

Н.М. ДАВИДЕНКО, к.е.н, доцент,
кафедра фінансів,
Національний університет біоресурсів і природокористування України

Переваги залучення фінансових ресурсів аграрними корпораціями шляхом виходу на іноземні фондові біржі

& Питання, які розглядаються:

- Досліджено переваги IPO в порівнянні з іншими формами залучення фінансових ресурсів.
- Проаналізовано вихід українського агрохолдингу на міжнародний фондовий ринок.
- Визначено вплив IPO на коефіцієнт ринкової капіталізації аграрних корпорацій.

Ключові слова: фінансові ресурси, первинне публічне розміщення (IPO), іноземна фондова біржа, ринкова капіталізація, коефіцієнт.

& Вопросы, которые рассматриваются:

- Исследованы преимущества IPO по сравнению с другими формами привлечения финансовых ресурсов.
- Проанализирован выход украинского агрохолдинга на международный фондовый рынок.
- Определено влияние IPO на коэффициент рыночной капитализации аграрных корпораций.

Ключевые слова: финансовые ресурсы, первичное публичное размещение (IPO), международная фондовая биржа, рыночная капитализация, коэффициент.

& Issues that are examined:

- Advantages of IPO were investigated as compared to other forms of bringing in financial resources.
- Going of Ukrainian agrarian holding into an international fund market was analyzed.
- Influence of IPO on the coefficient of market capitalization of agrarian corporations was determined.

Keywords: financial resources, primary public placing (IPO), foreign exchange stock, market capitalization, coefficient.

Постановка проблеми. Сучасний розвиток національної економіки будь-якої країни складно уявити без активної участі іноземних інвестицій. Рано чи пізно перед будь-яким підприємством постає проблема обмеженості власних коштів для подальшого розвитку, особливо в умовах світової фінансової кризи. Одним з найбільш ефективних способів залучення капіталу є вихід підприємств на світовий фондовий ринок. Як свідчить іноземна практика, на Заході розміщення акцій на фондовій біржі вже давно є одним із основних інструментів фінансування подальшого розвитку підприємства. Залучення фінансових ресурсів в процесі здійснення IPO має ряд переваг, зокрема, дозволяє підприємствам залучати необхідні для розширення активи, які підприємство не в змозі придбати за власні кошти і на придбання яких вважається не вигідним брати кредит.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Сучасну проблематику первинного публічного розміщення акцій як джерела забезпечення фінансовими ресурсами підприємств за кордоном розглядали в своїх роботах: А. Адматі, М. Бейкер, С. Беннінг, Д. Бергман, Е. Бомер, Л. Ботаці,

Д. Бредні, Н. Вагнер, Р. Геддес, Р. Кейнс, Е. Леман, А. Льюнгквіст, Т. Логран, У.Л. Мегінсон, Т. Туллі, Г. Уделл, Р.Д. Хоф, Г.В. Шверт. На відміну від вітчизняної економічної школи, що розглядає первинне публічне розміщення лише як перспективне джерело забезпечення підприємства фінансовими ресурсами, західна школа характеризується більш комплексним підходом, у тому числі з точки зору дослідження впливу IPO на економіку країни в цілому.

Вагомий внесок у розробку наукових проблем теорії і практики функціонування публічного ринку акціонерного капіталу зробили вітчизняні вчені-економісти, а саме: В.І. Грушко, Р. Задорожна, В. Кукса, Н. Костенко, О. Марченко, М.В. Сорока, І.М. Фіщук, І. Чернявська, О. Чумаченко, Н. Шапран та інші.

Відаючи належне науковим напрацюванням вітчизняних та зарубіжних вчених з даної проблематики, слід зауважити, що існує потреба у її подальшому дослідженні, оскільки дуже мало праць, що присвячені питанням залучення фінансових ресурсів аграрними корпораціями шляхом виходу на іноземні фондові біржі.

Метою статті є дослідження переваг IPO в порівнянні з іншими формами залучення фінансових ресурсів, аналіз виходу українського агрохолдингу на міжнародний фондовий ринок та визначення впливу IPO на коефіцієнт ринкової капіталізації аграрних корпорацій.

