

ІРО УКРАЇНСЬКИХ КОМПАНІЙ ЯК ФАКТОР ПІДВИЩЕННЯ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

Стаття присвячена питанню первинного розміщення акцій українськими компаніями як фактору підвищення конкурентоспроможності національної економіки. В статті розглянуто стримуючі та стимулюючі фактори процесу первинного розміщення акцій за допомогою техніки SWOT-аналізу, описано вплив корпоративного управління на успіх проведення IPO в Україні та розкрито проблеми і перспективи IPO в Україні після світової фінансової кризи.

Ключові слова: первинне розміщення акцій, залучення фінансових ресурсів, конкурентоспроможність економіки, корпоративне управління, світова фінансово-економічна криза.

Статья посвящена вопросу первичного размещения акций украинскими компаниями как фактора повышения конкурентоспособности национальной экономики. В статье рассмотрены сдерживающие и стимулирующие факторы процесса первичного размещения акций посредством техники SWOT-анализа, описано влияние корпоративного управления на успех проведения IPO в Украине и раскрыты проблемы и перспективы IPO в Украине после мирового финансового кризиса.

Ключевые слова: первичное размещение акций, привлечение финансовых ресурсов, конкурентоспособность экономики, корпоративное управление, мировой финансово-экономический кризис.

This article is devoted to the question of IPO by Ukrainian companies as a factor of competitiveness of national economy increasing. In the paper constraints and factors stimulating the process of initial public offerings by technology SWOT-analysis, are considered, the impact of corporate governance on the success of the IPO in Ukraine is described and problems and prospects of an IPO in Ukraine after the global financial crisis are considered.

Keywords: initial public offering, financial resources formation, economy competitiveness, corporate management, global financial crisis.

Одним з найважливіших факторів розвитку національної економіки та підвищення її інвестиційної привабливості є успішна прибуткова діяльність українських компаній, націлених на довгострокове зростання та розвиток. В умовах сучасного конкурентного середовища вже є недостатнім виробити продукт та розмістити його на ринках збуту. Процес виробництва та збуту вимагає постійного удосконалення існуючих продуктів та створення нових, модернізацію обладнання, побудову нових виробничих потужностей, пошук нових ринків збуту, пошук нових цільових груп клієнтів, розширення торгової мережі, проведення маркетингових заходів задля популяризації продукту, залучення до роботи професіонального персоналу та постійне підвищення його кваліфікації, побудови ефективних бізнес-процесів компанії тощо. Така діяльність вимагає значних фінансових ресурсів, як на капітальні вкладення та операційні витрати, так і на оборотний капітал, залучення яких може стати проблематичним для підприємства.

Первинне розміщення акцій компанії є одним з варіантів залучення фінансових ресурсів з метою реалізації

довгострокової стратегії розвитку компанії, що, в свою чергу, сприятиме підвищенню конкурентоспроможності всієї національної економіки.

Дослідження теоретичних та практичних засад первинного розміщення акцій проводили численні науковці та практики, зокрема Ю. Брігем, Р. Брейлі, Л. Гапенск, Р. Геддес, Г. Грегориу, В. Балашов, В. Вергелес, О. Волкова, С. Гвардін, А. Даниленко, М. Диха, В. Кириленко, В. Кукса, Т. Кутовий, А. Лукашов, В. Макарова, Я. Міркін, А. Могін, В. Нікіфорова, І. Ніконова, А. Руденко. Дана проблематика також широко розробляється спеціалістами компаній PriceWaterhouseCoopers, Ernst&Young та Standart&Poors.

В статті розкрито проблему первинного розміщення акцій українськими компаніями саме як фактору підвищення конкурентоспроможності національної економіки. Розглянуто стримуючі та стимулюючі фактори процесу первинного розміщення акцій за допомогою техніки SWOT-аналізу. Особливу увагу приділено питанню впливу корпоративного управління на успіх первинного

розміщення акцій та його проблемам і перспективам в Україні після світової фінансової кризи.

Метою даної статті є систематизований виклад теоретичних засад процесу первинного розміщення акцій, аналіз основних переваг та недоліків даного методу залучення капіталу, розкриття ролі корпоративного управління при первинному розміщенні акцій, аналіз розміщень українських компаній як фактору підвищення інвестиційної привабливості так конкурентоспроможності національної економіки.

