш актуальним для великих компаній). Для отримання банківського кредиту однією з основних умов є наявність застави [1].

Залежно від джерела інвестицій воно поділяється на внутрішнє і зовнішнє. Внутрішнє фінансування передбачає використання внутрішніх ресурсів компанії, зокрема нерозподіленого прибутку [2].

Основними цілями залучення зовнішнього неборгового фінансування можуть бути:

- 1) інвестиції в подальший розвиток компанії;
- 2) зменшення боргового навантаження;
- 3) отримання коштів для потреб власників за рахунок зменшення їхньої частки в компанії;

4) вдосконалення фінансової історії компанії;

5) отримання джерела додаткового фінансування у майбутньому;

6) залучення бізнес-партнерів.

Розглянемо 2 основні шляхи залучення зовнішнього неборгового капіталу:

1) частковий або повний продаж компанії інвестору шляхом реалізації угоди злиття та поглинання (М&А);

2) розміщення акцій компанії на біржі (ІРО чи SPO).

Зазвичай науковці аналізують ці два інструменти залучення капіталу окремо. Темі злиття і поглинання присвячено багато закордонних праць таких науковців, як П. Гохан, Р. Фостер, Г. Дінз, А. Лажу та інші. Як і М&А, тема ІРО є порівняно новою для України як в практичному, так і в теоретичному плані. У світовому масштабі базовим аспектам цієї теми вже давно приділено значну увагу у працях багатьох науковців, зокрема Г. Грегоріу, Р. Геддес, Дж. Дрейхо та багато інших.

У світовій практиці під угодами злиття та поглинання (Mergers and acquisitions – скорочено M&A) розуміють усі угоди, які передбачають зміну у структурі власності компанії шляхом купівлі або продажу всієї компанії або значної частки в ній певним покупцем (інвестором).

Розміщення акцій компанії на біржі передбачає публічний продаж акцій компанії серед широкого кола інвесторів, зокрема у формі продажу депозитарних розписок на акції як шляхом розміщення додаткового випуску акцій, так і шляхом продажу акцій існуючого випуску акціонерами компанії.

IPO (з англ. Initial Public offering) – це перший публічний продаж акцій компанії. SPO (Secondary Public Offering) – повторне публічне розміщення акцій на фондовій біржі. Такий фінансовий інструмент, як публічне розміщення акцій, тільки починає поширюватись серед українських компаній, тому лише одиниці українських акціонерних товариств вже встигли розмістити свої акції шляхом відкритої пропозиції на одній з міжнародних бірж. З огляду на це, для більшості українських компаній актуальним питанням є саме перше публічне розміщення акцій.

Шляхом IPO компанія може залучити капітал для своїх поточних та майбутніх потреб. Частина цього капіталу може бути спрямована на погашення боргових зобов'язань, що зменшить боргове навантаження компанії. Одного разу вчинивши публічне розміщення акцій, компанія може використовувати цей інструмент і у майбутньому, а саме додатково розміщувати свої акції за потребою. Те що, компанія завдяки IPO стає публічною, надає їй можливість кредитуватись у подальшому на значно вигідніших умовах [3].

Вибір одного з цих інструментів – M&A чи IPO залежить від багатьох факторів і передусім від кінцевої мети власника бізнесу: повністю вийти з компанії або лише зменшити свою частку у ній заради залучення інвестицій у компанію або на свої власні потреби. IPO можна розглядати як альтернативу угодам M&A лише у другому випадку, коли власники планують продаж лише частки компанії, за цього лишаючись у бізнесі і зберігаючи контроль над ним.

Обидва шляхи як IPO, так і M&A, мають свої переваги, недоліки та обмеження (табл. 1).

Розглянемо їх окремо та у порівнянні.

1. *Збереження контролю над компанією.* Під час IPO на ринку продається неконтрольна частка акцій: 15 – 25%. З огляду на це, більша частка акцій і відповідно контроль над підприємством зберігається у власників.