Виклад основного матеріалу. В перекладі з англійського IPO (*Initial Public Offering*) означає первинне публічне розміщення та є однією із форм залучення додаткового фінансування шляхом пропозиції цінних паперів емітента для реалізації широкого колу інвесторів, які мають доступ до біржового ринку [2, с. 145].

Перед тим, як розглянути переваги IPO перед іншими способами залучення фінансових ресурсів, слід відмітити, що інколи первинне публічне розміщення акцій (IPO) може виступати для корпоративних підприємств як єдино можливий спосіб залучення довгострокових інвестицій, оскільки емісію облігацій використовують великі та добре відомі на ринку корпоративні підприємства, а для невеликих, але перспективних корпоративних підприємств традиційне облігаційне залучення неможливе. Але, в зв'язку з недостатньою розвиненістю фондового ринку України та малої популярності та дослідженості процесу IPO підприємствами малого та середнього бізнесу в Україні не використовують цей інструмент для залучення фінансових ресурсів. Про можливість залучення інвестицій за допомогою IPO більшість корпоративних підприємств навіть не міркують.

Щодо переваг IPO в порівнянні з іншими формами залучення, то вони полягають в наступному:

1. Залучення довгострокових фінансових ресурсів, які не потрібно повертати. Це в свою чергу буде сприяти покращенню фінансового стану підприємства та забезпечить підприємство фінансовими ресурсами для подальшого розвитку. Ці ресурси можна використовувати для придбання інших підприємств, погашення наявної заборгованості, фінансування оборотного капіталу, придбання та модернізації існуючих виробничих потужностей, впровадження інноваційних проектів. Залучені в такий спосіб ресурси можуть бути використані керівництвом підприємства на власний розсуд. Але при цьому, повинні бути враховані очікування інвесторів, що дали фінансові ресурси на реалізацію певної стратегії розвитку.

2. Придбання капіталізації (ринкової вартості). Тільки завдяки виходу на публічний ринок підприємство і бізнес отримують ринкову вартість. Вартість публічного підприємства, як правило, завжди вище вартості закритого приватного підприємства. Це має місце завдяки існуючій ліквідності та наявності достатньо легко доступної, відкритої інформації про підприємство.

3. Покращення фінансового стану підприємства. Причиною цього є надходження доходів від продажу акцій на рахунок підприємства та збільшення його акціонерного капіталу. Хоча IPO не являється єдиним джерелом фінансування бізнесу, його наслідки для фінансового стану підприємства з точки зору

привабливості структури балансу неспівставні з фінансуванням борговими методами. При IPO відбувається збільшення власного капіталу підприємства:

- за рахунок зростання акціонерного капіталу в результаті продажу акцій підприємства;
- за рахунок додаткового капіталу внаслідок отримання емісійного доходу.

4. Можливість залучення інвестицій в майбутньому на більш вигідних умовах. Отримання статусу публічного підприємства призводить, як правило до зростання його вартості та збільшення власних ресурсів. Покращення співвідношення залучених ресурсів до власних збільшує фінансовий леверидж, тим самим дозволяє підприємству, за необхідності, залучити додатковий залучений капітал під нижчі відсотки. При цьому, якщо акції користуються попитом, підприємство має можливість на вигідних умовах здійснювати додаткові емісії.

5. Поліпшення процесу диверсифікації шляхом купівлі – продажу підприємств, їх злиття, поглинання чи приєднання. Приватні підприємства здебільшого не мають зв'язків в фінансових колах та необхідних ресурсів, які могли б підкреслити власну політику на ринку злиття та поглинання. Наприклад, злиття можна розглядати як ефективний спосіб в короткі строки здійснити диверсифікацію бізнесу підприємства. Крім цього, підвищується економія за рахунок масштабів діяльності, стають більш доступними джерела фінансування, відбувається вихід на раніше закриті для підприємства ринки.

6. Поліпшення репутації, іміджу підприємства. Увага, з якою фінансовий світ спостерігає за підприємствами, що повідомили про свої плани відносно IPO, забезпечує таким підприємствам безкоштовну рекламу, що в подальшому позитивним чином впливає на корпоративний імідж. Крім того, біржа, на якій обертаються цінні папери підприємства, зацікавлена у збільшенні об'ємів торгів акціями підприємства. Тому вона здійснює додатковий активний маркетинг, який не завжди може собі дозволити саме підприємство – емітент по мірі різних обмежень. Збільшення кількості бажаючих придбати акції підприємства може призвести до розширення масштабів його діяльності, оскільки нові акціонери будуть більш зацікавлені у встановленні ділових стосунків з таким підприємством.

