

УДК 340.154

В. В. Македон, І. Л. Тульських

Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, Україна

ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ УМОВ ТА НАСЛІДКІВ ПРОВЕДЕННЯ ІРО ПІДПРИЄМСТВАМИ-ЕМІТЕНТАМИ В УКРАЇНІ

У статті розглядаються питання первинного публічного розміщення акцій українських підприємств як засіб приваблення іноземних інвестицій до національної економіки.

Ключові слова: ІРО (первинне публічне розміщення акцій), емітент, фондовий ринок, біржа, торговельний майданчик, інвестиції, інвестиційний капітал.

В статье рассматриваются вопросы первичного публичного размещения акций украинских предприятий как средство привлечения иностранных инвестиций в национальную экономику.

Ключевые слова: IPO (первичное публичное размещение акций), эмитент, фондовый рынок, биржа, торговая площадка, инвестиции, инвестиционный капитал.

The article dwells upon the issue of initial public offerings by Ukrainian enterprises as means of attracting foreign investments into the national economy.

Keywords: IPO (initial public offering), issuer, stock market, exchange, trading floor, investments, investment capital.

Інвестиції є невід'ємним складником сучасної економіки. Як відомо, економічне зростання багато в чому залежить від успішного розвитку інвестиційної діяльності, що здійснюється за рахунок інвестиційних ресурсів. Обмеженість інвестиційних ресурсів звужує можливості розвитку всіх проявів господарської діяльності підприємства. Тому пошук шляхів мобілізації наявних фінансових ресурсів для інвестування у виробниче підприємство став сьогодні найважливішим завданням.

У світовій практиці ІРО (initial public offering) вважається одним з найбільш ефективних і детально відпрацьованих способів залучення інвестицій. Через ІРО фінансуються близько 15 % всіх інвестицій в основний капітал на розвинених ринках, а європейські показники досягають 10 %. Український фондовий ринок значно відстає від міжнародних стандартів та вимог, що унеможливує протікання життєво необхідних для українських підприємств трансформаційних процесів. Для створення стабільного фінансового сектора потрібна велика кількість змін та удосконалень існуючої системи. Без реформування існуючого механізму проведення ІРО неможливе надання необхідних для розвитку українського бізнесу інвестиційних ресурсів [12]. Отже, дане питання є дуже актуальним для проведення наукових досліджень, присвячених глибокому аналізу проблем національного фондового ринку, виявлення яких дозволяє визначити шляхи їх подолання та окреслити шляхи розвитку українського бізнесу через систему ІРО та вітчизняної економіки загалом.

Вивченням фондового ринку України та проблем його функціонування займалися багато вчених серед яких слід відзначити: В. Балашова, Р. Гедеса, Г. Грегоріу, Ф. Еванса, В. Євтушевського, О. Кібенко, П. Круша, В. Петрова, А. Сірка, І. Спасибо-Фатєєву, І. Фишук, З. Шершньову й інших, але питання реалізації процедури проведення ІРО в Україні мало вивчені і тому практично немає робіт з цієї проблематики. Саме незначна кількість наукових робіт, присвячених даній тематиці, обумовлює необхідність наукових досліджень цього спрямування. Детальне вивчення проблем, пов'язаних з первинним публічним розміщенням акцій, допоможе знайти шляхи їх вирішення та сприятиме розвитку фондового ринку України та побудові міцної фінансової системи держави.

Метою дослідження є аналіз сучасних умов планування та проведення первинного публічного розміщення акцій українськими емітентами з метою залучення стабільних інвестицій у національну економіку.

Одним із наслідків фінансової кризи 2008–2009 рр. став відтік інвестицій з України. Нажаль, під час кризи та виходу з неї українська економіка показала себе, як нестабільна, що призвело до різкого скорочення іноземних інвестиційних потоків. Багато українських підприємств були вимушені закритися, ті, що продовжували працювати, потребували значних інвестиційних вливань. Менеджмент підприємств намагався залучити грошові кошти різними шляхами: скористатися банківськими кредитними послугами, знайти інвесторів для своїх підприємств у межах держави, залучити іноземних інвесторів, але це не спрацювало.