Первинне розміщення акцій стає все більш популярним засобом залучення фінансування для компаній, що динамічно розвиваються. Первинне публічне розміщення (Initial Public Offering, далі – IPO) – це первинна публічна пропозиція акцій компанії необмеженому колу осіб на ринку цінних паперів.

Основними цілями первинного розміщення є отримання доступу до додаткових джерел фінансування довгострокового росту компаній, диверсифікація та зниження ризиків власників бізнесу, оптимізація структури капіталу за рахунок зниження частки боргового фінансування, підвищення іміджу компанії за рахунок популярності у суспільстві, що дозволить отримати вихід на світових постачальників. При цьому активи компанії набувають ринкову вартість та конвертованість, а транзакції по залученню коштів будуть значно спрощені.

Альтернативними IPO джерелами залучення капіталу є:

- власний капітал акціонерів,
- банківські кредити,
- емісія облігацій,
- бюджетні кошти та державні позики,
- капітал приватного інвестора.

Основним недоліком використання власного капіталу акціонерів для фінансування діяльності компанії є його обмеженість. Найбільш поширеним способом залучення капіталу є банківський кредит. Однак основними принципами кредитування є строковість, поверненість та платність. Крім того, для отримання кредиту

(навіть у випадку залучення короткострокових коштів) обов'язковим є наявність забезпечення (іпотека, товари в обороті тощо) та досить часто гарантії. Третім альтернативним джерелом фінансування діяльності компанії є емісія облігацій. Облігаційні позики дають можливість залучити фінансові ресурси без перерозподілу часток у статутному фонді, тобто без втрати контролю над підприємством, а також не вимагають застави (хоча наявність поруки обов'язкова). Вихід на ринок корпоративних облігацій передбачає підготовку компанії у декілька етапів: етап перший – підготовчий (структуризація угоди, визначення потенціальних інвесторів, підготовка інвестиційного меморандуму тощо); етап другий – випуск облігацій; етап третій – розміщення облігацій. Бюджетні кошти та позики як правило доступні для підприємств з часткою, що належить державі. Залучення капіталу приватного інвестора, як і вихід на ринок корпоративних облігацій, передбачає підготовку компанії. Фінансові можливості стратегічного інвестора, як і акціонерів, є обмеженими. Іноді залучення інвестора є етапом, який передуює IPO.

Таким чином, IPO є оптимальним варіантом для залучення фінансових ресурсів з метою реалізації довгострокової стратегії розвитку компанії, так як альтернативні джерела спричиняють такі наслідки як обмеженість ресурсів для залучення, короткостроковість фінансування, щорічні оферти, ризик зміни керівництва тощо, хоча і є певними етапами, що передують первинному розміщенню.

IPO для компанії – це в першу чергу проект, який має строки, бюджет та формат результату. Якщо розглянути первинне публічне розміщення акцій компанії з точки зору проектного менеджменту, то як і будь-який проект він має стимулюючі та стримуючі фактори. Визначимо фактори зовнішнього та внутрішнього оточення, що допомагають та заважають реалізації проекту (див. таблицю 1).

Таблиця 1. Фактори зовнішнього та внутрішнього оточення, що допомагають та заважають проекту*

Фактори зовнішнього оточення,	
що заважають його реалізації	що допомагають його реалізації
<ul style="list-style-type: none"> ▪ відсутність моделі корпоративного управління компаній країн з молодою ринковою економікою – кожна компанія змушена проходити свій шлях пошуку моделі ефективного корпоративного управління; ▪ недосконалість законодавства у галузі захисту прав власників (у тому числі від недружнього поглинання) та оподаткування, що уповільнює процес побудови прозорої структури управління та "виходу з тіні"; ▪ нерозвинутий фондовий внутрішній ринок, що призводить до неможливості адекватної оцінки вартості компанії. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ посилення позицій конкурентів, що є стимулюючим фактором для залучення додаткового фінансування; ▪ потреба у залученні довгострокових фінансових ресурсів для реалізації стратегії розвитку.
Фактори всередині компанії,	
що заважають його реалізації	що допомагають його реалізації
<ul style="list-style-type: none"> ▪ невідповідність юридичної та організаційної структури стратегічним цілям; ▪ відсутність чіткого розподілу функцій контролю власності та функцій менеджменту; ▪ існуючі традиції в управлінні; ▪ небажання компанії розкривати інформацію про себе; ▪ побоювання компанії можливості отримання несправедливої оцінки; ▪ складність процедури IPO та значні часові та грошові витрати на його підготовку. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ усвідомлення необхідності становлення більш прозорої системи корпоративного управління з метою підвищення ефективності системи управління для реалізації стратегії розвитку компанії; ▪ кваліфікований персонал.