7. Забезпечення ліквідності.

При виході на цивілізований та прозорий організований ринок акцій, не виникає ніяких проблем з оцінкою власності власників акцій та використанням акцій в якості об'єкта купівлі – продажу.

8. Мотивація та збереження персоналу.

Завдання мотивації та утримання ключового персоналу однаково актуальна як для починаючих малих та середніх підприємств, так і для процвітаючих великих підприємств корпоративного типу. Для підвищення зацікавленості ключових для бізнесу співробітників активно використовуються різноманітні схеми опціонів на акції.

Заробітна плата є менш привабливим стимулом до самовідданої праці в порівнянні з одноразовою, але вагомою винагородою. Впевненість у можливості отримання в кінці року значної суми є вельми дієвим стимулом, котрий спонукає людей самовіддано працювати на користь свого підприємства.

Всі вищезазначені переваги IPO, можна поділити на дві широкі групи:

- 1) Залучення довгострокового капіталу;
- 2) Переваги, що отримує підприємство при набутті статусу публічного.

Відомі випадки, коли залучення довгострокового капіталу не являється самоціллю проведення IPO. Інколи значно важливішою причиною здійснення IPO є набуття публічного статусу, що знаменується новим етапом в розвитку корпоративного підприємства.

Окремо необхідно відмітити, що після проведення IPO керівництво втрачає свободу підприємства, втрачає частину контролю над ним, позбуваючись конфіденційності. Після проведення IPO власники повинні детально сповіщати всі основні аспекти своєї діяльності, всі зміни. При цьому, та інформація, яка була конфіденційною, після проведення IPO стає доступною широкому загалу користувачів, серед яких є і конкуренти, і клієнти, і співробітники підприємства, і вороги.

Станом на кінець 2011 року на фондовий ринок вийшли 12 українських аграрних компаній, при цьому вони залучили 980,6 млн. дол. через продаж частки акцій, а сукупна їх ринкова вартість сягнула 4884 млн. дол. Вкладаючи в український агропромисловий сектор, західні інвестори розраховують на світову кризу продовольства і скасування мораторію на продаж сільськогосподарських земель. Українська агропромислова група «Миронівський хлібопродукт» провела перше розміщення акцій (*IPO-Initial Public Offering*) на Лондонській фондовій біржі. Сума розміщення - \$ 322 млн., розмір реалізованого пакета акцій - 19,4 %. Ця угода - одна з найбільших серед розміщень акцій українських компаній на західних біржах. Капіталізація Миронівського хлібопродукту одразу після IPO становила \$ 1,7 млрд. [4, с. 63].

Українські аграрні корпоративні підприємства найбільшою мірою приваблює альтернативний інвестиційний ринок (AIM) Лондонської фондової біржі, а також можливість Варшавської, Віденської та Московської бірж, оскільки вони пропонують порівняно невисоку вартість розміщення та досить широку базу потенційних інвесторів.

Ці біржі пропонують спрощену систему допуску, демократичну систему контролю.

Українські компанії при розміщенні IPO у більшості випадків обирають саме Лондонську фондову біржу, яка складається з основного та альтернативного майданчиків (AIM). Це відбувається через те, що компанії з країн, що розвиваються, у першу чергу прагнуть розмістити свої акції на іноземних майданчиках з огляду на високу можливість забезпечення їх ліквідності. Потрапляння на Лондонський майданчик зміцнює довіру інвесторів, підвищує рейтинг випущених облігацій, отже, покращує умови майбутнього кредитування.

Для виходу на AIM достатньо, щоб фінансова звітність відповідала міжнародним стандартам і була підтверджена аудитором, а цінні папери могли необмежено обертатися на ринку. Крім того компанії мають змогу підвищити свою капіталізацію до 70 %. Останнє велике українське IPO за участю аграрного корпоративного підприємства ВАТ "Миронівський хлібопродукт" відбулося саме на основному майданчику.