Банківські кредити – одні з найпоширеніших традиційних джерел фінансування малих та середніх підприємств, однак такий вид інвестицій не дуже зручний. По-перше, залучену суму грошових коштів потрібно буде повернути банку; по-друге, для використання цих грошей потрібна регулярна виплата відсотків, і по-третє, такий вид фінансування часто потребує наявності майна для застави. Отже, такий вид фінансування не тільки не зручний, але й дуже дорогий для підприємства. Для того щоб проаналізувати переваги IPO, порівняємо його з такими альтернативними джерелами залучення капіталу для здійснення інвестицій, як банківські кредити, бюджетні кошти і державні позики, нерозподілений прибуток, облігаційні позики (табл. 1) [6, с. 13–14].

Таблиця 1

Переваги IPO над іншими інвестиційними джерелами	
Джерело інвестицій	Переваги IPO
Нерозподілений прибуток	Велике разове надходження капіталу; незалежність від майбутньої економічної кон'юнктури
Бюджетні кошти і державні позики	Оперативність надходження ресурсів; відсутність бюрократичних зволікань; відсутність боргових зобов'язань (у тому числі за соціальними програмами)
Банківські кредити	Незалежність від конкретного кредитно-фінансового інституту; відсутність майбутніх боргових виплат
Облігаційні позики	Відсутність зобов'язань з обслуговування позики; необмежений термін залучення капіталу

Джерело: [11, с. 47].

Одним із найпопулярніших засобів залучення та заохочення інвесторів у всьому світі є проведення саме IPO. Такий спосіб не є простий, але дозволяє залучити значні обсяги інвестиційних ресурсів, які не треба повертати та за якими не сплачуються відсотки за використання. Цей фінансовий інструмент широко використовується на фондових ринках у всьому світі. IPO – поняття, що використовується у всьому світі, та розшифровується так: Initial Public Offering – первинна публічна пропозиція, або первинне публічне розміщення цінних паперів.

Публічне розміщення акцій (в Україні) – розміщення серед інвесторів акцій публічного акціонерного товариства (компанії), за яким пропозиція акцій адресована більш ніж 100 фізичним та/або юридичним особам, крім акціонерів товариства, і при цьому існуючі акціонери емітента не мають переважного права на придбання розміщуваних акцій [4]. За допомогою IPO закрита компанія перетворюється на відкриту, якщо до проведення цієї процедури акціями компанії могло користуватися тільки певне коло людей, то після проведення IPO будь-хто може здійснювати покупку або продаж акцій цієї компанії. Виставляючи частину своїх корпоративних прав на продаж на фондовий ринок, компанія отримує необхідний їй

капітал, який не потрібно повертати. Цей капітал спрямовується на розширення діяльності та реалізацію запланованих інвестиційних програм [1].

Таким чином, IPO є надійним засобом для залучення інвестиційних коштів і потужною рушійною силою для стрімкого розвитку компанії, посилення її конкурентних позицій та виходу на новий ступінь розвитку. Крім того, що IPO є ефективним засобом залучення необхідних для підприємства інвестицій, воно також має відповідні позитивні економічні наслідки для інвесторів.

Інвестори купують акції компанії, що вперше були розміщені на фондових ринках у розрахунку на те, що вартість акцій цієї компанії підприємства зросте у майбутньому і доходність за цими акціями буде вищою, ніж за альтернативного вкладення їхнього капіталу. Ліквідність акцій, тобто можливість їхнього швидкого продажу і повернення інвестицій, збільшує привабливість акцій для інвесторів. З метою підвищення ліквідності акцій компанії, які оголошують про публічне розміщення, зацікавлені у допуску їхніх акцій до торгів на фондових біржах. Участь акцій компанії у біржових торгах дозволяє сформувати ринкову вартість акцій, визначити рівень ринкової капіталізації і створити для них необхідний рівень ліквідності [10].

