

Економіка: проблеми теорії та практики : зб. наук. праць. – Випуск
239 : В 5 т. – Т. I. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2008. – 263 с. – С. 197–206.

Сілакова Г. В.

Силакова А. В.

Silakova G.

Національний університет харчових технологій

**Первинне публічне розміщення акцій (ІРО) як перспектива фінансування
інвестиційної діяльності підприємств**

**Первичное публичное размещение акций (ІРО) как перспектива
финансирования инвестиционной деятельности предприятий**

**Initial public offering (ІРО) as the prospect of financing the investment activity
of enterprises**

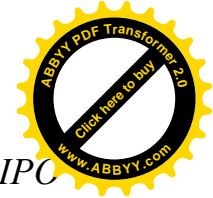
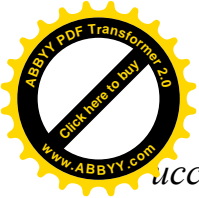
Ключові слова: проста акція, емісія акцій, первинне публічне розміщення, міжнародний ринок капіталу, інвестор, фінансування інвестиційної діяльності.

Ключевые слова: простая акция, эмиссия акций, первичное публичное размещение, международный рынок капитала, инвестор, финансирование инвестиционной деятельности.

Key words: common shares, issue of shares, initial public offering, the international capital market, investor financing investment.

Анотація. У статті розглянуто проблеми здійснення первинного публічного розміщення акцій на міжнародних ринках капіталу з метою фінансування інвестиційної діяльності підприємств. Також досліджено основні переваги та недоліки використання ІРО вітчизняними підприємствами.

Аннотация. В статье рассмотрены проблемы осуществления первичного публичного размещения акций на международных рынках капитала с целью финансирования инвестиционной деятельности предприятий. Также



дослідовані основні переваги і недоліки використання IPO
вітчизніними підприємствами.

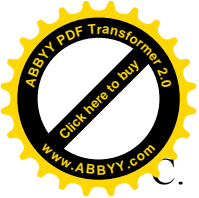
***Abstract.** The article deals with the implementation of an initial public offering on the international capital markets to finance investment activity. Also, the main advantages and disadvantages of using IPO domestic enterprises.*

I. Вступ. Процес інвестування відіграє важливу роль в економіці кожної країни, оскільки значною мірою визначає економічне зростання держави, зайнятість населення і є вагомим елементом підґрунтя економічного розвитку суспільства. Проблема ефективного інвестування пов'язана з вибором джерел фінансування інвестиційної діяльності.

Прийняття інвестиційного рішення дається нелегко і багато в чому визначається фінансовою стратегією, обраною керівництвом підприємства. Іншим важливим чинником є зовнішні умови функціонування підприємства, в тому числі рівень відсоткових ставок, поточний і прогнозний стан фондового ринку, наявність альтернативних фінансових інструментів тощо. Принципово важливим при цьому є те, щоб характер залучених інвестиційних ресурсів відповідав стратегії інвестиційного розвитку підприємства.

Якщо підприємство розглядає можливість залучення зовнішнього фінансування інвестицій, то перед ним стоїть нелегке завдання – обрати найбільш прийнятний із великого різноманіття існуючих фінансових інструментів. Серед традиційних видів зовнішнього фінансування інвестицій, доступних для вітчизняних підприємств, можна виділити залучення капіталу на дольовій основі, найбільш розвинутим видом якого вважається первинне публічне розміщення акцій (IPO).