Сьогодні навіть компанії, що відповідають усім критеріям інвестиційної привабливості (рентабельність, масштаб, хороша команда менеджменту тощо), не можуть повністю забезпечити фінансування свого розвитку.

Тобто, фінансовими ресурсами будуть забезпечені ті компанії, які встигли провести IPO. За даними Українського клубу аграрного бізнесу (УКАБ), капіталізація десяти найбільших публічних агропромислових компаній за рік зросла в три рази. Стабільно привертають увагу світових інвесторів холдинги "Мрія", "Кернел", "Астарта" і "Агротон". Останній, в листопаді 2009р. за 20 % акцій зумів виручити \$ 42 млн. на Франкфуртській фондовій біржі. Компанія Sintal Agriculture, яка нещодавно розмістила свої акції на цьому ж майданчику заробила \$ 13 млн.

Серед вітчизняних компаній виробники м'яса, зерна і рослинної олії найактивніші на ринку IPO і приватних розміщень. За останні два роки близько десятка українських агропромислових підприємств продали акції західним інвесторам. Загальна сума інвестицій перевищила за \$ 800 млн. [4].

Серед "українських" аграрних емітентів, що розмістилися за кордоном, існують вдалі приклади розміщення. Наприклад, лідерами за зростанням капіталізації залишаються Астарта (Astarta Holding) (+166 %) і Кернел (Kernel Holding) (+97 %), обидві торгуються на Варшавській фондовій біржі. Kernel Holding нині залишається досить вагомим за розміром капіталізації емітентом.

Протягом 2010-першої половини 2011 років деякі агрохолдинги зуміли скористатися сприятливими ринковими умовами, консолідувати бізнес, наростити земельний банк до 200-250 тис. га. Багато агрохолдингів реструктуризувалися або операційно, або структурно, та вийшли на новий рівень ведення бізнесу.

Зокрема, сільськогосподарські компанії виявилися першими в черзі на залучення грошей. Наприклад, компанія "Миронівський Хлібопродукт", аудитором якої виступила компанія "Делойт", на Лондонській фондовій біржі успішно розмістила облігації на суму \$ 240,5 млн., реструктуризувавши борги і вивільнивши кошти для реалізації проектів будівництва нових потужностей з виробництва курятини.

Як наслідок, результати розміщення та подальша динаміка росту вартості акцій компаній засвідчили високий інтерес з боку інвесторів до українських підприємств. Навіть на тлі загального падіння ринків капіталізація вітчизняних аграрних компаній у 2010-2011 роках знизилась менше, ніж ринок в цілому (табл. 1).

Індекси українських підприємств на Варшавській біржі [3]

Роки	IPO, млн.\$	PP, млн.\$	Всього	% від IPO до загального	% від PP до загального
2005	11	-	11	1	0
2006	32	-	32	3	0
2007	329	148	477	33	37
2008	322	181	503	32	45
2009	-	59	59	0	14
2010	268	17	285	27	4
2011	30	-	30	3	0
Всього	991	405	1,396	100%	100%

Проте розміщення акцій низкою компаній навесні-влітку 2011 року засвідчили спад зацікавленості інвесторів до аграрних активів в Україні. Насамперед

це пов'язано з деяким перенасиченням бірж акціями сільськогосподарських підприємств.

Проаналізуємо вихід українського агрохолдингу на міжнародний фондовий ринок (рис. 1-2).