Проведення процедури IPO є дуже непростим та витратним процесом. Для публічного розміщення акцій існують певні вимоги, яким, як правило, не відповідає жодна українська компанія. Менеджмент підприємства, що готується для виходу на IPO, зазвичай, запрошує команду досвідчених спеціалістів, які приводять компанію до стану, що потребується.

В Україні такими попередніми умовами для первинного розміщення акцій є [6, с. 36–37]:

- отримання емітентом дозволу Державної комісії з цінних паперів;
- заборона на номінування ціни акцій в іноземній валюті, що створює суттєві ризики курсових різниць;
- попередній лістинг акцій емітента на одній із українських фондових бірж;
- необхідність дотримання імперативних вимог українського корпоративного права, які не дозволяють товариствам застосувати в повній мірі кодекси корпоративного управління, рекомендовані іноземними біржами.

Виконання вищезгаданих попередніх вимог українські емітенти вважають занадто обтяжливим, тому незначна кількість українських підприємств виходить на IPO.

Особливістю IPO є проходження необхідного підготовчого процесу для приведення компанії у відповідність до вимог фондового ринку, адже вийти на первинне публічне розміщення акцій на одній зі світових бірж може лише та компанія, яка повністю відповідає вимогам за прозорістю структури власності і зрозумілістю ведення бізнесу. У цьому в українських емітентів акцій найчастіше виникають труднощі [3].

Основні проблеми – це процес переходу до «публічного режиму»: підготовка аудиту, вибудовування прозорої і зрозумілої інвесторам юридичної структури, повна звітність перед інвесторами, заходи з поліпшення іміджу компанії і роботи з інвесторами. Провести IPO неможливо, якщо власники компанії не готові розкривати будь-яку інформацію про себе і про свій бізнес на вимогу радників.

Публічний статус передбачає регулярність публікації інформації про господарську діяльність та досягнуті результати, розкриття інформації щодо фінансово-господарської діяльності. Публічність компанії, її медіаактивність, прозорість ведення бізнесу є тими факторами, що підвищують довіру та інтерес до компанії з боку клієнтів, постачальників та інших контрагентів. Унаслідок цього обороти компанії підвищуються, збільшується прибуток, бізнес активно розвивається.

Інформація про досягнуті обсяги приросту також впливає на зростання котирувань акцій та дозволяє компанії успішно проводити вторинне та подальші розміщення акцій, залучаючи значні розміри капіталу за рахунок відносно невеликих пакетів акцій. Таким чином, виходячи на фондовий ринок, компанія отримує для себе низку можливостей та відкриває нові перспективи [2; 9].

Враховуючи те, що у вітчизняних інвесторів немає реальної можливості вийти на український фондовий ринок для залучення інвестицій, ще починаючи з середини 2000-х рр. українські емітенти стали звертатися до міжнародних фондових ринків. За даними на липень 2013 року, протягом 8 років українськими компаніями-емітентами було проведено 26 IPO. Перелік компаній, що проводили IPO та обсяг залучених ними коштів, представлений у табл. 2.