Внесок у розробку наукових проблем теорії і практики функціонування відкритого ринку акціонерного капіталу зробили як зарубіжні, так і вітчизняні вчені-економісти, а саме: Р.Аггарвал, Л. Боувер, А. Брав, Дж. Брау, Р. Вішні, П. Гомперс, М. Дженсен, Р. Ібботсон, Р. Картер, П. Конрой, Дж. Коул, Р. Ларнер, Т. Лафран, Ст. Майерс, Д. МакКоннелл, Ст. Манастер, В. Меклінг, М. Міллер, Р. Раджан, Дж. Ріттер, Х. Серваес, С. Фоссет, А. Шлейфер, О. Харт, П. Гулькін,



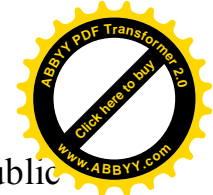
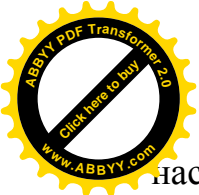
С. Лосєв, А. Лукашов, Я. Міркін, З. Ватаманюк, Р. Задорожна, Н. Звонарь, Н. Костенко, О. Марченко, О. Хорошилова, О. Чернега, О. Шкарпова тощо.

Відаючи належне науковим напрацюванням вітчизняних та зарубіжних вчених з даної проблематики, слід зауважити, що існує потреба у її подальшому дослідженні, що обумовлено недостатнім рівнем розробки теоретичних та практичних аспектів сутності фінансування інвестиційної діяльності підприємств шляхом первинного публічного розміщення акцій.

II. Постановка завдання. З розвитком ринкових відносин з'явилося багато нових способів фінансування інвестиційної діяльності підприємств і розширилися можливості залучення коштів. Разом з тим вітчизняні підприємства були позбавлені колишніх джерел фінансування, так, наприклад, державна підтримка підприємств на сучасному етапі зведена до мінімуму. В той же час багато інших джерел, широко використовуваних компаніями у країнах з розвинутою ринковою економікою, залишаються недоступними для українських підприємств внаслідок їх високої вартості або наявності інвестиційних обмежень. Так, наприклад, банківський кредит є досить дорогим і, частіше за все, короткостроковим джерелом залучення коштів, і, крім того, одночасно має досить складну процедуру отримання. Облігаційні позики передбачають забезпечення необхідного потоку платежів по купонних виплатах, що у випадку довгострокового фінансування інвестиційної діяльності може бути обтяжливим для підприємств.

Останнім часом більшість українських підприємств починають розглядати таке довгострокове джерело фінансування інвестицій, як залучення капіталу на вітчизняному та зарубіжних фінансових ринках, а саме шляхом первинного публічного розміщення акцій. Оскільки у світовій практиці залучення значних обсягів інвестицій шляхом IPO використовується більш широко і суттєво впливає на розвиток інвестиційної діяльності підприємств, у вітчизняній економіці дослідженню цього питання слід приділити більше уваги.

III. Результати. Одним із найбільш ефективних методів залучення інвестицій є виведення підприємств на світовий фінансовий ринок капіталу з

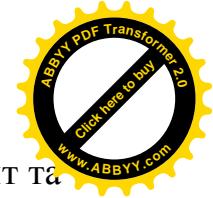


наступним фінансуванням у формі додаткових емісій їх акцій. IPO (Initial Public Offering) є первинною публічною пропозицією інвесторам на біржових майданчиках стати акціонерами компанії. Розміщення є первинним, оскільки акції розміщуються на первинному ринку, публічним – цінні папери розміщуються на фондовій біржі, де їх може придбати широке коло інвесторів.

Розміщуючи акції на фондовій біржі, компанія прагне продати незначний, близький до блокуючого, пакет акцій інвесторам з метою фінансового вливання для розвитку, визначення капіталізації чи реальної ринкової вартості, реструктурування бізнесу, а також підвищення свого інвестиційного рейтингу, що дозволить одержати доступ до інших недорогих джерел фінансування.