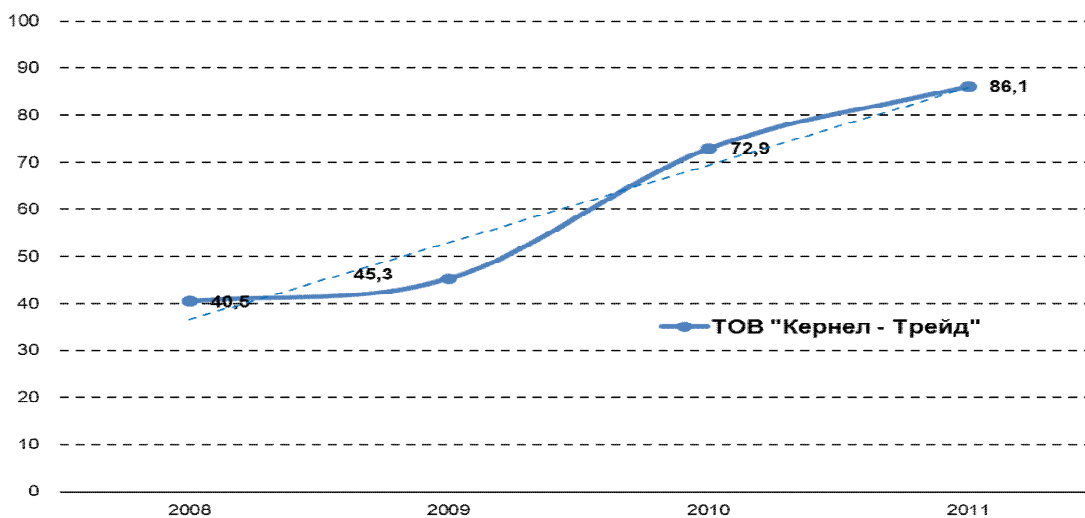


Рис. 1. Динаміка публічного розміщення ТОВ "Кернел - Трейд"

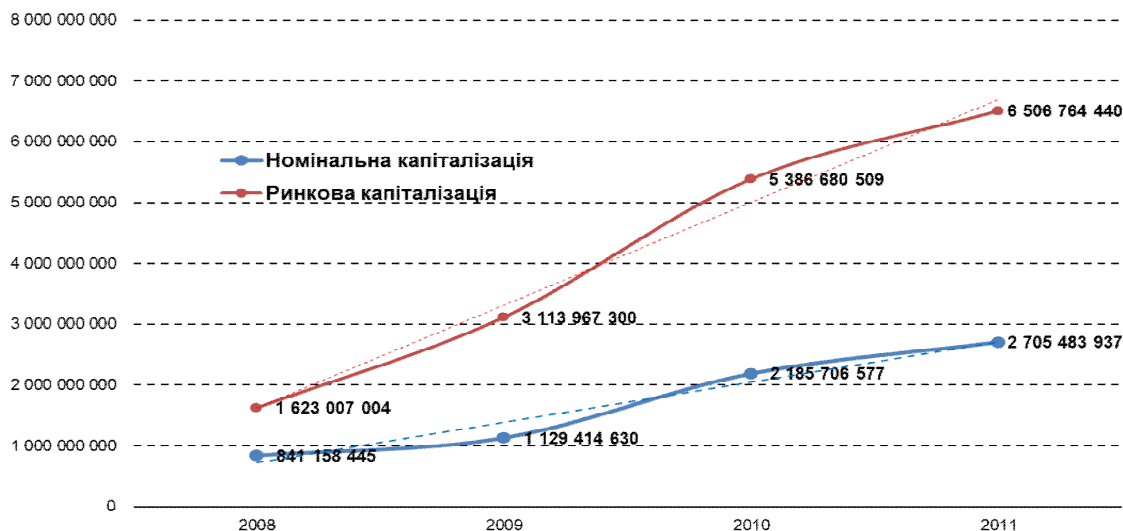


Рис. 2. Капіталізація ТОВ "Кернел - Трейд"

ТОВ "Кернел – Трейд" провела 4 випуски акцій: у 2007, 2008, 2010 та 2011 рр. загальною сумою 525,4 млн. дол.

Починаючи з 2008 року максимальне значення ціни акції компанії зростало значними темпами, так, з

2008 до 2009 значення змінилося на 5 злотих, але найбільше зростання спостерігалось у 2010 році, саме тоді компанія провела повторну емісію (друге IPO). У 2011 році ціна акції компанії досягла максимального значення 86,1 злотих за акцію.

Капіталізація компанії зростала паралельно з курсом цін на акцій, але з додатковими об'ємами акцій, що були випущені та постійним зростанням ціни, темпи зростання ринкової капіталізації були вищими ніж зростання ціни.

Номинальна капіталізація компанії зростала повільніше по причині нижчої заявленої вартості акції компанії, що публікувалася щорічно у звітності.

