

УПРАВЛІННЯ СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ ВІТЧИЗНЯНИХ ПІДПРИЄМСТВ ПІСЛЯ ПРОВЕДЕННЯ ІРО

Ольга Смирна
асистент кафедри
фінансів
КЕІ ДВНЗ
«Криворізький
національний
університет»

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

Залучення підприємством в рамках його емісійної політики капіталу з фондового ринку передбачає комплексне розв'язання двох основних завдань: по-перше, знаходження оптимального співвідношення між борговим та власним капіталом; по-друге, визначення виду та характеристик фінансових інструментів (насамперед, цінних паперів), що будуть використані в процесі управління структурою капіталу.

В процесі еволюції, на фінансовому ринку виникла значна кількість фінансових інструментів, які можуть бути потенційно використані підприємствами. Проте, беззаперечним залишається той факт, що саме пайові цінні папери створюють базис для функціонування, оскільки саме власному капіталові підприємства притаманні стартова та захисна функції. Суттєво відрізняються і доступні для підприємства методи розміщення - первинне публічне розміщення (ІРО), вторинне розміщення (SPO), приватне розміщення (PP) і т. ін.. Вони характеризують і періодичність виходу підприємства на ринок (вперше чи вдруге або втретє і т. ін.), і орієнтацію на певні визначені категорії інвесторів (приватне розміщення) або на «публічний» характер.

Перше десятиліття ХХІ ст. стало періодом зростання зацікавленості українських емітентів у проведенні ІРО на світових фондових ринках. Відповідно, це призвело і до зростання наукового інтересу до дослідження цієї проблематики. В цьому контексті слід, насамперед, згадати роботи К. Гладчук, Ю. Кравченка, Ю. Лернера, І. Фищук, С. Червякової, Н. Шапран, В. Шелудько, І. Школьник та ін.

Разом з тим, абсолютна більшість праць зазначених авторів акцентують увагу насамперед на питаннях оцінки кількісних та якісних параметрів ІРО, в значній мірі ігноруючи постемісійний розвиток підприємства. В той же час, в період після проведення ІРО ви-

никають численні загрози для фінансової діяльності підприємства, ідентифікація та запобігання яким є важливим практичним завданням.

Відповідно, мета статті - аналіз особливостей управління структурою капіталу вітчизняних підприємств після проведення ІРО, детермінація основних проблем у цій сфері та обґрунтування шляхів їх вирішення.

Аналізуючи емісійну політику вітчизняних підприємств на глобальному ринку капіталів, необхідно, на наш погляд, виходити з того, що вони через набуття статусу публічних компаній змушені кардинальним чином змінювати принципи та форми фінансових відносин. Зрозуміло, що така трансформація об'єктивно впливає на фінансово-господарський стан емітента. В результаті ІРО компанія залучає акціонерний капітал з ринку, який за своєю природою, є безстроковим, тому оцінку впливу первинного публічного розміщення потрібно здійснювати, насамперед, з позиції акціонерів підприємства (рис. 1).

Разом з тим, як доводить аналіз, проведений для 10 вітчизняних емітентів, що здійснили ІРО з 2008 по 2011 рр, незважаючи на якісні трансформації, пов'язані з отриманням статусу публічної компанії, для вітчизняних підприємств залишаються дієвими стереотипи, щодо максимально можливого «закриття» статутного капіталу з метою уникнення «ворожого» поглинання. Зокрема, підприємства, що про-