Первинне публічне розміщення акцій є значним кроком для будь-якої компанії, тому проведенню IPO передують досить ретельна підготовка, яку можна поділити на три етапи [2]. Перший етап є підготовчим, де за 3-4 роки до розміщення формується кредитна історія компанії шляхом використання кредитних, вексельних та облігаційних позик. Приблизно за 2-3 роки до здійснення IPO розробляється бізнес-план і приводиться фінансова звітність у відповідність до міжнародних стандартів. Більше, ніж за 1 рік до розміщення оцінюються альтернативні IPO джерела фінансування інвестицій з погляду стратегічних цілей компанії та власників. Також компанія обирає інвестиційний банк, юридичну фірму та аудитора. За допомогою банку-андеррайтера визначаються параметри розміщення, тобто обсяг, ціна акцій, загальна справедлива вартість пакету, біржовий майданчик, структура угоди, розробляється план розміщення. На цьому етапі також здійснюється реалізація премаркетингу, тобто збір думок інвесторів та інвестиційних аналітиків щодо критеріїв оцінки компаній подібного типу, такої ж галузі, цієї ж країни на обраному типі майданчика цільовими інвесторами [4].

За шість-вісім тижнів до офіційної реєстрації проспекту емісії проводяться загальні збори, на яких складається план-графік IPO і розподіляються обов'язки членів команди. Офіційно процес IPO починається із загальних зборів [2].

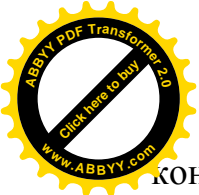


За 10 місяців юридичний консультант, аудитор, фінансовий консультант та банк-андеррайтер починають всебічно вивчати діяльність компанії (“due-diligence”). Приблизно за 5 місяців до розміщення, за результатами “due-diligence” та оцінкою кон’юнктури ринку оновлюється оцінка вартості пакету акцій і розкривається інформація про компанію широкому колу інвесторів. За 3 місяці визначається діапазон ціни акцій, а за два-шість тижнів до розміщення здійснюється випуск попереднього проспекту емісії акцій та проведення аналізу проспекту незалежним аудитором. За 1-2 місяці до початку розміщення здійснюється “дорожнє шоу” (“road-show”), тобто презентація компанії потенційним інвесторам, метою якого є переконати інвесторів купити акції компанії. Після цього, за тиждень до розміщення здійснюється випуск остаточного проспекту емісії із проведенням аналізу незалежного аудитора [4].

Другий етап передбачає безпосереднє розміщення акцій на біржі. Після погодження ціни акцій і не раніше, ніж за 2 дні після випуску остаточної версії проспекту емісії, компанія оголошує про здійснення IPO. Певна кількість акцій компанії розповсюджується між членами інвестиційного синдикату, брокерами та їх клієнтами. Торгівля акціями на біржі починається наступного дня після оголошення. Банк-андеррайтер відповідає за організацію вдалої торгівлі і забезпечення цінової стабілізації акцій компанії.

Третій етап передбачає роботу з інвесторами після розміщення. Угода з андеррайтингу вважається завершеною, якщо компанія передає свої акції андеррайтеру, а той переводить отримані кошти на рахунок компанії. Через сім днів після дебюту компанії IPO оголошується здійсненим. Через 25 днів з моменту початку торгівлі андеррайтер та інші члени синдикату можуть робити публічні прогнози і визначати вартість компанії, а також надавати рекомендації інвесторам відносно купівлі акцій компанії [2].

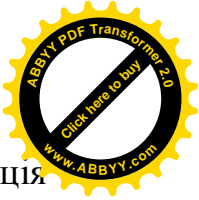
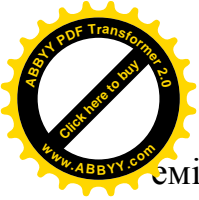
Важливим чинником є оцінка вартості IPO, оскільки витрати на підготовку здійснюються за рахунок власних коштів компанії. Всі витрати, пов’язані з IPO, можна умовно поділити на прямі та непрямі. До прямих витрат відносять вартість послуг андеррайтерів (5-9 % загального обсягу емісії), юридичного



