

УДК 336.722

**Л. В. Недільська**

к. е. н., доцент

Житомирський національний агроекологічний університет

### **IPO У ФІНАНСУВАННІ ВІТЧИЗНЯНИХ АГРОВИРОБНИКІВ**

*Визначено зміст та значення IPO у фінансуванні вітчизняних агровиробників. Охарактеризовано особливості послідовних етапів IPO: підготовчого (Pre-IPO), основного ("going public" та "being public") й кінцевого (Post-IPO). Наведено критерії оцінювання стану готовності компанії до IPO, зокрема: структура групи, фінансова інформація, корпоративне управління, процедури фінансової звітності, питання ризиків та дотримання норм, вибір ринку IPO. Акцентовано увагу на основних вимогах, що висуваються до емітентів цінних паперів, які залучають капітали на світових фінансових ринках. Представлено найбільші угоди IPO на міжнародних ринках і здійснено аналіз активності вітчизняних агрохолдингів на Європейських фінансових ринках. Узагальнено переваги та недоліки проходження процедури IPO для потенційних емітентів.*

**Ключові слова:** емітенти цінних паперів, інвестори, IPO, міжнародні фінансові ринки, вітчизняні агрохолдинги.

#### **Постановка проблеми**

Характерною особливістю вітчизняного агробізнесу є відсутність надійних і доступних фінансових ресурсів. Така ситуація спричинена низкою економічних, політичних та соціальних проблем, що посилюються впливом міжнародних та світових тенденцій, а нині – й військовими діями.

Згідно з дослідженнями Європейського фонду Південно-Східної Європи (EFSE), основними джерелами фінансування підприємств агробізнесу залишаються особисті заощадження (13 %) і внутрішнє самофінансування у формі нерозподіленого прибутку (60 %), натомість, зовнішнє фінансування за

допомогою банківських кредитів (28 %) і фінансування трейдерами/постачальниками (5 %) в рідкісних випадках виявляється прийнятним рішенням для агробізнесу [4, с. 21]. Навіть враховуючи великий потенціал українського сільського господарства, банки та інші інвестори зосереджують увагу тільки на найбільших учасниках ринку і дуже рідко вкладають кошти у нарощування потужностей дрібних підприємств. Водночас, в Україні залишаються недостатньо розвиненими небанківські фінансові організації, які могли б здійснювати альтернативне фінансування сільськогосподарських підприємств.

Наразі світова практика розробила і успішно поширює досвід залучення великих обсягів іноземного капіталу шляхом застосування IPO (initial public offering). Однак, цей спосіб фінансування для українських підприємств залишається мало вивченим, а відтак, рідко використовуваним.

### **Аналіз останніх досліджень та публікацій**

Незважаючи на активну поширеність операцій IPO на світовому фінансовому ринку, вітчизняні наукові дослідження стосовно цього аспекту фінансової діяльності підприємств зосереджуються на загальних проблемах фондових ринків та висвітленні світових тенденцій. Фундаментальні засади процедури IPO знайшли своє відображення переважно у працях іноземних дослідників Д. Бредлі, О. Вільямсона, Е. Міллера та ін. Окремі аспекти сучасних тенденцій застосування IPO вітчизняними емітентами висвітлюють В. В. Македон, К. В. Шелехов, І. О. Школьник, В. Ковальова, О. Волкова. Водночас, зважаючи на специфіку вітчизняного фондового ринку, процедура IPO вимагає додаткових ґрунтовних досліджень як теоретичного, так і прикладного характеру.

### **Об'єкт та методика дослідження**

Об'єктом дослідження є застосування процесу IPO в міжнародній практиці та його поширення серед вітчизняних аграрних компаній. Методологічну основу дослідження становить системний підхід до вивчення економічних явищ і процесів у сфері фінансового забезпечення функціонування аграрних товаровиробників, а також такі методи, як аналіз та синтез – при встановленні послідовності процедури IPO; узагальнення – при виявленні переваг і недоліків такої форми залучення капіталу; спостереження – для виявлення вітчизняних емітентів – учасників IPO.