Таблиця 2

**Залучення інвестиційних ресурсів українськими емітентами за рахунок IPO
у період 2005–2013 рр. (8 місяців)**

Рік	Місяць	Емітент	Галузь промисловості	Фондова біржа	Обсяг залучених коштів, млн дол. США
1	2	3	4	5	6
2012	Липень	KDM Shipping	Транспорт та логістика	WSE New Connect	7,4
	Липень	Coal Energy	Металургійна та гірничодобувна промисловість	WSE	79
2011	Червень	Continental Farmers Group	Сільське господарство	LSE (AIM)	24
	Червень	Ovostar Union	Сільське господарство	WSE	33
	Червень	BECTA	Промислове виробництво	WSE	48
	Квітень	Індустріальна Молочна Компанія	Сільське господарство	WSE	30
	Квітень	KSG Agro	Сільське господарство	WSE	39
	Березень	Black Iron	Металургійна та гірничодобувна промисловість	TSX	36
2010	Грудень	Sadovaya Group	Металургійна та гірничодобувна промисловість	WSE	31
	Листопад	Милкіленд	Харчова промисловість	WSE	78 дол. США
	Жовтень	Агротон	Сільське господарство	WSE	53 дол. США
	Вересень	Агроліга	Сільське господарство	WSE New Connect	1,4 дол. США
	Травень	Аграрний Холдинг Авангард	Сільське господарство	LSE (AIM)	229 дол. США
2008	Червень	Cadogan Petroleum	Нафтогазова галузь	LSE (AIM)	300
	Травень	МХП	Сільське господарство	LSE (AIM)	368
	Грудень	KDD Group	Нафтогазова галузь	LSE (AIM)	128
2007	Листопад	Кернел	Сільське господарство	WSE	220
	Листопад	Landkom	Сільське господарство	LSE (AIM)	111
	Серпень	Aisi Realty Public	Нафтогазова галузь	LSE (AIM)	33
	Липень	Nostra Terra	Нафтогазова галузь	LSE (AIM)	7
	Червень	Ferrexpo	Металургійна та гірничодобувна промисловість	LSE (AIM)	202
	Червень	D U P & D	Нафтогазова галузь	LSE (AIM)	204

Закінчення табл. 2

1	2	3	4	5	6
2006	Серпень	АСТАРТА-КИЕВ	Сільське господарство	WSE	32
	Грудень	XXI Век	Нафтогазова галузь	LSE (AIM)	120
2005	Листопад	The Ukraine Opportunity Trust	Фінансові послуги	LSE (premium)	32
	Лютий	Укрпродукт Груп	Харчова промисловість	LSE (AIM)	11

Джерело: [12].

З наведеної вище таблиці ми бачимо, що перші IPO українських компаній були проведені ще в 2005 р., але під час економічної кризи всі економічні процеси в країні були заморожені. Видно, що у 2009 р. не було проведено жодного IPO українськими емітентами. В 2010 р. активність українських компаній стосовно IPO відновилася, але можна сказати, що за останні три роки не спостерігається стрімкого зростання активності в цьому секторі фінансових відносин.

За вісім років, з часу проведення першого IPO українським емітентом, закріпилася стійка тенденція до виходу на IPO компаній із сільськогосподарського сектора. Таким чином, 42 % всіх проведених в Україні IPO виконані компаніями, що займаються сільським господарством, по 15 % компанії металургійної промисловості та ті, що працюють з нерухомістю, по 7,5 % компанії нафтогазової та харчової промисловості та близько 11,5 % (по 3,8 %) розподіляються між компаніями сфери транспорту та логістики, надання фінансових послуг та промислового виробництва. На рис. 1 наведений розподіл кількості проведених IPO за галузями національної економіки.

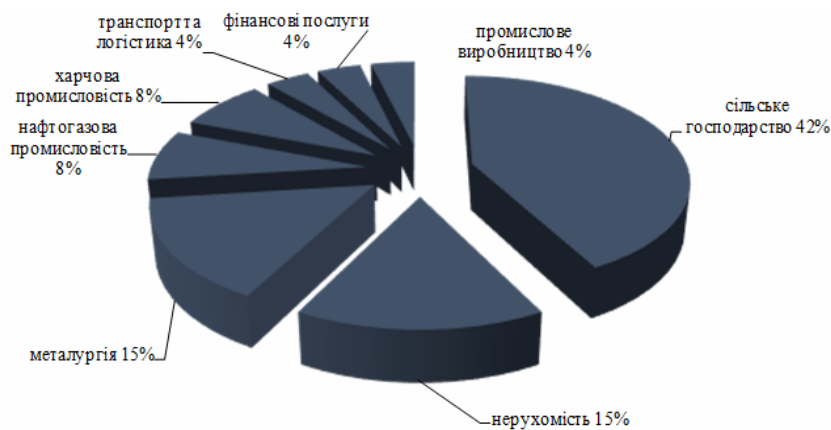


Рис. 1. Відсотковий розподіл кількості проведених IPO за галузями національної економіки України