На фоні залучення коштів через випуск облігацій спостерігається зниження коефіцієнту покриття, тобто показника, що визначає спроможність компанії

погашати поточні зобов'язання (рис. 3). Так, значення коефіцієнту знизилася нижче двох пунктів у 2009 році, тоді як до даного року компанія мала високоліквідні активи, що погасили б боргові зобов'язання у короткостроковому періоді при необхідності. 2010 року при залученні наступної суми, коефіцієнт зростає, незважаючи на додаткові зобов'язання, що взяла на себе компанія при випуску облігацій. Таким чином ми відзначаємо ефективне використання залученням коштів з подальшим зростанням доходу компанії.

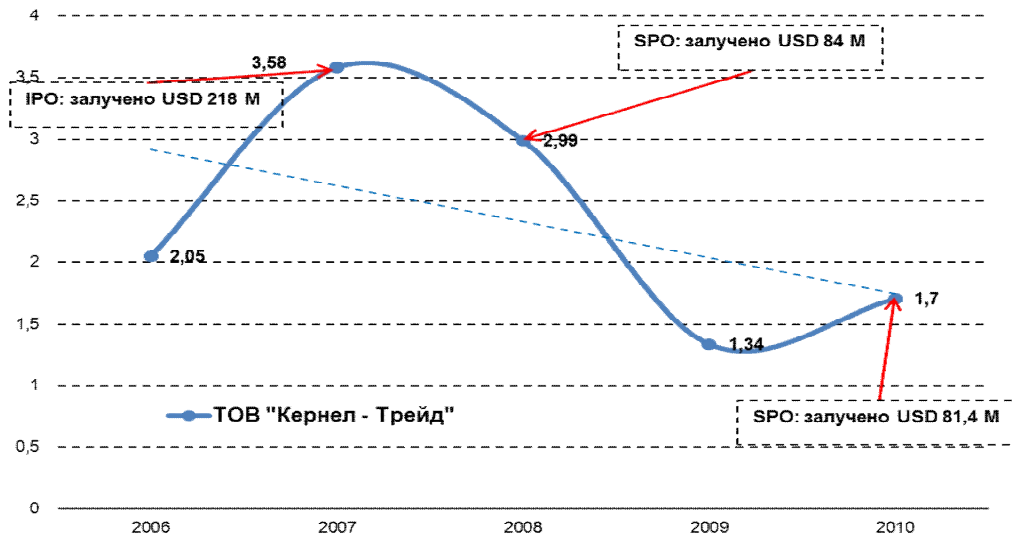


Рис. 3. Вплив публічного розміщення ТОВ "Кернел - Трейд" на ліквідність

Нарешті коефіцієнт платоспроможності вказує на підвищення власного капіталу підприємства в загальній сумі коштів, авансованих в його діяльність (рис. 4). Даний показник знаходиться на доволі низькому рівні для компанії такого рівня як Кернел,

досягаючи позитивного рівня лише у 2007-2008 році. Тенденція до зростання даного показника знову ж напряду відноситься до IPO та SPO, по причині залучення та ефективного використання коштів.