### **Результати дослідження**

Великі за обсягами потреби у фінансових ресурсах такої капіталомісткої галузі, як сільське господарство змушують аграрні підприємства здійснювати постійний пошук додаткових джерел фінансування, виходячи з позицій їх доступності та прийнятності. З об'єктивних причин найдоступнішими є ресурси для великих компаній, які створюються й функціонують у формі акціонерних товариств і холдингів, що забезпечує їм вихід на фондовий ринок.

Одним із дієвих інструментів залучення підприємством великих обсягів фінансових ресурсів є перетворення приватного підприємства в акціонерне товариство з подальшою швидкою акумуляцією власного капіталу шляхом емісії акцій на фондовому ринку. У світовій практиці така процедура носить назву IPO. У класичному трактуванні IPO – це первинне публічне розміщення акцій підприємства на фондовій біржі з відповідним їх внесенням до котирувальних списків (лістингом). При такому розміщенні компанія прагне продати пакет своїх акцій (як правило, невеликий, близький до блокуючого) інвесторам на біржі як із метою отримання фінансового вливання для розвитку, так і для того, щоб за котируваннями акцій на біржі визначити свою капіталізацію чи реальну ринкову вартість або з метою підвищення свого інвестиційного рейтингу, для доступу до інших недорогих джерел фінансування [6].

IPO – це складний комплекс організаційних, юридичних і фінансових процедур, в якому, крім самої компанії і потенційних інвесторів, задіяно безліч посередників. Цілі основних учасників у IPO не завжди співпадають, кожен з них у процесі підготовки і здійснення IPO зіштовхується зі своїми проблемами й вирішує свої завдання, однак, усі вони зацікавлені у співпраці для успішного IPO.

Механізм IPO складається з окремих, елементарних процесів, які взаємопов'язані один з одним. Вцілому, вся процедура IPO може бути поділена на три послідовні етапи: підготовчий (Pre-IPO), основний (IPO) та кінцевий (Post-IPO).

Багато компаній починають підготовку до публічних торгів на біржі задовго до початку власне процесу IPO. На етапі Pre-IPO здійснюється завчасна підготовка, яка, як правило, слугує найважливішим фактором успіху у досягненні ефективного виконання процедури, та оцінюється загальна готовність компанії за низкою критеріїв (табл. 1).

Таблиця 1. Критерії оцінювання стану готовності компанії до IPO

Критерій	Характеристика
Структура групи	Оцінка місця компанії в групі і дослідження інших компаній групи. Загальний вплив на структуру угоди, зокрема: податкове планування, структура фінансового механізму, напрями розподілу резервів, частка стимулювання.
Фінансова інформація	Динаміка фінансових показників не менше як за 3 роки з відображенням рекордних значень. Оцінка придатності облікової політики, включаючи сегментарну звітність, та ідентифікація інших необхідних даних відповідно до вимог МСФЗ.
Корпоративне управління	Оцінка механізмів корпоративного управління, включаючи склад Ради директорів і комітетів, необхідних для задоволення потреб публічної компанії.
Процедури фінансової звітності	Оцінка існуючих систем, у тому числі IT-систем, систем фінансової звітності та інформація про управління з метою виявлення потенційних слабких сторін й можливостей для поліпшення перед IPO.
Питання ризиків та дотримання норм	Оцінка існуючих систем, включаючи контроль за відмиванням грошей, дотримання кодексу поведінки, внутрішнього аудиту.
Вибір ринку IPO	Якісний аналіз суттєвих вимог і різноманітних правил торгів на доступних ринках. Попереднє визначення прийняттого результату.