консультанту (50-200 тис. доларів США), витрат на проведення аудиту (200-300 тис.), рекламної кампанії (10-50 тис.), витрат на формування і розкриття інформації фінансової звітності (4,5-20 тис. доларів США). Непрямі витрати включають впровадження корпоративної інформаційної системи, що забезпечить своєчасне формування звітності (500-6000 тис. доларів США), проведення реорганізації і удосконалення процедур корпоративного управління (50-120 тис.), створення комітету з компенсацій і винагород (12-60 тис.), комітету з внутрішнього контролю (20-80 тис.), відділу стратегічного планування (20-80 тис.), відділу зв'язків з інвесторами (80-400 тис. доларів США). Таким чином, витрати на організацію і проведення IPO загалом можуть становити до 20 % загального обсягу залученого капіталу.

Розрізняють три методи організації процедури IPO на біржовому майданчику (порядок визначення ціни): метод фіксованих цін (відкрита пропозиція); метод аукціону; метод формування портфелю (метод збору заявок) [1]. Метод фіксованих цін передбачає визначення ціни акцій заздалегідь, що значно підвищує ризик провалу IPO через витік інформації. Крім того, інвестори мають заздалегідь повністю оплатити замовлення акцій. Все це призводить до встановлення відносно заниженої ціни на акції, тому цей метод застосовується досить рідко, переважно на високорегульованих фондових ринках певних країн. Основним недоліком методу аукціону є неповний продаж акцій компанії. Аукціони найчастіше обираються для приватизації відомих компаній в добре вивчених і зрозумілих інвесторам галузях, що мають значну кількість співробітників і широку клієнтську базу. Найбільш поширеним є методом формування портфелю, при якому андеррайтер здійснює повний контроль у розподілі акцій компанії серед потенційних інвесторів.

Існують також змішані методи проведення IPO, при яких для продажу різних траншів акцій використовуються комбіновані методи, а саме: аукціон/відкрита пропозиція; аукціон/формування портфелю; формування портфелю/відкрита пропозиція – найбільш розповсюджений метод. Частіше за все формування портфелю використовується для продажу акцій компанії-

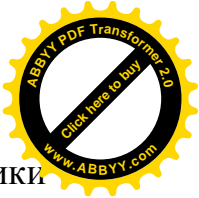
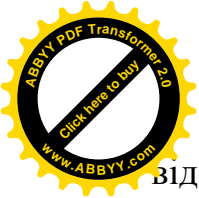


емітента інституційним і іноземним інвесторам, а відкрита пропозиція резервується для дрібних (національних) інвесторів.

Проведення успішного IPO свідчить про досягнення компанією високого рівня інформаційної прозорості, стійке зростання фінансових показників, відповідність рівня корпоративного управління прийнятому стандарту, наявність у компанії довгострокової стратегії розвитку бізнесу.

Компанія може здійснювати IPO як на вітчизняному, так і на світових біржах. Світова практика свідчить, що основна частина IPO здійснюється в США, Великобританії, Канаді (до 15-20 % загального обсягу інвестицій в основний капітал), оскільки ці країни орієнтовані на фондовий ринок як джерело інвестицій. Інша ситуація спостерігається в країнах континентальної Європи (5-10 % загального обсягу інвестицій в основний капітал), які переважно орієнтуються на банківське кредитування [2]. Вітчизняний ринок IPO сильно відстає від ринків розвинутих країн, що пов'язано з недостатньою розвиненістю фондового ринку в цілому. Фінансовий ринок України розвивався як борговий, в результаті чого на сьогодні залишається непомітним у масштабах економіки. Проте, його розвиток досяг такого рівня, коли стало необхідним диверсифікувати джерела фінансування, а щоб залучити кошти зі сторони, необхідно розміщувати акції компанії на фінансових майданчиках.