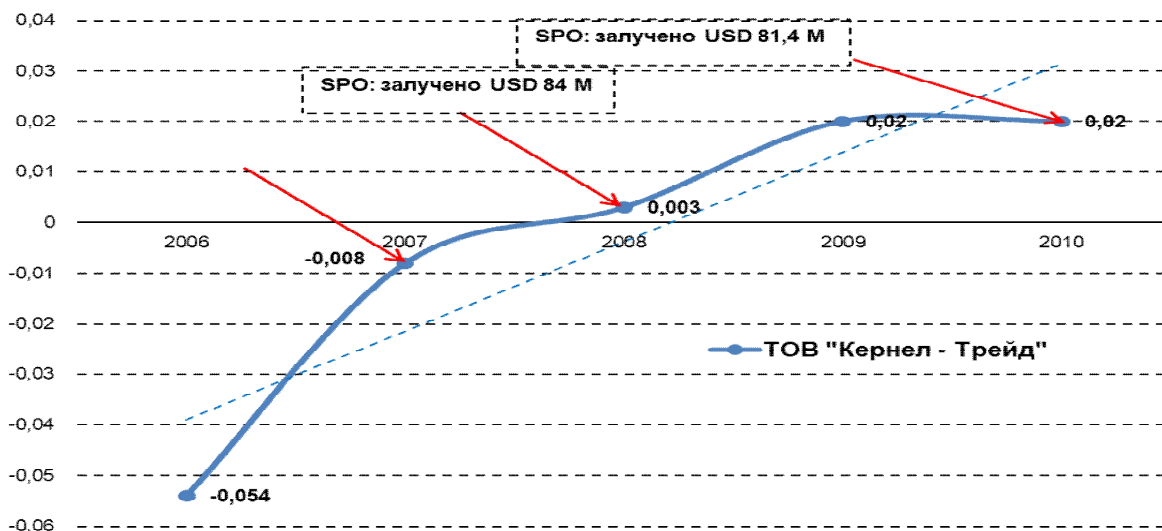


Рис. 4. Вплив публічного розміщення ТОВ "Кернел - Трейд" на фінансову стійкість

Коефіцієнт ринкової капіталізації як відношення ринкової та номінальної капіталізації вказує на той факт, що реальна вартість компанії зазвичай значно перевищує номінальну, адже кожна з компаній, що

аналізувалися показала коефіцієнт вищий 1. Також, помітне здебільшого зростання даного показника у більшості випадків порівняно з базовим роком, а також є тенденція до його збільшення (табл.2).

Динаміка коефіцієнта ринкової капіталізації за 2006 – 2011 рр.

№	Підприємство/Показник	Коефіцієнт ринкової капіталізації					
		2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	ТОВ "Кернел - Трейд"			1,93	2,76	2,46	2,41
2	ЗАТ "Агротон"					1,31	1,46
3	ЗАТ "Укрзернопром"			1,42	1,75	1,65	1,78
4	ВАТ "Миронівський ХПП"			2,07	1,96	1,86	1,91
5	ТОВ "Астарт - Київ"	2,40	2,42	2,53	2,24	2,43	2,52
6	ЗАТ "Індустріальна молочна компанія"						1,74
7	Агрохолдинг "Мрія"			1,70	1,71	1,69	1,57
8	ЗАТ "Авангард"					2,29	2,13
9	Холдинг "Укрпродукт"	2,10	1,86	1,97	1,80	1,73	2,11
10	Агрохолдинг "Сінтал"			1,96	1,85	2,33	1,73

Таким чином з погляду теорії фінансів, об'єднання підприємств і фінансових інститутів дозволяє за рахунок спрощених схем взаємин і залучення додаткових засобів (зокрема, через проведення IPO) забезпечити ефект фінансового важеля й оптимізувати структуру капіталу.

Висновки. На основі проведених досліджень, ми можемо констатувати, що до переваг IPO в порівнянні з іншими формами залучення фінансових ресурсів, то вони полягають в наступному: залучення довгострокових фінансових ресурсів, які не потрібно повертати; придбання капіталізації (ринкової вартості); покращення фінансового стану підприємства; можливість залучення інвестицій в майбутньому на більш вигідних умовах; поліпшення процесу диверсифікації шляхом купівлі – продажу підприємств, їх злиття, поглинання чи приєднання; поліпшення репутації, іміджу підприємства; забезпечення ліквідності; мотивація та збереження персоналу.

Вітчизняні аграрні корпорації за аналізований період з 2006 по 2011 роки активно почали залучати фінансові ресурси шляхом виходу на міжнародний фондовий ринок. Це в свою чергу позитивно вплинуло на коефіцієнт ринкової капіталізації.

4 Список використаних джерел

1. Ларін М. IPOдром для українських компаній / М. Ларін // Правовий тиждень. – 2010. – № 29(207). – С. 14–15.
2. Львугин П.П. Первичные публичные размещения акций: обзор исследований / П.П. Львугин, О.В. Фетцер // Корпоративные финансы. - 2007. - № 1. - С. 145-188.
3. Мельник М. Акції на публіку / М. Мельник, І. Предко // Агробізнес сьогодні. – 2012. - № 3(226). - С. 10-11.
4. Capital Raising and M&A Deals // Dragon Capital. - 2011. – May 31. – 133 p.