

УДК: 330.142.2:4

ГРОЗНИЙ І.С., КОВЕРГА С.В.

Донецький державний університет управління, м. Донецьк

АНАЛІЗ СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИХ ПРОБЛЕМ ПРОВЕДЕННЯ ІРО В УКРАЇНІ

Проаналізовано особливості проведення ІРО в Україні, запропоновано деякі підходи до усунення стримуючих факторів розвитку ринку ІРО.

The features of the IPO conducting in Ukraine are analyzed. Some approaches to the removal of retentive factors of the IPO market development are offered.

ОСТАННІМ ЧАСОМ в Україні спостерігається зростання інтересу до теми ІРО (Initial Public Offering – первинна публічна пропозиція акцій). Це обумовлено тим, що ІРО є найбільш підходящим способом одночасно залучити достатній обсяг додаткових капіталовкладень і не “продатися” стратегічним інвесторам. Але ситуація поки змінюється мало, ІРО все ще вельми рідкісні на українському фондовому ринку.

Крупні публічні розміщення, здатні забезпечити ліквідність вторинних торгів, критично важливі для розвитку українського фондового ринку в цілому. Тому ІРО на українському ринку важливі не тільки як новий інвестиційний інструмент.

Сприйняття ІРО як вирішального фактора економічного розвитку, за рахунок досягнення можливості максимально розширити коло інвесторів знайшло своє відображення у багатьох дослідженнях як зарубіжних, так і вітчизняних авторів, теоретиків та практиків: В.Гейця, В.Заруби, С.Ілляшенка, І.Закаряна, Н.Костенко, Н.Явтушенко, Є.Крикавського, Н.Чухрай, І.Хисамова, О.Ардішвілі, Р.Задорожної, П.Гулькіна, О.Дагаєва, Д.Фреара, Р.Хофата та інших. Разом з тим певні аспекти цієї наукової проблеми залишаються недостатньо розробленими. Необхідні подальші дослідження напрямків інтенсифікації роботи фондового ринку України.

З огляду на сказане вище та необхідність розвитку відповідного науково-методичного забез-

печення дана тема і була обрана для дослідження у статті, що визначило коло теоретичних та практичних завдань і обумовило її актуальність. Тобто метою даної статті є розробка пропозицій щодо усунення стримуючих факторів розвитку ринку ІРО.

На сьогоднішній день ІРО є одним з найбільш ефективних і порівняно дешевих методів отримання ресурсів для розвитку бізнесу. Але для виходу на публічність потрібно дотримуватися алгоритму проведення ІРО (рис. 1).

На нашу думку, необхідно розглянути окремо кожен етап проведення ІРО та виявити недоліки його проведення.

Першим етапом проведення є ухвалення рішення. Для цього компанія повинна досягти необхідних розмірів, мати гарні перспективи розвитку у своїй галузі, показувати динаміку основних фінансових показників, при цьому прибутковість підприємства не обов’язкова.

На даному етапі можуть виникнути проблеми з галузевою приналежністю компанії. Прикладом може стати крах сектора hi-tech, після якого інвестори в усьому світі дуже насторожено ставляться до пропозицій акцій компаній інформаційного й біотехнологічного секторів. Українських кандидатів на ІРО це не торкнулося, у нас більше розвинені традиційні сектори. Ще один фактор, що може перешкодити прийняттю рішення – це “тіньове” фінансування, тому що головне для проведення ІРО – прозорість.