Джерело: адаптовано за даними [9, с. 8]

Після успішного завершення підготовчого етапу розпочинається основна частина процесу IPO, яка умовно ділиться на два паралельних робочих потоки: реєстрацію емітента на фондовій біржі (going public) та фактичне перетворення підприємства в акціонерне товариство (being public). Going public охоплює підготовку проспекту (заяви про реєстрацію), історичної фінансової інформації, здійснення необхідної структуризації, експертиз та експертних оцінок, андеррайтинг і управління проектом. Being public зосереджено на формуванні корпоративної стратегії розвитку, узгодженні обліку і звітності міжнародним стандартам і аналізі фінансової ефективності, побудові ефективного менеджменту, внутрішнього контролю і прозорих зв'язків з інвесторами [9, с. 9].

Важливо, що IPO – це визнання компанії третіми сторонами, що є важливим показником довіри інвесторів і тривалого ринкового зростання. При цьому, до компанії виставляється низка вимог, які умовно можна поділити на три групи:

– перша група – це вимоги до фінансової звітності. Компанія має формувати і оприлюднювати фінансову звітність за міжнародними чи американськими стандартами впродовж як мінімум останніх трьох років. Така звітність обов'язково завіряється аудитором (однієї з компаній «великої четвірки»). Крім того, звітність повинна бути подана достатньо швидко, що свідчитиме про чітку налагодженість бізнес-процесів та системне використання міжнародних стандартів.

Важливо, що публічність майже не залишає компанії можливостей для виділення «чорної готівки» на «вирішення питань» за корупційними схемами із державним апаратом [6];

– друга група вимог стосується прозорості управлінської схеми компанії та схеми її власності. Йдеться і про чіткий розподіл повноважень менеджменту всіх ланок: бажано, щоб система управління компанії також відповідала західним стандартам, не містила нічого зайвого й нового для інвесторів. Не менш прозорою має бути схема власності та корпоративних прав. Не прийнятними є офшори, хіба тільки «цивілізовані» (Кіпр, Швейцарія, Ліхтенштейн) і з персоніфікацією власників. Якщо на IPO виходить холдинг, що об'єднує компанії, які працюють на різних ринках, необхідним є достатнє обґрунтування такої диверсифікації. Інакше в очах інвесторів це виглядатиме як розпилення коштів або, ще гірше, оптимізацією оподаткування;

– третя група вимог стосується захисту прав інвесторів. Адже той, хто купить акції компанії на біржі, власне, стане її міноритарним акціонером. Ключові власники мають вибудувати схему управління бізнесом так, щоб у міноритаріїв не виникало підозр, що їх можуть обдурити.

Як свідчить практика, перші місяці функціонування публічного товариства – період post-IPO – вважаються критичними. Має місце невизначеність серед інвесторів стосовно аналітичних даних компанії, оскільки вона є маловідомою на ринку і лише розпочинає діяльність у новому статусі. Як правило, ця проблема

вирішується завдяки якомога частому оприлюдненню фінансової звітності (щомісячної, щоквартальної, піврічної та річної) з достатнім рівнем деталізації і достовірності.

Вцілому, IPO має багато переваг серед інших інструментів фінансування, однак є і суттєві недоліки, головним чином пов'язані з витратами, організацією процесу і вимогою розкривати певну інформацію, яка може виявитися корисною для конкурентів, або створити труднощі з постачальниками. На відміну від кредитування, продаючи акції, підприємство не бере на себе додаткових зобов'язань, а також не зіштовхується з необхідністю виплачувати відсотки, що періодично нараховуються, як це відбувається після емісії облігацій. До того ж, обсяг засобів, отриманих за рахунок IPO, звичайно, набагато більший, ніж суми, залучені від кредитів або облігацій, а включення цінних паперів підприємства у список акцій, що котируються на всесвітньо відомих фондових площадках, значно підвищує статус підприємства [7].

Крім того, IPO допомагає визначити реальну ринкову вартість бізнесу та окреслити перспективи його подальшого зростання, оскільки лістинг на фондовій біржі створює премію до вартості завдяки прозорості компанії. Також слід відмітити те, що реструктуризація бізнесу, поліпшення стандартів управління та прозорості, чітке формування цілей компанії, які проводяться перед IPO, дають змогу створити максимальну вартість для власників у разі можливого виходу з бізнесу в майбутньому, наприклад, шляхом продажу стратегічному інвестору.