Джерело: складено автором

Фундаментальними факторами успішного виходу на ринок акціонерного капіталу є виконання вимог інвесторів:

- до бізнесу (бізнес зі значною часткою ринку, сильні конкурентні позиції, стійке фінансове положення, в тому числі публічна кредитна історія, оптимальна структура капіталу, прозора та ефективна фінансового управління та контролю);

- до стратегії розвитку (чітко сформульовані стратегія та цілі розвитку бізнесу);
- до корпоративного управління компанією.

Особливе місце серед перелічених факторів займають вимоги до корпоративного управління, які передбачають, поряд зі слідуванням міжнародним принципам корпоративного управління, створення сильної, професійної керівної команди, налагодження процеду-

ри підготовки звітності згідно з міжнародними стандартами обліку, взаємодію з інвесторами, відкриту дивідендну політику, побудови прозорої, зрозумілої та зручної для інвесторів структури корпоративного управління.

Розміщення акцій на відкритому ринку спричиняє корінні перетворення структури власності та механізмів прийняття рішень в компанії. Якщо приватну компанію контролює один або декілька власників, то після залучення приватних інвесторів або IPO коло акціонерів значно розширюється, а роль колишніх власників в управлінні обмежується. Отже, емітенти повинні створити механізми, які дозволяють у нових умовах захистити інтереси акціонерів, оскільки інвестиційне суспільство висуває все більш жорсткі вимоги до дотримання прав при управлінні компанією.

На думку Standard&Poor's рейтинг корпоративного управління є показником величини "нефінансових" ризиків для інвесторів. При цьому даний рейтинг:

- може сприяти росту вартості бізнесу та ліквідності цінних паперів;
- дозволить зменшити вартість залучених ресурсів та послуг при страхуванні відповідальності директорів та керівництва;
- дозволить диверсифікувати джерела фінансування;
- допоможе поліпшити сприйняття компанії інвесторами та клієнтами; допоможе створити імідж більшої надійності та прозорості;
- допоможе побудувати корпоративну історію [1].

По відношенню до самої компанії поліпшення корпоративного управління означає:

- підвищення ефективності роботи компанії внаслідок оптимізації процедур прийняття рішень;
- отримання конкурентних переваг за рахунок підвищення інвестиційної привабливості компанії;
- забезпечення конструктивного розв'язання корпоративних конфліктів;
- забезпечення дотримання норм діючого законодавства та забезпечення конструктивних відносин з регулюючими органами;
- підвищення стійкості у випадку спроб недружнього поглинання;
- зниження ризиків, пов'язаних з відносинами між власниками та з прийняттям рішень, перш за все, в системі стратегічного та загального управління;
- підвищення стійкості, зниження залежності від конкретних особистостей.

Однак необхідно відмітити, що публічність компанії спричиняє такі наслідки як:

- витрати розкриття інформації;
- втрата в певній мірі контролю над управлінням компанією;
- розкриття "чутливої" інформації (компенсації менеджменту та членів Ради Директорів, частки в компанії, фінансові дані);
- втрата гнучкості та зростання адміністративних обов'язків;
- значні додаткові витрати (хоча, як показує практика, вигода від акціонування значно перевищує витрати).

Саме тому компанії, яка має намір стати публічною, важливо побудувати структуру корпоративного управління таким чином, щоб стати прозорою, але не уразливою: знайти золоту середину між необхідністю розкривати більше інформації, але при цьому не показувати всі карти конкурентам та іншим сторонам.

Не всім компаніям вдається в ході IPO залучити бажаний обсяг капіталу. Найчастіше це відбувається через недостатню увагу компанії при підготовці до розміщення акцій саме до побудови зрозумілої для інвесторів струк-

тури корпоративного управління, оскільки головна увага приділяється досягненню запланованих фінансових показників. Але, як правило, стійкого фінансового положення недостатньо для успішного розміщення акцій.