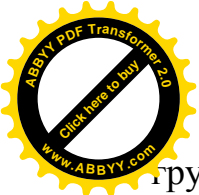
Загалом розрізняють два типи фондових бірж: глобальні та регіональні. Глобальні фондові ринки є домінуючими і характеризуються найвищою капіталізацією, значними обсягами торгів та найбільшою ліквідністю. До них відносяться Нью-Йоркська (NYSE), Лондонська (LSE) та Токійська (TSE) фондові біржі. Також на статус глобальної претендує американська електронна біржа NASDAQ. Лондонська фондова біржа складається з двох секторів – найбільш престижного майданчику Європи для крупних та відомих компаній Основної біржі (The Main Market) та Секції альтернативних інвестицій (AIM), призначеної для невеликих швидко зростаючих компаній. Регіональні біржі домінують в локальній економічній системі і обслуговують певний регіон, спеціалізуючись на обмеженій кількості продуктів, ринків і інвесторів. Серед



відомих регіональних фондових бірж можна виділити торговельні майданчики Франкфурту, Люксембургу, Відня, Варшави, а також єдину біржу балтійського регіону OMX, яка об'єднує в єдину систему торговельні майданчики Стокгольму, Копенгагену, Хельсінкі, Вільнюсу, Риги та Талліну.

Так, якщо компанія бажає залучити значний капітал або вийти з бізнесу протягом мінімум п'яти років з максимальним прибутком від самого процесу виходу і володіє щорічним оборотом від 1 млрд. доларів США, то необхідно розглянути IPO на Нью-Йоркській (NYSE) та Лондонській (LSE) фондових біржах. Проте, необхідно враховувати, що продаж одразу великого пакету акцій (близько 40 %) і швидкого виходу власника із складу акціонерів, інвестори можуть сприйняти з підозрою. Для залучення крупного стратегічного інвестора без продажу значного пакету акцій на біржі або для залучення коштів з метою фінансування інвестицій при наявності оборотних коштів у компанії в розмірі від 20 млн. до 1 млрд. доларів США для проведення IPO можна рекомендувати Секцію альтернативних інвестицій (AIM) Лондонської фондової біржі, оскільки такий ринок є менш регульованим і присутніх на ньому інвесторів будуть цікавити перспективи розвитку компанії і її продуктів, ніж історія в минулому.

Залучення інвестиційних ресурсів шляхом виходу вітчизняних компаній на іноземні фондові ринки останнім часом має позитивні тенденції. Розвиток ринку IPO в Україні розпочався з підготовки компанією “Ukrproduct Group” (виробництво молочних продуктів і сухого молока) в жовтні 2003 р. акцій до публічного розміщення на альтернативному інвестиційному ринку AIM. Розміщення акцій було завершено в лютому 2005 р., в результаті чого на біржі було продано 27,2 % загального обсягу акцій на суму 6 млн. фунтів стерлінгів (близько 11 млн. доларів США). Акції компанії придбали 18 інституціональних і 33 приватні інвестори. Залучення інвестиційних ресурсів відбулось з метою модернізації і придбання технологічного обладнання, а також на поповнення оборотних коштів підприємства. У квітні 2005 р. на AIM вийшла компанія “Cardinal Resources LLC”, яка займається видобуванням нафти та газу у західних регіонах України, продавши 39,7 % акцій за 20 млн. доларів США. У

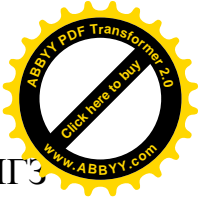
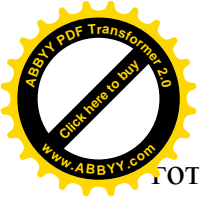


грудні цього ж року девелоперська компанія “XXI століття” за допомогою дочірньої XXI Century Investments розмістила на AIM 35,7 % акцій, виручивши 139 млн. доларів США. Акції компанії купили 95 інвесторів із 12 країн. Основною метою залучення коштів стало інвестування у будівництво житла, торговельно-розважальних центрів і сучасних офісів у Києві.