Нині найбільшими угодами IPO є залучення коштів шляхом емісії акцій на фондових біржах компаніями Alibaba Group, Сільськогосподарський банк Китаю та Промисловий й комерційний банк Китаю (табл. 2). До 2009 р. лідируючі позиції (з точки зору обсягів залучених ресурсів шляхом IPO) займали Сполучені Штати Америки, однак з того часу і донині найпотужнішим фінансовим майданчиком став Китай (Шанхай, Шеньчжень і Гонконг), який досяг рівня 73 млрд дол. США, що майже удвічі перевищує обсяг ресурсів, залучених на Нью-Йоркській фондовій біржі разом з NASDAQ [8].

Таблиця 2. Найбільші угоди IPO на міжнародних ринках

Компанія	Сфера діяльності	Біржа	Рік здійснення IPO	Обсяг залученого капіталу, млн дол. США
1	2	3	4	5
The Alibaba Group	Online Retailer	NYSE	2014	25,0
Agricultural Bank of China	банківська діяльність	Біржі Гонконгу і Шанхая	2010	22,1

Закінчення таблиці 2

1	2	3	4	5
Industrial and Commercial Bank of China	банківська діяльність	Біржі Гонконгу і Шанхая	2006	21,9
American International Assurance	страхування	Біржа Гонконгу	2010	20,5
Visa Inc.	платіжні операції	NYSE	2008	19,7
General Motors	авто-виробництво	Біржа Торонто і NYSE	2010	18,15
Facebook	соціальна мережа	NASDAQ	2012	16,0

Джерело: складено автором за даними інтернет ресурсів.

Найбільш доступними фондовими біржами, які розглядаються вітчизняними емітентами, є Нью-Йоркська (NYSE), Лондонська (LSE) з основним (Main Market) і альтернативним (Alternative Investment Market) майданчиками, Європейські (Deutsche Borse, SWX, Euronext).

Починаючи з 2006 р., понад 15 сільськогосподарських і продовольчих компаній України отримали котирування на міжнародних фондових ринках у Варшаві, Лондоні, Франкфурті і Парижі. Початківцем на світовому фондовому ринку стала вітчизняна компанія “Астарт-Київ“, котра вийшла з IPO на Варшавську фондову біржу у 2006 р. [4, с. 27]. На альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі (AIM) першою провела IPO 11–18 лютого 2005 р. компанія «Укрпродукт» (дочірня Ukrproduct Group), що виробляє молочну продукцію. Компанія продала 27,21 % акцій, які придбали 18 інституціональних і 33 приватних інвесторів, виручивши за це 6 млн англійських фунтів. У 2011 р. на Варшавську фондову біржу вийшли п’ять українських компаній: Industrial Milk Company, KSG Agro, WESTA ISIC, Ovostar Union і Coal Energy S.A., натомість у 2012 р. – лише одна KDM Shipping Public [7].

Обсяги залученого капіталу у вітчизняну аграрну галузь за період 2006–2011 рр. (у 2009, 2012 і 2013 рр. IPO не здійснювала жодна вітчизняна аграрна компанія) сягають близько 1,1 млрд дол. США (табл. 3).

Таблиця 3. Обсяги залучених шляхом IPO інвестицій в аграрну сферу України

Рік	Емітент	Фондова біржа	Обсяг залучених коштів, млн дол. США
1	2	3	4
2006	Астарт-Київ	WSE	32
2007	Кернел	WSE	220
	Lendkom	LSE	111
2008	МХП	LSE	368

1	2	3	4
2010	Аграрний холдинг «Авангард»	LSE	229
	Агроліга	WSE	1,4
	Агротон	WSE	53
2011	Індустріальна молочна компанія	WSE	30
	KSG Agro	WSE	39
	Ovostar Union	WSE	33
	ContinentalFarmers Group	LSE	24

Джерело: побудовано за даними [5].