Для західних інвесторів вигідно інвестувати у центрально- та східноєвропейські компанії, які розвиваються, (навіть після кризи), але разом з тим це пов'язано з великими ризиками для них. Ризики головним чином генеруються недосконалою законодавчою базою у галузі захисту прав приватної власності, оподаткування, недостатнім розвитком фондових ринків у цих країнах тощо.

Якщо інвестори ідуть на ці ризики, вони хочуть бути впевненими, що вони контролюють процес управління компанією, їх права захищені, рішення приймаються обґрунтовано, взаємодія між менеджментом та біржовими одиницями є найефективнішою в ході управління компанією. Саме ефективна структура корпоративного управління і гарантує інвесторам збереження та зростання вартості бізнесу.

Таким чином, ключовими факторами успіху побудови прозорої та зрозумілої для інвесторів структури корпоративного управління є:

- усвідомлення акціонерами та менеджментом необхідності перетворення структури корпоративного управління для проведення IPO;
- створення робочої групи з розробки структури з залученням зовнішнього аудитора та консультантів;
- взяття на себе відповідальності за виконання цього проекту вищого керівництва компанії (згідно з рекомендаціями Е.Демінга).

Стримуючими факторами первинного розміщення акцій для українських компаній є наступні фактори:

1. Прозорість структури власності та зрозумілість ведення бізнесу, що становить складність для деяких українських компаній, оскільки вимагає від них переходу в публічний режим. Це потребує підготовки аудиту, побудови прозорої та зрозумілої інвесторам юридичної структури, повну звітність перед інвесторами, заходи по покращенню іміджу компанії.

2. Затратність проведення первинного розміщення акцій. Основні витрати компанії при проведенні IPO припадають на комісійні виплати партнерам і радникам [2].

3. Вважають, що на підготовку та проведення розміщення акцій необхідно витратити приблизно від 2 до 12 відсотків від суми, що залучається. Тому на IPO краще виходити компаніям з високою капіталізацією та операційним прибутком.

4. Тривалість. Підготовчий процес розміщення акцій може тривати від одного року до декількох, оскільки більшість українських компаній не відповідають критеріям лістингу на світових торгових майданчиках.

5. Падіння фінансових показників в 2009-2010 роках компаній та девальвація гривні.

За даними Ernst&Young, з 2005 року компанії з активами в Україні залучили за кордоном через 22 IPO і приватних розміщень 4,1 млрд. доларів, у тому числі 61% – на Лондонській фондовій біржі, 21% – на Варшавській фондовій біржі, 18% – на Франкфуртській фондовій біржі.

Для порівняння обсяг російських та казахстанських IPO і приватних розміщень за цей період був в 35 разів більше, при цьому на частку Лондонської фондової біржі припало 89% [3].

Успішне розміщення акцій українських підприємств обумовлене в основному невисокою вартістю розміщення і більш гнучкими вимогами до виходу на біржу емітенту.

В таблиці 2 наведено дані про основні IPO українських компаній з 2005 року.

Таблиця 2. Основні IPO українських компаній за 2005-2011 рр.*

Рік	Назва компанії	Розміщено акцій, %	Залучені кошти, млн. дол.	Фондова біржа
2005	Укрпродукт	27	11,0	LSE AIM
	Cardinal Resources	40	20,0	LSE AIM
	XXI Век	36	139	LSE AIM
2006	Sablinc	100	48	Vienna
	IMB	46	32	Frankfurt
	Надрабанк	8	53	Frankfurt
	Фуршет	7	34	Frankfurt
2007	Ferrexpo AG	25	420	LSE
	DUPD	100	208	Vienna
	IMB	39	100	Vienna
	TMM	13	105	Frankfurt
	Дарниця	10	48	Frankfurt
	Караван	15	100	Vienna
	Кернел	38	218	Warsaw
	KDD Invest	20	130	LSE AIM
2008	МХП	19	323	LSE
	Cadogan Petroleum Plc	26	274	LSE
	Мрія Agro Holding	20	90	Frankfurt
	Кернел	9	84	Warsaw
2009	Синтал	17	13	Frankfurt
	Ландком	10	4	LSE AIM
2010	Авангард	20	187,5	LSE AIM
	Милкиленд	22	80	Warsaw
	Кернел	6,3	81,4	Warsaw
	Агротон	26,2	54	Warsaw
2011	Кернел	6,8	142	Warsaw

*Джерело: [4]

Проаналізувавши IPO українських компаній останніх років, можна зробити висновок, що основною фондовою біржею, де відбувалися розміщення, була Варшавська.