У січні 2006 р. на інтегрованій біржовій організації, яка надає послуги з організації електронної торгівлі, клірингу, здійсненню розрахунків за угодами, депозитарні та інформаційні послуги Дойче Берзе АГ розмістив 8 % загального обсягу акцій Луцький автомобільний завод, залучивши близько 16 млн. доларів США з метою інвестування у модернізацію і розширення виробництва автобусів, легкових і вантажних автомобілів. Наприкінці липня 2006 р. на Варшавську фондову біржу вийшла компанія “Астарта-Київ” з метою залучення коштів у придбання дрібних конкурентів на ринку, модернізацію і розширення діючих потужностей, а також інвестування у власне виробництво цукрового буряку задля підвищення рентабельності. Компанія розмістила 20 % загального обсягу акцій, залучивши близько 30,96 млн. доларів США.

Кінець травня 2007 р. характеризувався виходом на Франкфуртську біржу будівельно-інвестиційної компанії “ТММ”, а саме її дочірньої кіпрської компанії TMM Real Estate Development. Компанія залучила 105 млн. доларів США, розмістивши 13,11 % загального обсягу акцій. Весь обсяг акцій викупили великі іноземні інвестиційні фонди. Майже одночасно, 1 червня, на ринку AIM розміщує 100 % акцій інвестиційний фонд Dragon-Ukrainian Properties & Development PLC і залучає при цьому 208 млн. доларів США. Цього ж місяця гірничодобувна компанія Ferrexpo AG виходить на основний майданчик Лондонської фондової біржі (LSE) розміщуючи 25 % загального обсягу акцій і залучивши 111 млн. фунтів стерлінгів (близько 419 млн. доларів США) [5].

Загалом на світових фондових біржах за 11 місяців 2007 р. проведено 1739 публічних розміщень акцій на загальну суму 255 млрд. доларів США, а це на 4 % більше, ніж за весь 2006 р. На українські компанії припадає 0,8 % загального обсягу розміщень акцій. Найближчі два-три роки ще близько 30 компаній

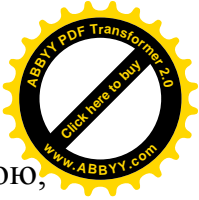


готуються здійснити IPO, зокрема, на LSE планують розмістити акції ЛПЗ “Хортиця”, ВАТ “Миронівський хлібопродукт”, компанія “Союз-Віктан”, на Дойче Берзе АГ - ДП “Мілкіленд-Україна” тощо. За оцінкою експертів у 2008 р. можна очікувати збільшення вітчизняних IPO майже у 2 рази проти 2007 р.

Разом з тим, слід відзначити ряд компаній, які здійснили первинне розміщення акцій на вітчизняному фондовому ринку - Першій фондовій торговельній системі (ПФТС), а саме: КР Media (20 % загального пакету акцій за 11 млн. доларів США), ЗАТ “Мотор Січ” (5 % за 18,4 млн.), “Велика кишеня” (10 % за 27,5 млн.), банк “Родовід” (19 % за 46,7 млн.), АТ “Укрінбанк” (20 % загального пакету акцій за 36,1 млн. доларів США) тощо [5]. Формально такі розміщення теж можна вважати IPO, проте вимоги до емітентів на українській біржі значно м’якші, ніж на світових майданчиках.

Здійснення первинного публічного розміщення акцій на біржі має низку переваг для компанії-емітента, зокрема, грошові кошти підприємство отримує на довгостроковий період, що створює можливості для здійснення капіталоемних інвестицій емітента у розширення виробництва, розвиток експортного потенціалу тощо; диверсифікація джерел фінансування; емісія цінних паперів дає можливість емітенту не залучати кредитні кошти і, разом з цим, забезпечує найбільш привабливі умови кредитування; створення біржової історії і репутації компанії на публічному фінансовому ринку сприяє зростанню капіталізації акцій; випуск простих акцій не пов’язаний з фіксованими зобов’язаннями; більш широкі можливості фінансового конструювання, перехід емітента до проектування серій фінансових продуктів з умовами, що змінюються в залежності від стану ринку і продуктових ліній; публічне розкриття інформації і обертання на ринку цінних паперів створює для підприємства національний канал маркетингу компанії та її торговельних марок; підвищення інвестиційної привабливості підприємства тощо [3].