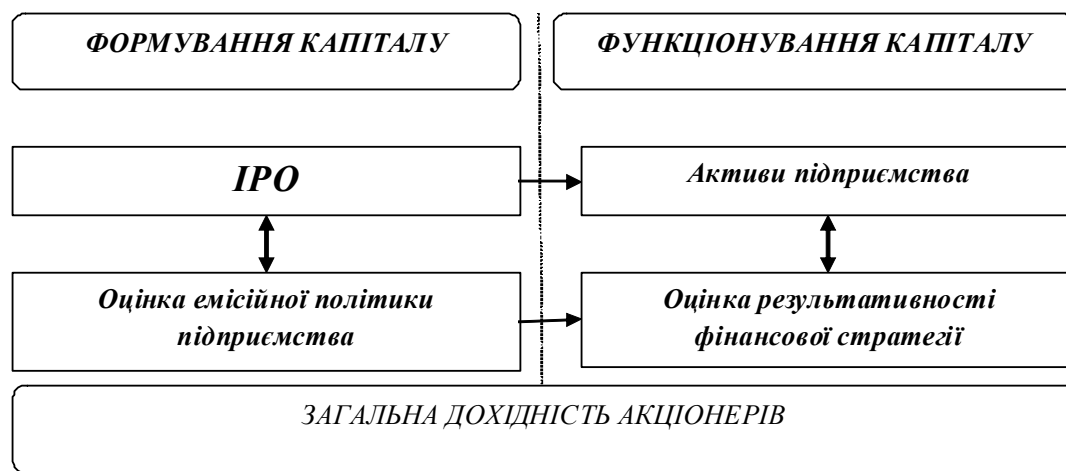


Рис.1. Вплив IPO на фінансовий стан підприємства-емітента з позиції акціонерів

вели IPO віддають перевагу використанню несек'юритизованих інструментів (банківським кредитам) порівняно з облігаційними випусками. Загальні тенденції щодо боргового навантаження підприємств репрезентативної вибірки наведені нижче (рис. 2).

З даних рис. 2 видно, що для 4 підприємств з 10 значення коефіцієнта «довгострокові зобов'язання/акціонерний капітал» більше 25 %, два емітенти фактично відмовилися від використання у структурі капіталу довгострокового боргового фінансування.

На наш погляд, така стратегія управління структурою капіталу в постемісійному періоді має свої пояснення. Зокрема, об'єктивно проведення IPO розглядається банківськими установами як чинник, що, за усіх інших рівних умов, суттєво підвищує кредитні рейтинги підприємства. Одночасно з

цим, відіграє роль нижча вартість боргового капіталу для підприємств. Проте, суттєво зростають фінансові ризики, пов'язані з можливістю невиконання зобов'язань за борговими інструментами.

Необхідно окремо зупинитися на питаннях, що пов'язані з використанням корпоративних облігацій в управлінні структурою капіталу вітчизняними емітентами, які здійснили IPO. Незважаючи на те, що випуск облігацій та випуск акцій суттєво відрізняються як з погляду емісійної політики, так і з погляду фінансування - взагалі, важливим є виявлення зв'язків між ними.

З одного боку, вважається, що саме випуск облігацій на глобальному ринку є одним із кроків, що суттєво впливає на успішність проведення IPO в майбутньому; з іншого - після первинного публічного розміщення можливе