Зважаючи на світову практику застосування IPO, варто виділити існуючі суттєві переваги та недоліки такого механізму, як одного з джерел залучення фінансових ресурсів (рис. 2).

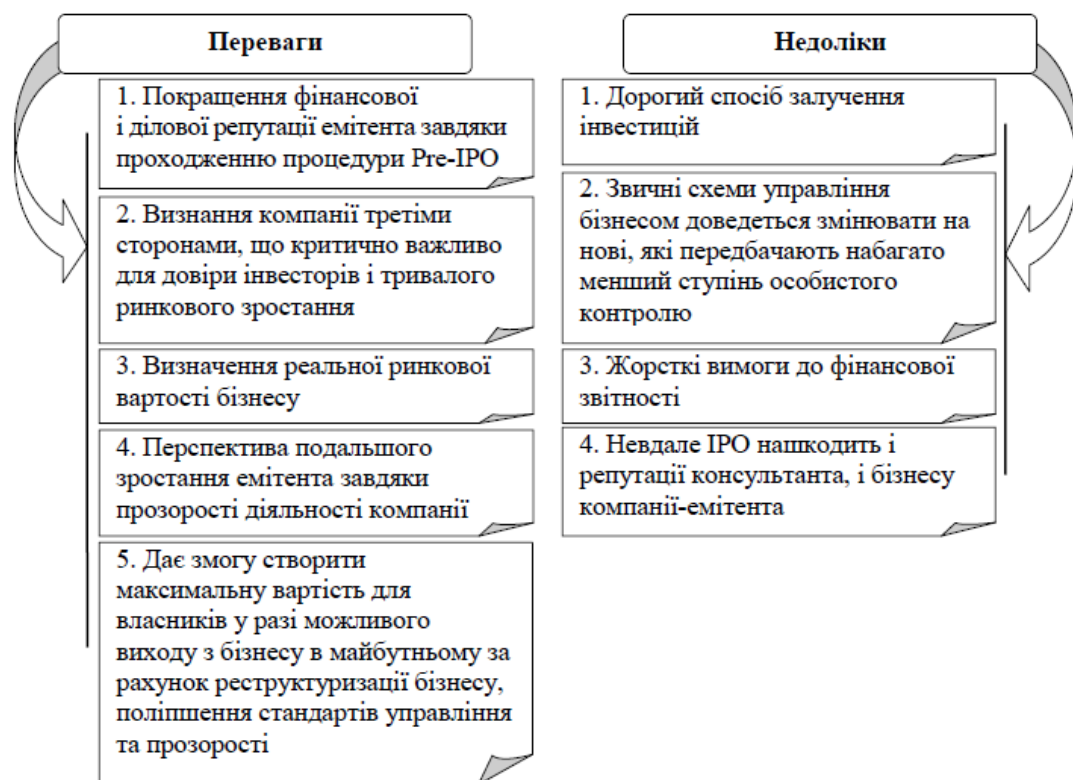


Рис. 1. Основні переваги та недоліки процедури IPO

Джерело: власні дослідження.

Слід відмітити, що найсуттєвішим стримуючим важелем є висока вартість IPO. Зокрема, вартість IPO на основному майданчику Варшавської фондової біржі (WSE) становить від 6 % до 8 % залученої суми, а на альтернативному майданчику WSE Newconnect – від 8 % до 10 %. Розміщення на основному (LSE) і альтернативному (LSE AIM) майданчиках у Лондоні обійдеться емітенту від 8 % до 12 %. Вища ціна в Лондоні обумовлена, передусім, вищими вимогами до консультування і супроводження [2].