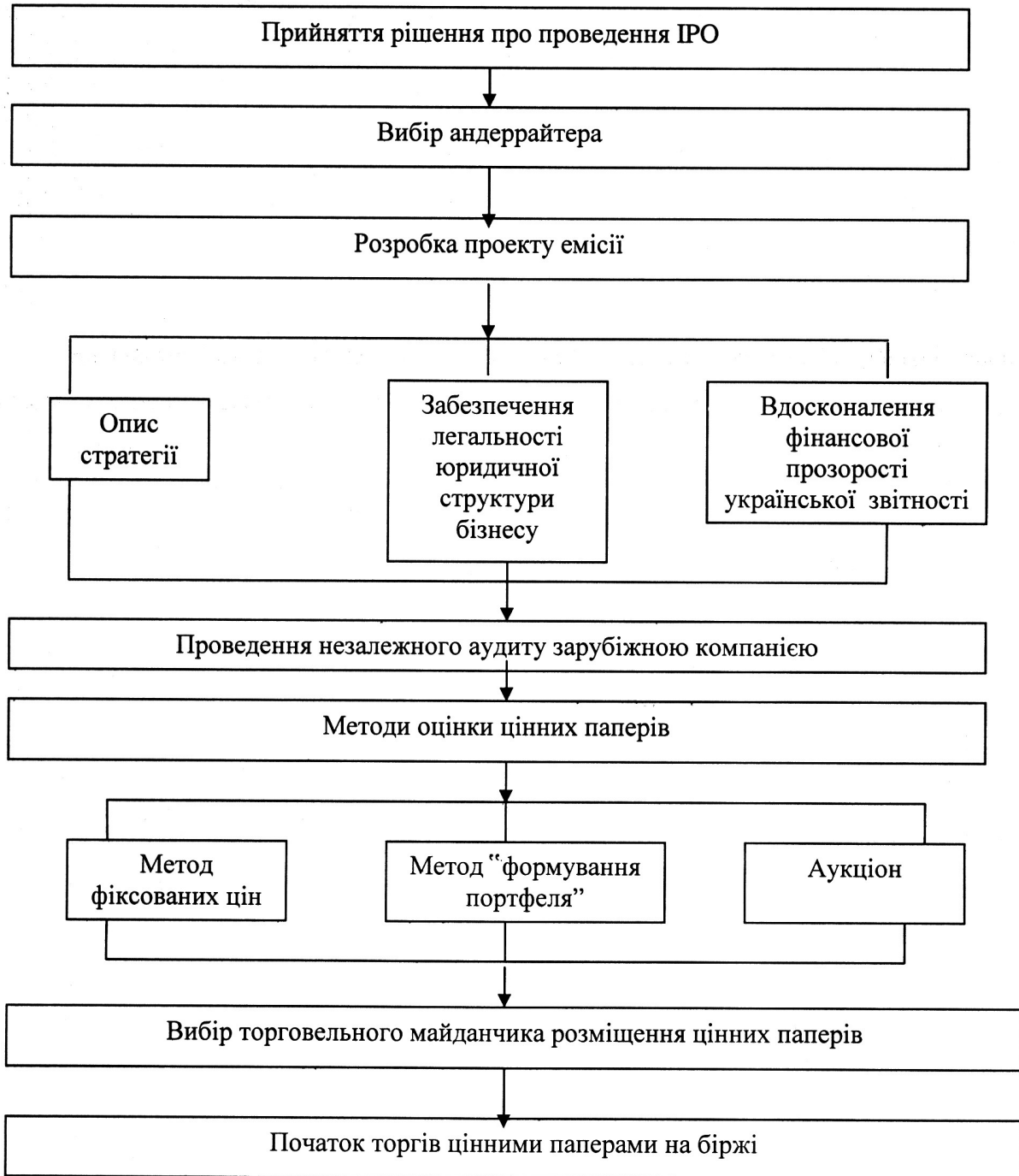


Рис. 1. Узагальнений алгоритм проведення IPO

Якщо рішення прийняте, то наступним кроком буде вибір андеррайтера (underwriters). Це посередник між фірмою й інвесторами, він є в деякому розумінні організатором проведення (найчастіше ним стає інвестиційний банк). Його функції настільки багатогранні, що найчастіше він не може впоратися з ними поодиноці. Тому функції розподіляються серед декількох андеррайтерів, що утворюють своєрідний синдикат з певними зонами відповідальності. Головний у синдикаті – лідер-менеджер з розміщення, що