(Джерело: [8])

Ще не так давно серед українських компаній була дуже поширеною думка, що продаж акцій на біржі – це прерогатива великих компаній, із тривалою історією господарювання, високим рівнем фінансових показників. Але насправді, зараз немає ніяких підстав для такої точки зору. Ринок відреагував на потребу створення додаткового джерела фінансування і поруч з основними торговими майданчиками світових фондових бірж було організовано альтернативні. Так вчинила і Варшавська фондова біржа (ВФБ), створивши 2007 р. власну альтернативну

торговельну платформу «NewConnect», таким чином відкривши шлях на міжнародний ринок капіталу для невеликих компаній, які швидко розвиваються. «NewConnect» була створена для малих та середніх компаній та має спрощені вимоги до потенційних емітентів, а також відрізняється пришвидшеною процедурою розміщення. Для проходження усіх додаткових процедур компанії у середньому необхідно близько півроку. Сьогодні «NewConnect» – це платформа, яка динамічно розвивається і де станом на 2011 р. обертаються акції 220 компаній, сукупною капіталізацією 1362,97 млн євро.

Станом на початок 2013 р. серед українських компаній, які здійснили IPO на площадці «NewConnect», лише два емітенти: компанія «Агроліга» та «KDM Shipping». Компанія «Агроліга» здійснила розміщення у 2010 р. і за відносно невеликий пакет акцій – 16,67 % – змогла отримати 1,4 млн дол. США. З проведенням IPO протягом досить короткого періоду часу невелика харківська компанія «Агроліга» перетворилася на об'єкт масової уваги – компанія розкрилася для бізнес-спільноти та перейшла на новий етап свого розвитку.

Успішна практика IPO «Агроліги» та виконання нею заявлених планів з розвитку відкривають шлях для розміщення інших українських компаній. Польські інвестори позитивно оцінюють потенціал українських підприємств та очікують на нові перспективні об'єкти для інвестування. Такі успішні IPO не тільки дають можливість українським підприємствам залучити бажані фінансові ресурси, але й стимулюють національну економіку країни загалом, приваблюючи інвесторів зі всього світу та їхні капітали для участі в розвитку українських підприємств. Крім того, у 2012 р. ще одна українська компанія «KDM Shipping» розмістила свої акції на «NewConnect», що дозволило їй залучити 7,4 млн дол. США іноземних інвестицій. Проспектом емісії було передбачено розміщення 3,5 млн акцій (35 %) на суму \$36 млн дол. США, але вдалося розмістити тільки 11 % акцій та залучити тільки п'яту частку від запланованої суми – \$7,4 млн дол. 8,35 % акцій придбали приватні інвестори. З таким низьким результатом з іноземних бірж не повертався ще жоден емітент, але навіть таку суму дуже складно знайти в Україні: банківське кредитування обмежене, інших джерел практично немає. Кошти потрібні були компанії на реалізацію інвестиційного плану на 2012–2014 рр. Тим не менш, продаж акцій компанії «KDM Shipping» відкриває дорогу на польську біржу компаніям з поки що не освоєного нею сектора – морських перевезень вантажу. На Варшавській біржі немає аналогів української компанії, тому котирування «KDM Shipping» стануть своєрідним бенчмарком для цієї галузі [8; 12].

Якщо розглядати, на яких міжнародних біржових майданчиках українські емітенти вважають за краще проводити первинну публічну пропозицію, то існує дві основні біржі LSE (Лондонська фондова біржа) та WSE (Варшавська фондова біржа), на яких українськими компаніями проводиться більшість IPO. Близько половини українських емітентів обирають LSE для проведення IPO, адже на торговельних майданчиках Лондонської фондової біржі проведено 50 % від загальної кількості IPO за 8 років. Багато українських компаній також обирають Варшавську фондову біржу, на долю WSE випадає 46 % проведених українськими компаніями IPO. Канадська фондова біржа (TSX) не користується особливою популярністю серед корпоративного сектора України, хоча і вважається однією з найбільших бірж світу, на цій біржі українськими компаніями було проведено тільки одне IPO, що склало близько 4 % від загальної кількості.