Водночас, слід пам'ятати, що така форма фінансування доступна лише великим компаніям, що обмежує масову активність сільськогосподарських товаровиробників, особливо для малих і середніх сільськогосподарських підприємств, а також дрібних домогосподарств. Це не дозволяє їм робити інвестиції в модернізацію фермерського обладнання та підвищувати ефективність і прибутковість. Слабке фінансове становище змушує їх брати фінансування сезонного та оборотного капіталу з будь-якого доступного джерела і відразу ж продавати зібраний врожай, коли пропозиція велика, а ціни, як правило, низькі.

### **Висновки та перспективи подальших досліджень**

Отже, розвиток фондового ринку дає змогу аграрним компаніям залучати значні обсяги іноземного капіталу через IPO для нарощування своїх потужностей. Такий інструмент здатен забезпечити підйом вітчизняного сільського господарства, однак за умови чіткого дотримання виробниками суворої дисципліни прозорості своєї діяльності. Водночас, він не створює умов для розвитку малого і середнього бізнесу, який залишається пріоритетним в аграрній сфері.

Подальших досліджень потребують питання розробки механізму забезпечення інвестиційної привабливості та фінансової стійкості вітчизняних аграрних емітентів, які стають учасниками IPO.

### **Література**

1. Баглай С. В. IPO – ринковий механізм фінансування банків [Електронний ресурс] / С. В. Баглай. – Режим доступу: [http://dspace.uabs.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/6532/1/IPO\\_Lviv\\_tezu\\_2008.pdf](http://dspace.uabs.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/6532/1/IPO_Lviv_tezu_2008.pdf)
2. Говдя Д. Закат IPO. Почему украинских аграриев не ждут на бирже [Электронный ресурс] / Д. Говдя. // "ЛигаБизнесИнформ". – 19 апреля 2013 г. – Режим доступа: <http://biz.liga.net/all/prodovolstvie/stati/2480680-zakat-ipo-pochemu-ukrainskikh-agrariyev-ne-zhdut-na-birzhe.htm>
3. Демченко А. В. IPO – процесс, этапы, процедуры [Электронный ресурс] / А. В. Демченко Режим доступа <http://delovoyumir.biz/ru/articles/view/?did=10341>
4. Исследование потенциала финансирования сельского хозяйства в Украине [Электронный ресурс] / Европейский Фонд Юго-Восточной Европы (EFSE). –



Режим доступа: [http://efse.lu/media/pdfs/studies/other\\_sector\\_studies/potential-of-agricultural-finance-in-ukraine\\_efse-df\\_2012\\_rus.pdf](http://efse.lu/media/pdfs/studies/other_sector_studies/potential-of-agricultural-finance-in-ukraine_efse-df_2012_rus.pdf)

5. *Македон В. В.* Порівняльний аналіз умов та наслідків проведення IPO підприємствами-емітентами в Україні [Електронний ресурс] / *В. В. Македон, І. Л. Тульських*. // Вісник Дніпропетровського університету. – 2013. – Випуск 7/4 [Том 21]. – Режим доступу: <http://www.vestnikdnu.com.ua>

6. Це солодке слово IPO. [Електронний ресурс] // «Дзеркало тижня. Україна». – 2007 – №35 (21 вересня). – Режим доступу: <http://gazeta.dt.ua/>

7. *Шелехов К. В.* Переваги первинного публічного розміщення акцій (IPO) як інвестиційного інструменту залучення капіталу виробничим підприємством [Електронний ресурс] / *К. В. Шелехов, А. О. Тарасенко* // Ефективна економіка. – 2012. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1019>

8. Initial public offering [Electronic resource]. - Mode of access: [http://en.wikipedia.org/wiki/Initial\\_public\\_offering](http://en.wikipedia.org/wiki/Initial_public_offering)

9. Executing a successful IPO: for companies serious about going public – the time to prepare is now [Electronic resource]. - Mode of access: <http://www.pwc.com>

10. EY Global IPO Trends, Q4 2014 [Electronic resource]. - Mode of access: <http://www.ey.com/ipocenter/ey-q4-14-global-ipo-trends-report>.

---