курує весь процес IPO, тобто залучає для розширення кола інвесторів співорганізаторів, завдання яких полягає в забезпеченні інформацією своїх клієнтів – потенційних інвесторів, зборі заявок на акції, підтримці інтересу до акцій на вторинному ринку. Крім того, може бути сформована група дилерів для більш ефективного поширення акцій. Формування синдикату андеррайтерів супроводжується підписанням ряду договорів – угодами з андеррайтерами й дилерами. Ключовий момент – угода про андеррайтинг,

який емітент складає із лідером-менеджером, що визначає спосіб і умови розміщення акцій при IPO, кількість емісійних акцій, оплату і структуру розподілу витрат усередині синдикату андеррайтерів. Винагорода андеррайтера може бути фіксованою або залежати від притягнутого в процесі IPO капіталу.

Тут проблемним фактором буде нерозвиненість банківської інфраструктури України й законодавчої бази.

Після визначення з андеррайтером спільно розробляється проспект емісії. До нього входить розробка стратегії, забезпечення легальності юридичної структури бізнесу й удосконалення фінансової прозорості української звітності.

Стратегія залежить від умов договору, складеного між емітентом й андеррайтером:

1. У випадку, якщо на всю емісію цілком підписаний синдикат, емітент одержує за виставлений пакет ціну публічного розміщення, за винятком комісійних андеррайтера. Роль останнього довести справу до кінця й виставити акції на біржових торгах за умовною ціною. Якщо акції за цією ціною не підуть або їх взагалі ніхто не захоче купувати, то ризик усіх збитків цілком і повністю лягає на андеррайтера, оскільки він уже гарантував емітенту публічну ціну розміщення.
2. Інша, більш безризикова форма договору – резервна угода. У цьому випадку дійсні власники акцій компанії одержують переважне право на придбання емісії за стартовою ціною. Андеррайтер викуповує те, що залишилося.
3. Третій варіант полягає в тому, що вся емісія надходить на біржу і пропонується широкій публіці. Андеррайтер у цьому випадку виступає не як дилер, а як простий агент, який нічого не гарантує. Він буде просто виконавцем [1, с. 14].

Насамперед як необхідні умови публічності мають на увазі прозорість юридичної структури компанії. Для залучення потенційних інвесторів необхідно розкрити й обґрунтувати необхідність і взаємозв'язок всіх структур, що входять у компанію. Можливо, буде потрібно провести її реструктуризацію – створити компанію з ясними зв'язками й консолідованою звітністю. Для українських компаній, що одержали активи в ході приватизації або в ході злиттів і поглинань, можливо, буде потрібно провести додаткову ретельну юридичну перевірку на предмет можливості виникнення судових суперечок і податкових претензій.

Неодмінною умовою публічності є складання консолідованої фінансової звітності компанії за українськими і міжнародними стандартами та її аудит. Очевидно, компанія буде прагнути до задовільних показників прибутковості, ліквідності, структури активів і пасивів. В останні роки інвестори в усьому світі більш уважно ставляться до активів компаній, що пропонують свої акції. Наяв-

ність ефективного виробництва й сучасних технологій найчастіше оцінюються вище, ніж нематеріальні активи й перспективи галузі. Особлива увага приділяється топ-менеджменту, тому що іноді компанії, що виходять на IPO, спеціально уводять до складу виконавчого керівництва менеджерів, що вже проводили успішні IPO.

Наступний етап – оцінка бізнесу. У ході підготовки публічної пропозиції топ-менеджер організує оцінку бізнесу компанії, щоб установити початковий діапазон ціни пропозиції акцій. Для українських компаній оцінка утруднена тим, що вітчизняний ринок лише розвивається, і це помітно ускладнює складання надійних прогнозів по доходу й ризикам. Тому для оцінки компанії поряд з методом дисконтування грошових потоків може використатися метод порівняння з компаніями-аналогами, що діють як в Україні, так і за її кордонами.