Враховуючи те, що ми порівнюємо IPO з угодами M&A, які передбачають, так само, як і під час IPO продаж лише частки компанії, можна говорити про те, що контроль над підприємством після завершення угоди M&A так само залишається в мажоритарних акціонерів. Проте, на відміну від IPO, де акції продаються декільком, а інколи і багатьом інвесторам, в угоді M&A покупець стає єдиним власником пакету проданих акцій. В такому випадку залежно від розміру пакету, міноритарний акціонер може впливати на прийняття стратегічних рішень у компанії, оскільки він стає повноправним партнером зі своїм баченням перспектив та стратегії розвитку підприємства [4].

2. *Обмеження щодо організаційно-правової форми.* Сама сутність IPO передбачає, що компанія є публічним акціонерним товариством, у іншому випадку для вибору цього інструмента власникам бізнесу необхідно буде створити компанію-надбудову у формі публічного акціонерного товариства.

Таблиця 1

Порівняння переваг та недоліків IPO та M&A [5–8]

Інструмент залучення капіталу	IPO	M&A (Продаж частки у компанії)
Переваги	<ul style="list-style-type: none"> – збереження контролю над компанією; – отримання ринкової оцінки вартості компанії; – покращення фінансової репутації компанії, що дає можливість залучення більш дешевого боргового капіталу у майбутньому; – підвищення впізнаваності та іміджу компанії, що сприятиме розширенню ринків збуту та залученню кращих кадрових ресурсів 	<ul style="list-style-type: none"> – відсутні обмеження щодо організаційно-правової форми підприємства; – відсутність вимог щодо подальшого публічного розкриття інформації; – можливість отримання ціни вище ринкової; – потенційне джерело подальшого фондування; – відсутня необхідність приводити діяльність компанії у відповідність до критеріїв фондових бірж; – порівняно низькі витрати на угоду
Недоліки	<ul style="list-style-type: none"> – обмеження щодо організаційно-правової форми підприємства; – необхідність приведення компанії у відповідність до певних критеріїв; – постійні вимоги до розкриття інформації, взаємодія з інвесторами; – вплив ситуації на фінансових ринках на вартість акцій компанії; – порівняно великі витрати 	<ul style="list-style-type: none"> – обмеження при прийнятті стратегічних рішень; – відсутність ринкової оцінки вартості компанії

У випадку з угодами злиття та поглинання організаційно-правова форма компанії може бути різною, але найбільш зручною з юридичного боку є саме форма у вигляді акціонерного товариства.

З огляду на те, що в обидвох випадках зазвичай використовується міжнародне право, найчастіше для оформлення угод використовується “компанія-надбудова”, зареєстрована за межами України. Така компанія володіє українськими активами підприємства, при цьому діє за міжнародним законодавством та складає звітність за міжнародними стандартами. У разі відсутності такої компанії, під час підготовки до угоди може знадобитися додатковий час для її створення.

3. Відповідність критеріям. Говорячи про IPO, передусім розглядається розміщення акцій компанії на одній з міжнародних бірж, таких як Варшавська фондова біржа, Лондонська фондова біржа, Франкфуртська фондова біржа тощо. На таких міжнародних фінансових майданчиках компанія має шанси вдало розмістити свої акції. На сьогодні Українські біржі перебувають на початковій стадії розвитку, тому для того, щоб бути повноцінними майданчиками для IPO, їм поки що бракує обсягів операцій та присутності міжнародних інвесторів.

Міжнародні біржі, своєю чергою мають жорсткі критерії допуску, такі як:

- прозорість бізнесу;
- фінансова звітність, складена за міжнародними стандартами і перевірена одним з міжнародних аудиторів;
- високі стандарти корпоративного управління;
- публічність компанії: розкриття важливої інформації як під час розміщення, так і після його завершення та багато інших [9].

Окрім вищезазначених критеріїв, багато бірж мають обмеження щодо мінімальної капіталізації (вартості) компанії. Та навіть за відсутності таких обмежень маленькі обсяги розміщення не є привабливими для інвесторів. Це закриває вихід на IPO для невеликих компаній.

Приведення фінансової звітності вітчизняних компаній у відповідність до критеріїв міжнародних бірж може зайняти від одного до декількох років. Окрім того, публічне розміщення акцій передбачає подальшу підтримку публічності і детальної звітності про діяльність компанії перед інвесторами.

На відміну від IPO продаж частки у компанії шляхом M&A не потребує від компанії відповідати усім цим критеріям, але така відповідність може підвищити ціну продажу.