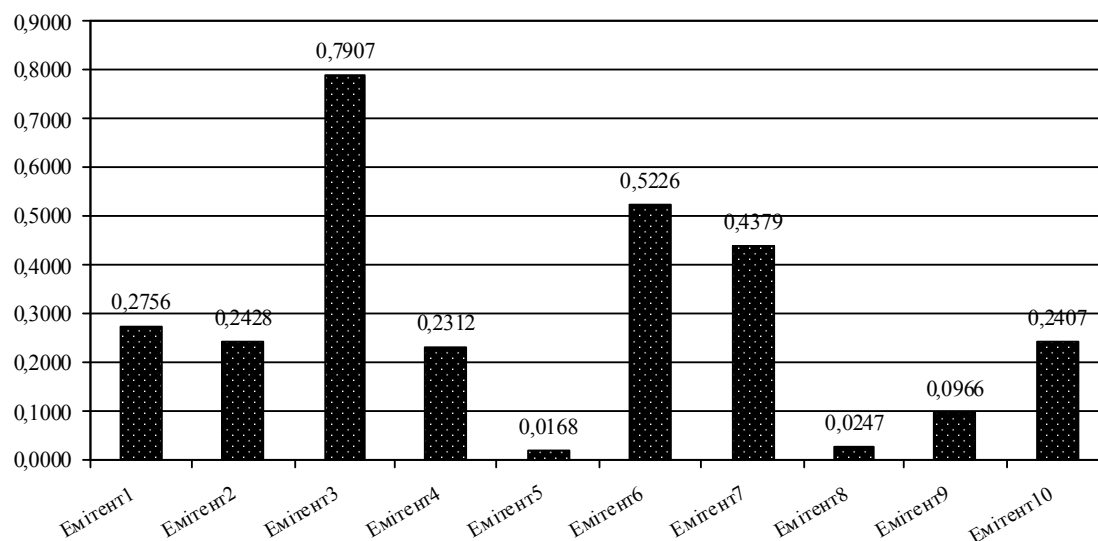


Рис. 2. Медіанне значення коефіцієнта «довгострокові зобов'язання/акціонерний капітал» підприємств репрезентативної вибірки за період від здійснення випуску акцій до 31.12.2012 р.

залучення боргового капіталу на світовому ринку на більш. Дані щодо вітчизняних підприємств показують, що вони обережно застосовують свої переваги у цій сфері - тільки три використовують облігації в структурі капіталу.

Отже, необхідно врахувати той факт, що:

- *по-перше*, для усіх без виключення українських підприємств IPO стало єдиним виходом на ринок акцій (тобто, після його здійснення SPO та PP відсутні);

- *по-друге*, у формуванні довгострокових зобов'язань перевага віддається банківському кредитуванню, а не випуску облігацій.

Агреговано, виділені тенденції дають змогу припустити, що основні акценти у фінансуванні зміщені в сторону максимально можливого використання внутрішніх джерел, насамперед, нерозподіленого прибутку. Описані процеси графічно зображені нижче - у 7 вітчизняних підприємств, що здійснили IPO, темпи приросту довгострокових зобов'язань вище за темпи приросту акціонерного капіталу, при цьому, для підприємств, які використовували у фінансуванні корпоративні облігації темпи приросту акціонерного капіталу та довгострокових зобов'язань є багато в чому спів розмірними (рис. 3).

Наслідком такого вибору в управлінні структурою капіталу є своєрідна ієрархія джерел фінансування, яка після здійснення IPO для українських підприємств формується у наступному вигляді:

1. Внутрішні джерела фінансування.

2. Борговий капітал, з домінуванням банківських кредитів.

3. Додатковий випуск акцій, який здійснюється у виключних випадках та не є поширеною практикою.

Подібна стратегія фінансування знаходить своє пояснення в роботах багатьох економістів [1-2]. Разом з тим, в українських реаліях вона набуває особливих форм, в першу чергу, щодо дивідендної політики. Підприємства, що здійснили IPO практично відмовляються від дивідендних виплат. На наш погляд, така стратегія українських підприємств у сфері дивідендів має наступні причини:

- невиплата дивідендів є характерною ознакою більшості вітчизняних акціонерних товариств, що і підтверджує цілий ряд досліджень провідних науковців [3]. Разом з тим, в нашому випадку маємо справу з підприємствами, які де-юре є резидентами інших країн, а їх акції котируються на провідних європейських біржах, де практика активної дивідендної політики підприємств є неоднозначною. Зокрема, цілий ряд робіт доводять можливість невиплати дивідендів [4], з іншого боку, існують наукові позиції щодо необхідності виплати значних дивідендів, або дослідження, які аргументують незначущість дивідендів;

- для підприємств, акції яких котируються на фондових біржах, дивідендна політика в цілому характеризується значним рівнем залежності від тен-