Отримана оцінка існуючого бізнесу може не задовольнити емітента, однак її проведення може виявити “вузькі місця” і підказати можливі шляхи реорганізації компанії. Реструктуризація бізнесу й виведення з компанії непрофільних активів цілком можливо приведе до фінансового оздоровлення компанії й досягнення кращих показників господарської діяльності: обсяг продажів, витрат на одиницю продукції, прибутковості і рентабельності, ліквідності, структура активів і пасивів. Майже всі ці показники можуть бути оптимізовані відповідними організаційними заходами.

Також винятково важливо, щоб компанія мала гарну кредитну історію. Наробіток такої історії може зажадати реструктуризації боргів, проведення ряду вексельних або облигаційних програм, що додатково підвищить привабливість компанії для інвесторів.

Реструктуризація бізнесу, як правило, супроводжується зміною організаційної структури компанії. Найчастіше управління активами зосереджується в керуючій компанії, яка і стає інвестиційним ядром, що залучає на ринку кошти інвесторів.

Українське законодавство в області корпоративного управління обмежується вимогами, пропонуваними компанією для включення в котирувальні аркуші фондової біржі (звичайно, це наступний етап після IPO). Рада директорів та її взаємодія з виконавчими органами компанії, дотримання прав акціонерів, інформаційна прозорість компанії – необхідні умови для виходу на IPO [2, с. 36].

Стосовно законодавства, слід відзначити позитивний факт прийняття 23 лютого 2006 року Верховною Радою України нового Закону “Про цінні папери і фондовий ринок”, який має замінити Закон “Про цінні папери і фондову біржу” 1991 року. Новим законом визначено процедуру публічного та приватного розміщення цінних паперів українських емітентів як на території України, так і за її межами [3].

П'ятим етапом є вибір майданчика для проведення IPO. Для українського емітента проведення IPO можливо як на європейському, так і на американському ринку. Вітчизняні компанії найбільшою мірою залучає Альтернативний інвестиційний ринок (AIM) Лондонської фондової біржі. AIM популярна серед компаній пострадянських республік через просту процедуру допуску, порівняно невисоку вартість розміщення й гнучку систему регулювання, що не пред'являє надмірно твердих вимог до емітента і його цінних паперів. При цьому AIM надає доступ до інвестиційних ресурсів найбільшого європейського ринку капіталу. Емітент здобуває можливість заявити про себе великому колу потенційних інвесторів й одержати фінансування, необхідне для подальшого розвитку. Альтернативний інвестиційний ринок дає компаніям ряд переваг, зокрема, присутність на цьому майданчику дозволяє емітенту підвищити його капіталізацію (за оцінками деяких експертів, на 60-70%). Котирування на AIM дає подання про реальну ринкову вартість компанії. З виходом на ринок підвищуються статус фірми і рівень довіри до неї, формується правильний інвестиційний імідж. Допуск до торгів на AIM може стати першим кроком до основного майданчика Лондонської фондової біржі, що припускає залучення компанією фінансових ресурсів у набагато більшому обсязі.

Крім AIM, вітчизняних емітентів сьогодні може зацікавити публічне розміщення акцій на Варшавській або Віденській фондових біржах, потенційна можливість проведення розміщення на Московській міжбанківській валютній біржі (ММВБ), а також на українському ринку – у системі ПФТС [4, с. 49].

До переваг IPO як засобу залучення капіталу слід віднести:

- 1) залучення довгострокових інвестицій;
- 2) збереження контрольного пакета акцій у власника. Як правило, до продажу пропонується не більше третини акцій компанії;

- 3) відсутність відтоку капіталу на виплату відсотків (на відміну від залучення коштів шляхом розміщення облігацій). Рішення про виплату дивідендів та їх розмір приймається загальними зборами акціонерів. Націленість акціонерів на подальший розвиток бізнесу може зумовити прийняття рішення про капіталізацію отриманого прибутку і відсутність дивідендних виплат;
- 4) обіг акцій на вторинному ринку стимулює попит на них і, відповідно, зростання вартості цінних паперів та капіталізації компанії;
- 5) вдале первинне розміщення сприяє розширенню можливостей залучення фінансових ресурсів та зменшенню фінансових витрат при здійсненні наступних випусків акцій. Попри значні переваги, IPO не позбавлене складностей:

- 1) втрата конфіденційності інформації щодо структури власності корпорації внаслідок її оприлюднення;
- 2) необхідність залучення широкого кола консультантів з фінансових, юридичних та податкових питань, що потребує значних фінансових витрат;
- 3) необхідні передумови – відкритість, успішність та прибутковість компанії – деактуалізують податкову оптимізацію і тому спричиняють високі податкові платежі;
- 4) витрати на проведення щорічного аудиту; оприлюднення його результатів;
- 5) ризик втрати контролю над бізнесом внаслідок скупки акцій конкурентами.

Але за допомогою IPO можливо не тільки залучати, а й виводити капітал. Найбільш загальними способами виводу капіталу є оптовий продаж акцій та первинна публічна пропозиція акцій шляхом виставлення на біржові торги. Як і при залученні, виведення капіталу має свої переваги і недоліки (табл. 1) [5, с. 146].

Таблиця 1

Недоліки і переваги виводу капіталу через первинну публічну пропозицію IPO

Переваги виводу капіталу через первинну публічну пропозицію IPO	Недоліки виводу капіталу через первинну публічну пропозицію IPO
1	2
1. Можливість одержання більш високої ціни	1. Частка в майбутньому зростанні бізнесу за рахунок залишених акцій
2. Спосіб виводу капіталу сприятливий для менеджменту компанії	2. Більш високі витрати, ніж при інших шляхах виходу
2.1. Низький рівень ризику	3. Блокувальна угода не допускає одночасного повного виходу
2.2. Повний контроль над діяльністю	4. Акції, що залишилися як інвестиційний капітал, можуть бути не реалізовані
2.3. Концентрація зусиль у продовженні діяльності після завершення циклу	5. Багато фондових ринків неліквідні

Закінчення табл. 1

Переваги виводу капіталу через первинну публічну пропозицію IPO	Недоліки виводу капіталу через первинну публічну пропозицію IPO
1	2
3. Продаж може бути здійснений у два етапи, що може викликати торгову пропозицію	6. Ідея виводу акцій компанії на торги повинна бути простою і привабливою для великої кількості покупців
	7. Неприйнятний шлях для малих компаній

Основний недолік виставлення акцій на біржові торги полягає у тому, що спочатку можливо продати тільки 10-20 % акцій компанії, потім необхідно чекати ще кілька років. У результаті цього усе менше таких компаній виходять на ринок з акціями. Це обумовлюється тим, що інвестор змушений залишати в компанії істотну частину інвестицій для того, щоб викликати довіру у інституціонального інвестора. Це означає, що публічна пропозиція акцій у цьому випадку не може бути реалізована для виведення капіталу [6, с. 173].

Коли продана менша частина акцій, висока ціна в цей момент може нічого не означати, якщо

вартість акцій на ринку падає до того моменту, коли інвестор встигне продати частину, що залишилася. З цієї причини деякі інвестори віддають перевагу визначеності, що властива процесу оптового продажу акцій (Trade Sale).

Щодо національного досвіду, можна відзначити, що українські компанії поки що тільки залучають капітал за допомогою IPO.

Слід відзначити, що на сьогодні лише чотири українські компанії ("Ukrproduct Group", "Cardinal Resources", "XXI век", "ЛуАЗ") провели IPO на Лондонській біржі (рис. 2).