Ставши публічною, компанія повинна увесь час, доки її акції продаються на біржі, не тільки оприлюднювати важливу інформацію, але і постійно підтримувати взаємодію з інвесторами, зокрема відповідати на запити, організовувати інформаційні зібрання тощо. З метою підтримки такої взаємодії на відповідному рівні зазвичай в публічних компаніях створюється спеціальний підрозділ, який відповідає за зв'язки з інвесторами.

4. Оцінка вартості компанії. Розміщення акцій на біржі є відкритим, ринковим процесом. Ціна на акції формується на основі ринкових факторів, таких як ціни акцій аналогічних компаній, попередній попит на акції, що розміщуються, ситуація у галузі та її перспективи, загальна ситуація на фондових ринках. Розмістивши акції за певною ціною на біржі, власники компанії отримають ринкову оцінку своєї компанії.

Під час публічного розміщення акції продаються за ціною, що є компромісною між очікуваннями старих акціонерів, зацікавлених в тому, щоб продати акції якомога дорожче і потенційними новими акціонерами, які розраховують на ріст вартості акцій у майбутньому. Таким чином для продавців успіх розміщення визначається ціною продажу акцій, а для тих, хто їх придбав – динамікою вартості акцій після розміщення.

Тобто увесь час із моменту розміщення на біржі акцій компанії, відбувається торгівля цими акціями за відмінною від первинного розміщення ціною, за рахунок чого відбувається постійна зміна вартості компанії. На вартість акцій впливають як події у самій компанії, так і загальні тенденції на фондовому ринку, що може бути як перевагою, так і недоліком, оскільки ціна на акції стабільної, прибуткової компанії може впасти через несприятливу ситуацію на фондовій біржі, що своєю чергою може негативно вплинути на репутацію компанії, її відносини з фінансовими установами та інвесторами. Як видно на рис. 1, вартість акцій українських компаній, що котируються на Варшавській (Кернел, Астрата) та Лондонській (Укрпродукт, Мироновський хлібопродукт) фондових біржах надзвичайно сильно впала з початком фінансової кризи, але акції тих компаній, яким вдалось подолати кризові труднощі та продемонструвати інвесторам хороші показники діяльності у наступні роки, наздогнали докризовий рівень і навіть перевищили його.

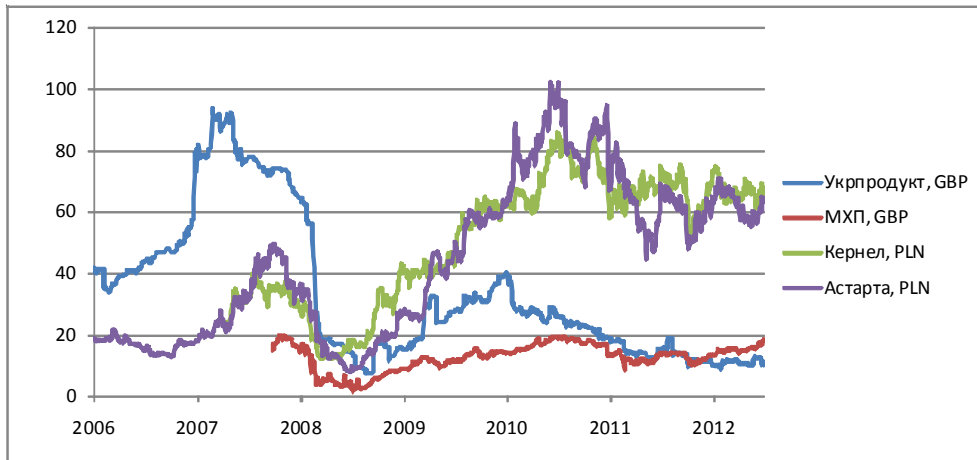


Рис. 1. Динаміка цін на акції українських компаній після ІРО [10]

Ціна за пакет акцій в угоді М&А також може формуватися з врахуванням ринкових факторів, але остаточна ціна є предметом домовленості між продавцем та покупцем. Така ціна може бути як вища за ринкову, так і нижча за неї.

5. *Покращення іміджу компанії.* Вдале ІРО та подальша публічність компанії позитивно впливає на імідж та фінансову репутацію компанії, що своєю чергою дає змогу компанії більш вигідно залучати ресурси, розширювати партнерські зв'язки тощо.