Наглядно розподіл кількості IPO, проведених українськими емітентами на міжнародних торговельних майданчиках, можна побачити на рис. 2.

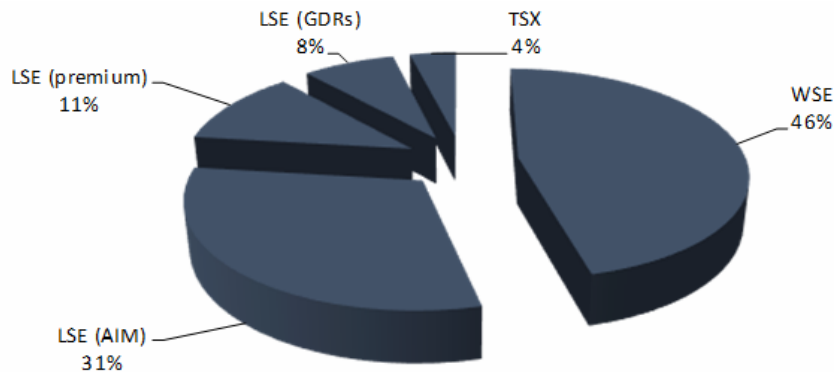


Рис. 2. Розподіл кількості IPO, проведених українськими емітентами на міжнародних торговельних майданчиках (Джерело: [8])

Ми бачимо, що якщо розглядати українську економіку у контексті світової динаміки, та порівнювати кількість первинних публічних розміщень, що проводилися останніми роками в Україні та в усьому світі, можна зробити висновки, що на фоні кількості IPO у світовому масштабі українські цифри є мізерними. Проведення IPO в Україні не популярне через низку причин. В Україні немає добре розвинуеного фондового ринку та біржових майданчиків, на яких можна було б проводити повноцінне IPO [5]. Український організований ринок не має достатньої злагодженості для проведення такого трудомісткого процесу. Тут мають значення і нормативно-правова база, яка все ще потребує вдосконалення, і технічне забезпечення роботи фондового ринку, яке поки що не відповідає міжнародним вимогам, і все ще відсутність або недостатність знань менеджерів підприємств та потенційних інвесторів про переваги, що може давати фондовий ринок. Одним із значних мінусів фінансової системи України є бюрократична тяганина, що супроводжує бажаючих провести IPO емітентів упродовж усього процесу підготовки до первинного публічного розміщення акцій компанії [7].

Якщо провести аналіз зміни кількості IPO за останні декілька років та проаналізувати ситуацію у 2013 р., можна побачити загальносвітову тенденцію до зростання кількості IPO. На жаль, українські емітенти утримуються від цієї тенденції. На рис. 3, наведені основні показники кількості IPO в світі та Україні за останні декілька років.

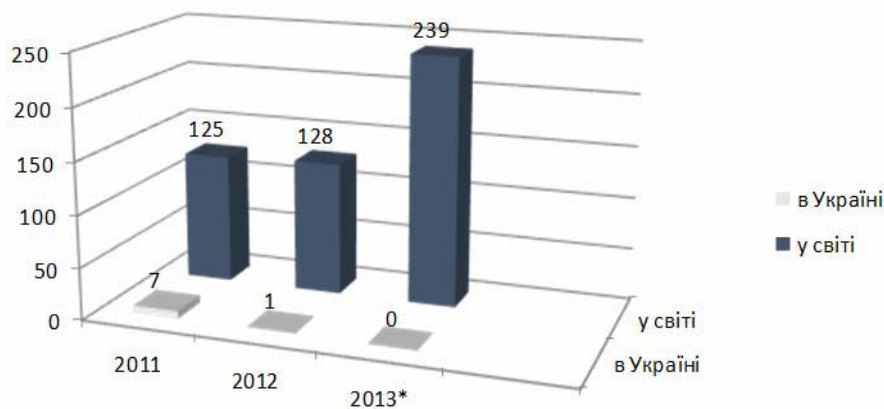


Рис. 3. Порівняльна динаміка IPO в світі та Україні за період 2011–2013 рр. (Джерело: [12])

З наданої діаграми можна побачити, що з кожним роком кількість IPO в світі збільшується, а в Україні має місце протилежна тенденція, з кожним роком все менше і менше первинних публічних розміщень проводиться українськими емітентами.