На поточний момент на Варшавській фондовій біржі здійснили розміщення 9 українських компаній (7 компаній – представники агропромислового комплексу, 2 компанії – паливної промисловості). Сукупний розмір залучених коштів становить понад 400 млн. євро. Польські інвестори позитивно оцінюють Україну й українські IPO, про що свідчать як підвищення ринкової вартості емітентів, яка в сукупності перевищує 2,5 млрд. євро, так і включення таких компаній як Астарта-Київ, Kernel та Milkiland і Agrotон в головні індекси Варшавської фондової біржі [5].

Світова фінансово-економічна криза 2007-2008 рр. спричинила значне скорочення кількості IPO українських компаній, оскільки однією з умов первинного розміщення акцій є стабільність міжнародних фінансових ринків. Зараз все частіше говорять про настання другої хвилі кризи, що негативно позначиться на кількості угод по IPO. Про це свідчать події літа 2011 року, коли на тлі боргової кризи в Європі і США були відкладені IPO двох українських компаній на Варшавській фондовій біржі [6].

Щодо перспектив IPO українських компаній найбільш сприятливими для IPO в найближчі роки експерти вважають сільське господарство, харчову промисловість та машинобудування. Привабливість сільського господарства для інвесторів викликана насамперед зростанням цін на продукти харчування та зростання виробництва біопалива. Хоча, в свою чергу, це може спровокувати падіння вартості активів в майбутньому. Також серед перспективних галузей необхідно виділити

фармацевтику, телекомунікації, виробництво добрив та банківську сферу.

Така зацікавленість інвесторів в кінцевому випадку призведе до припливу капіталів в ці галузі української економіки та спричинить їх розвиток, що сприятиме підвищенню конкурентоспроможності економіки України в цілому. Успіх інвестиційної діяльності в країні може стати поштовхом її економічного зростання і вплинути на результати діяльності всієї економіки. Тим не менш, однією з головних економічних проблем України все ще залишається гостра потреба в інвестиційних ресурсах.

1. Кочетыгова Ю. Рейтинг корпоративного управління как инструмент повышения стоимости компании [Електронний ресурс] / Ю.Кочетыгова. – Режим доступу: http://www.standardandpoors.ru/artclimg/event_2_20060615.ppt. – Назва з екрана.
2. Резниченко Е. IPO для украинских компаний: нелёгкие деньги [Електронний ресурс] / Е. Резниченко – Режим доступу: http://www.prostobiz.ua/biznes/razvitiye_biznesa/stati/ipo_dlya_ukrainskih_kompaniy_nelyogkie_dengi. – Назва з екрана.
3. На рынок IPO в 2011 году выйдет еще более 10 украинских компаний [Електронний ресурс] // BIZKIEV: [сайт]. – Режим доступу: <http://bizkiev.com/content/view/1122/653/>. – Назва з екрана.
4. Украинские IPO и SPO в 2005-2011 годах [Електронний ресурс] // Корреспондент: [сайт]. – Режим доступу: <http://korrespondent.net/business/rynki/stockmarket/1207835-ukrainskie-ipo-i-spo-v-2005-2011-godah>. – Назва з екрана.
5. Украинские аграрии имеют большие перспективы выхода на IPO [Електронний ресурс] // Финобзор: [сайт]. – Режим доступу: <http://www.finobzor.com.ua/obzori/nid/194>. – Назва з екрана.
6. Друга хвиля кризи перекире вихід на IPO українським компаніям 2 вересня 2011 [Електронний ресурс] // Фінансові новини [сайт]. – Режим доступу: <http://money-news.te.ua/2011/09/02/druha-hvylya-krzyz-perekryje-vyhid-na-ipo-ukrajinskym-kompaniyam>. – Назва з екрана.

Надійшла до редколегії 22. 12. 11