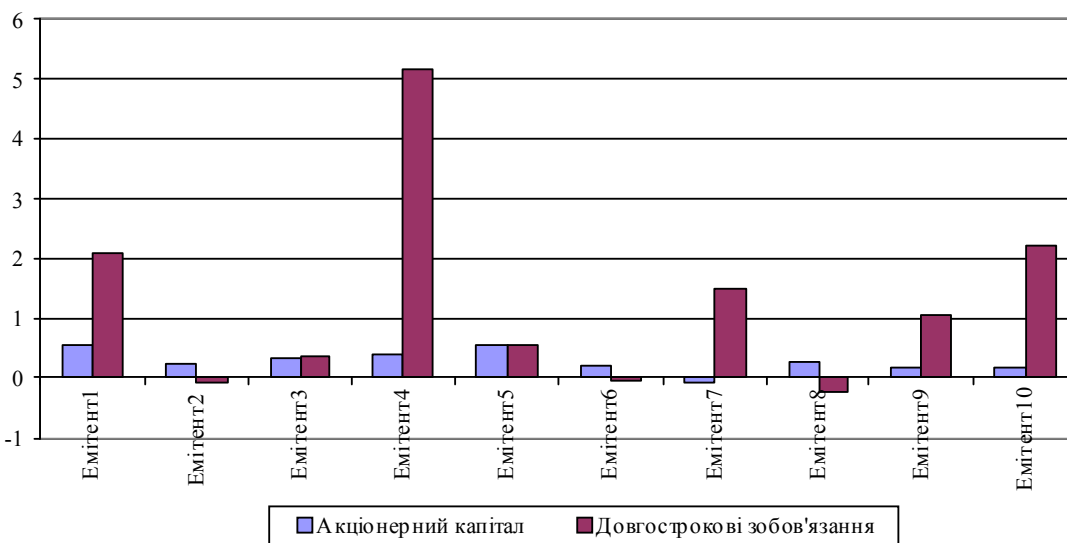


Рис. 3. Середні темпи приросту акціонерного капіталу та зобов'язань підприємств репрезентативної вибірки, індекси

денцій у ціні фінансових інструментів. Зокрема, в періоди зростання ціни, дивідендна політика може ігноруватися або дивіденди будуть мінімальними, оскільки акціонери забезпечують власну доходність за рахунок курсового приросту, проте в періоди зниження ціни саме дивіденди створюють необхідний рівень підтримки для акціонерів [5].

Відповідно, можна припустити, що основна причина відмови від дивідендів - недостатній рівень прибутковості та намагання максимально використати прибуток в якості внутрішнього джерела фінансування. Доволі показовими виглядають наступні дані щодо частки нерозподіленого прибутку у власному капіталі: максимальне середнє значення по досліджуваним підприємствам зафіксоване на рівні 80,88 %, мінімальне середнє значення - на рівні 35,33 %, середнє значення - 56,32 %.

Фактично, ігнорування дивідендів як важливого складника доходів акціонерів на тлі постійного зниження ціни акцій на ринку призводить до негативних оцінок діяльності вітчизняних акціонерних товариств і з боку існуючих міноритарних акціонерів, так і з позиції потенційних інвесторів на ринку.

Існуюча структура акціонерної власності, коли для підприємств характерний 1-2 домінуючих акціонера, які володіють 60-75 % акцій, визначає в цілому нейтральний підхід до виплати дивідендів. В той же час, мажоритарні

власники не мають ризиків «ворожого поглинання», тому індиферентні щодо мінімальної доходності інвестицій. Втім, така фінансова стратегія може призвести до суттєвого погіршення інвестиційних рейтингів емітентів та обмеженого доступу до зовнішніх джерел фінансування у середньостроковій перспективі.

Звернемо увагу на тенденції у формуванні ринкової ціни акцій підприємств (рис. 4)

Для більшості підприємств темпи зміни чистого прибутку були вищими порівняно з аналогічним показником для ціни акцій. Відповідно, можна стверджувати, що в постемісійний період, незважаючи на отримані позитивні результати господарської діяльності, інвестори погіршують свої оцінки для акцій українських емітентів. Окреслена тенденція є, в певній мірі парадоксальною, і, багато в чому, свідчить про значний вплив на ринкову вартість цінних паперів вітчизняних емітентів системних ризиків, пов'язаних з економічною ситуацією в Україні.