Висновки. Поняття IPO стало відомим для вузького кола українців в умовах нестабільної української економіки близько 8 років тому. Поступово, під час подальших років деякі з компаній почали користуватися перевагами, що надає первинне публічне розміщення, але кількість таких компаній скоротилася до нуля в умовах економічної кризи 2008–2009 рр. Зараз, на жаль, немає позитивної динаміки в області проведення первинних публічних розміщень, при цьому існують певні передумови: в Україні немає зрілого фондового ринку, який би міг забезпечити всі потреби як емітентів, так і інвесторів, немає відлагодженого механізму проведення IPO на українських біржових майданчиках, не існує нормативно-правової бази для захисту прав інвесторів і емітентів та ін. Вищеперераховані недоліки фінансової системи заважають українським емітентам обрати один із найпривабливіших способів інвестиційного капіталу, що, зрештою, заважає динамічному розвитку української економіки.

Державні органи повинні приділити увагу розгляду цих питань, адже спрощення процесу проведення IPO та можливість його проведення на території України значно вплине на кількість перших публічних розміщень, проведених українськими компаніями. Це дозволить зацікавити іноземних інвесторів у вкладенні їхніх капіталів в українські компанії, що матиме вагомий позитивний вплив на розвиток вітчизняної економіки.

Бібліографічні посилання

1. **Геддес Росс.** IPO и последующие размещения акций: пер. с англ. / Росс Геддес. – М. : Publisher; Олимп-Бизнес, 2008. – 352 с.
2. **Грегориу Грег Н.** IPO: опыт ведущих мировых экспертов / Грег Н. Грегориу. – Гревцов Паблишер, 2008. – 624 с.
3. Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» від 23 лют. 2006 р. // ВВР. – 2006. – № 38. – Ст. 508.
4. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 р. №514-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2008. – № 50–51. – Ст. 384.
5. Корпоративне управління : монографія / І. В. Спасибо-Фатєєва, О. Кібенко, В. Борисова; за ред. І. В. Спасибо-Фатєєвої. – Х. : Право, 2007. – 500 с.
6. **Костенко Н.** Первинна публічна пропозиція акцій (IPO) як спосіб виходу компанії на світові фондові ринки / Н. Костенко, Н. Євтушенко // Схід. – № 4 (76) лип.-серп. – 2006. – С. 35–38.
7. **Круш П. В.** Формування та розвиток моделі корпоративного управління в трансформаційній економіці / П. В. Круш, О. П. Кавчиш, А. В. Гречко. – К. : Центр навч. літ-ри, 2007. – 267 с.
8. Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/fund/info>
9. **Петров В.** Переваги IPO перед прочими источниками інвестицій / В. Петров // Рынок ценных бумаг. – 2011. – № 15 – С. 23–25.
10. **Таранченко З.** Стратегія виходу на IPOдіум / З. Таранченко // Стратегии. – 2006. – № 11 – С. 32–33.
11. **Фищук І. М.** Переваги та недоліки первинного розміщення акцій в умовах глобалізації фондового ринку / І. М. Фищук // Формування ринкових відносин в Україні. – 2010. – № 9. – С. 46–55.
12. PWC Україна. Розділ IPO [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.pwc.com/en_GX/webadmin/search/search.jhtml?searchfield=IPO&pwcGeo=UA&pwcLang=uk&pwcHideLevel=0&localeOverride=uk_UA

Надійшла до редколегії 19.11.2013