Поряд існують і негативні моменти проведення IPO, а саме: виникає проблема розмивання капіталу; необхідність публічного розкриття інформації потребує додаткових витрат; більші регулятивні витрати у порівнянні з іншими

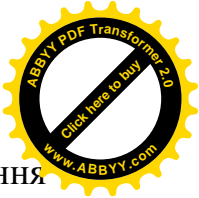
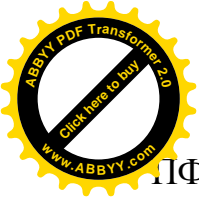


фінансовими інструментами; додаткові витрати, пов'язані з підготовкою, розміщенням і обслуговуванням випуску; значні витрати на фінансове посередництво; більш тривалий строк на підготовку залучення капіталу [3].

Досить часто компанії недооцінюють витрати і ризики, які доводиться нести під час і після виходу на біржу, а також неправильно розуміють пріоритети підготовчої роботи перед IPO, переоцінюючи при цьому значимість формальних процедур (проведення аудиту, підготовка необхідних документів тощо), і недооцінюють заходи, спрямовані на підвищення вартості бізнесу і його інвестиційної привабливості. Деяким компаніям перед проведенням IPO варто реалізувати інші форми фінансування інвестицій, зокрема, залучення синдікованих кредитів, випуск облігацій, співробітництво з інвестиційними фондами, які також можна використовувати як засіб посилення фінансової дисципліни, підвищення впізнаваності компанії, створення позитивної публічної кредитної історії.

IV. Висновки. Отже, обираючи спосіб фінансування інвестицій, керівництву компанії необхідно детально вивчити всі існуючі варіанти, приймаючи до уваги розмір компанії, стратегію її розвитку, а також майбутні прогнози. Необхідно врахувати, який із можливих варіантів найкращим чином відповідає потребам компанії і фінансовій політиці, що підтримується більшістю акціонерів. Також потрібно ретельно прорахувати витрати і ризики та оцінити можливість і готовність виконувати необхідні вимоги, що впливають із залучення того чи іншого джерела фінансування.

У більшості західних країн публічні компанії утворюються не в результаті приватизації, як в Україні, а в процесі перетворення закритих компаній у відкриті. Такий крок необхідний для компаній, що планують залучити капітал шляхом публічного розміщення акцій на міжнародних ринках капіталу. При цьому для стимулювання IPO в Україні необхідно зробити декілька важливих кроків, а саме: вдосконалити законодавство, зокрема, прийняти Закон України “Про акціонерні товариства”; спростити вихід юридичних осіб на фондовий ринок; український фондовий ринок, в особі



ДФТС як провідної біржі, повинен більш жорстко вимагати дотримання стандартів розкриття інформації про власників і фінансові показники компаній; удосконалити системи обліку, клірингу і розрахунків на фондовому ринку; необхідно змінити менталітет емітентів з метою розуміння ними переваг процесу IPO. Все це не лише сприятиме зростанню економіки, але й стане запорукою поступового розвитку вітчизняного ринку цінних паперів, збільшення його ліквідності і капіталізації.

Література:

1. Гулькин П. Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO). - СПб: Аналитический центр “Альпари СПб”, 2004. - 238 с.
2. Лукашов А., Могин А. IPO от I до O: Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 256 с.
3. Миркин Я., Лосев С. Методические рекомендации для эмитентов по подготовке IPO // Корпоративные стратегии: правовые, управленческие, финансовые аспекты. – Ч. 1. – 2006. - №2. – С. 2-3.
4. Шкарпова О. Публічні гроші: IPO – первинне публічне розміщення акцій серед інвесторів // Контракти. – 2006. - №6. – С.16-20.
5. www.iposongress.ru “Официальный сайт IPO-КОНГРЕСС”