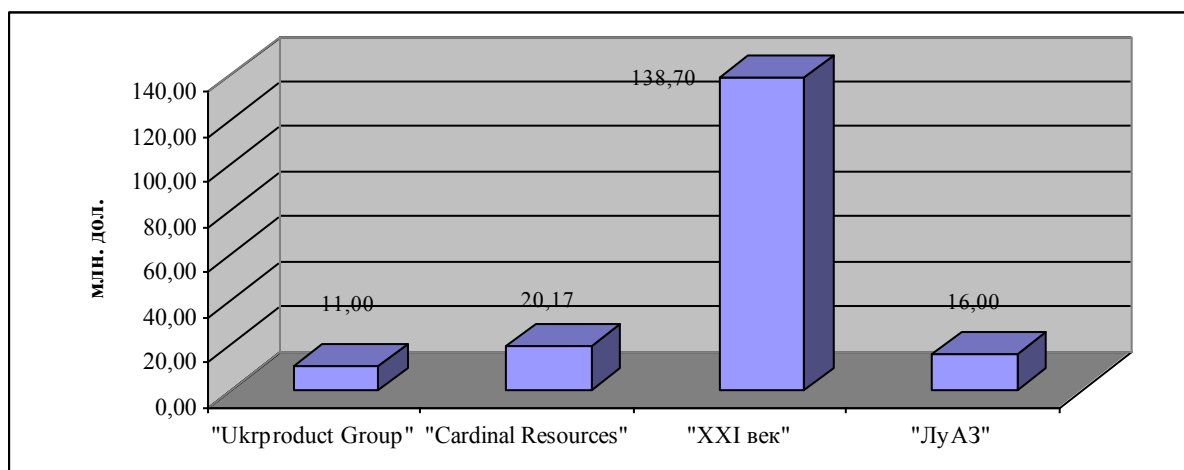


Рис. 2. Українські компанії, які провели IPO на Лондонській біржі

До України від IPO вже надійшло майже 187 млн. доларів, а на сьогодні ще близько двох десятків компаній заявили про намір провести IPO [7, с. 4].

Наразі проведення IPO не є поширеною практикою на вітчизняному фондовому ринку, однак великі потенційні вигоди від запровадження цього механізму інвестування для учасників ринку цінних паперів та для економіки країни в цілому зумовлюють інтерес до проблематики IPO з боку як компаній, так і державних інституцій.

Первинне публічне розміщення акцій українських компаній є дійовим механізмом не лише розкриття інформації про емітентів, а й

підвищення капіталізації як самих компаній, так і економіки країни.

Висновки:

Тому нагальними завданнями держави на даному етапі мають стати:

- осконалення законодавчої бази розвитку українського фондового ринку;
- рияння вдосконаленню його інфраструктури;
- ліпшення інвестиційного клімату;
- ширення культури корпоративного управління та інформації про можливості і переваги IPO як засобу залучення капіталу в національну економіку.

Отже, основною метою розвитку фондового ринку України є його перетворення на масштабний, високоефективний механізм перерозподілу фінансових ресурсів, що сприятиме істотному

збільшенню залучення інвестицій підприємствами країни і зниженню вартості інвестиційних ресурсів.

ЛІТЕРАТУРА

1. Закарян И. Фондовый рынок Украины. Как он работает // Валютный спекулянт. – 2000. – декабрь. – С. 12-16.
2. Костенко Н., Євтушенко Н. Первинна публічна пропозиція акцій (ІРО) як спосіб виходу компанії на світові фондові ринки // Схід. – №4 (76) липень-серпень. – 2006. – С. 35-38.
3. Основні напрямки розвитку фондового ринку України на 2005-2010 роки. Затверджені Указом Президента України № 1648/2005 від 24 листопада 2005 року.
4. Задорожна Р. Первинне публічне розміщення цінних паперів як засіб розвитку фондового ринку України // Економіст. – №4. – 2006. – С. 48-50.
5. Грозний І.С. Модель взаємодії венчурного капіталіста і підприємця на інноваційному ринку України // Наукові праці Донецького національного технічного університету. Серія: Економічна. – Випуск 100-1. – Донецьк, ДонНТУ, 2005. – С. 145-154.
6. Гулькин П.Г. Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO). – СПб.: Аналитический центр “Альпари СПб”, 2004. – 238 с.
7. Хисамов И. Фабрика звезд бизнеса” // Эксперт Украины. – 2006. – С. 4-6.