Угода М&А також може позитивно вплинути на імідж компанії, у разі, якщо покупець може принести додаткову користь бізнесу. Наприклад, якщо частку у бізнесі купує інша компанія зі схожим бізнесом, це може сприяти розширенню каналів дистрибуції, покращення технологій виробництва, залучення нових клієнтів.

6. *Витрати на угоду.* Важливий фактор, який має враховувати компанія, яка планує здійснити ІРО, це високі витрати на організацію цього процесу. Витрати залежать від обсягу розміщення. Для невеликих розміщень вони можуть становити до 10% від суми, на яку розміщено акції. Такі значні витрати пов'язані з необхідністю залучення багатьох консультантів для покриття усіх аспектів процесу, зокрема це послуги інвестиційного банку або брокерської фірми, юридичні, маркетингові та адміністративні послуги [11].

Основними витратами під час угоди М&А є також консультативні послуги інвестиційних та юридичних радників, але зазвичай ця сума є значно меншою у порівнянні з витратами для ІРО.

Висновки

При порівнянні вищезазначених шляхів залучення капіталу можна підсумувати, що для українських компаній простішим і доступнішим шляхом є продаж частки у компанії завдяки участі в угоді М&А.

Не зважаючи на це, публічне розміщення акцій дає багато переваг, які можуть мати велике значення для компанії, що знаходиться на стадії свого активного розвитку.

Отже, не можна однозначно стверджувати, що той чи інший інструмент залучення капіталу є кращим. Правильний вибір залежить від особистих цілей власників компанії,

стратегічних цілей компанії, готовності компанії до публічності або до продажу певному інвесторові, а також від ринкового середовища.

Окрім того, IPO та M&A можуть бути взаємодоповнюючими інструментами, доцільними на різних етапах розвитку компанії та на шляху досягнення різних стратегічних цілей.

Література

1. 8 Основных видов финансирования [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://www.mediaforge.ru/pravovaya-baza-biznesa-v-rossii/104-8-osnovnykh-vidov-finansirovaniya.html>.
2. Гукасьян Г. М. Экономика от А до Я: Тематический справочник [Электронный ресурс] / Г. М. Гукасьян. — Режим доступа : <http://vocabulary.ru/dictionary/910/word/vnutrene-finansirovanie>.
3. Khurshed A. Initial Public Offerings: The mechanics and performance of IPOs [Text] / Arif Khurshed. — Petersfield ; Hampshire : Harriman House Ltd., 2011. — 150 p.
4. McGrath M. Practical M&A execution and integration: a step by step guide to successful strategy, risk and integration management [Text] / M. McGrath. — Chichester ; West Sussex : John Wiley & Sons Ltd, 2011. — 320 p.
5. Draho J. The Ipo Decision: Why and How Companies Go Public [Text] / J. Draho. — Northampton : Edward Elgar Publishing, 2004. — 385 p.
6. McGrath M. Practical M&A execution and integration... — 320 p.
7. Espinasse P. IPO-A Global Guide [Text] / Philippe Espinasse. — Hong Kong : Hong Kong University Press, 2011. — 354 p.
8. Geddes R. IPO and Equity Offerings [Text] / Ross Geddes. — Oxford : Butterworth-Heinmann, 2003. — 272 p.
9. Espinasse Ph. IPO-A Global Guide... — 354p.
10. Офіційні дані Bloomberg Terminal [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.bloomberg.com>.
11. Greg N. Gregoriou. Initial Public Offerings (IPO): An International Perspective of IPOs [Text] / Greg N. Gregoriou. — Oxford : Butterworth-Heinmann, 2006. — 437 p.

А. Hetmanska

ALTERNATIVE TOOL FOR ATTRACTING NON-DEBT FINANCING FOR UKRAINIAN COMPANIES

Two modern instruments for attracting non-debt financing for companies - M & A and IPO are considered. The comparative analysis of these tools is carried out, their main advantages and disadvantages are determined. The recommendations on the use of M & A or IPO depending on the needs of the company, internal and external factors are given.

Key words: non-debt financing, mergers and acquisitions, M & A, public offering, IPO, goals, strengths, weaknesses, tools, criteria.