Підсумовуючи аналіз питання про особливості фінансування підприємств, що здійснили IPO на постемісійному етапі, на наш погляд, можна зробити наступні важливі висновки:

1. Проведення IPO визначило трансформацію підприємств у публічні компанії, що, об'єктивно, повинно суттєво змінити принципи корпоративного фінансування у сторону збільшення

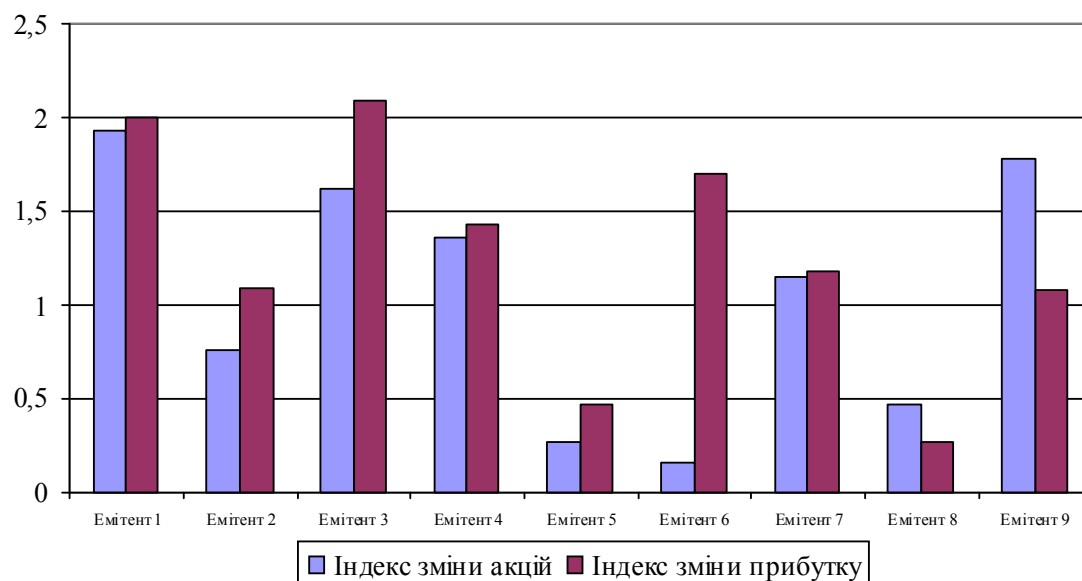


Рис. 4. Індекс зміни ціни акцій та показника EPS станом на 31.12.2012 в порівнянні з періодом розміщення акцій

емісійних джерел для залучення ресурсів з фондового ринку. Така політика є цілком природною з точки зору організаційно-правової форми функціонування підприємств на розвинених ринках, але суттєво відрізняється від фінансової політики вітчизняних підприємств.

2. Проте, публічний статус де-юре, для більшості українських підприємств не можна ототожнювати з публічним статусом де-факто. Зокрема, не вдалося подолати цілком типову для українських акціонерних товариств тенденцію до «закриття» статутного капіталу та обмеження частки акцій, що належить міноритарним акціонерам. При цьому, підкреслимо, що «вороже» поглинання підприємств, які безпосередньо здійснюють свій бізнес в Україні, є значно ускладненим, оскільки більшість з них мають вертикальну та горизонтальну інтеграцію.

3. У своїй політиці фінансування абсолютна більшість підприємств орієнтується на максимальне використання внутрішніх джерел (через реінвестування прибутку), несек'юритизованого боргу, у виключних випадках - корпоративних облігацій. При цьому практика повторного випуску акцій на фондовому ринку відсутня, темпи приросту довгострокових зобов'язань перевищують аналогічний показник для акціонерного капіталу за рахунок активного використання банківських кредитів.

Отже, на наш погляд, на сучасному етапі розвитку можна говорити про існування кількох протиріч, які характеризують емісійну діяльність українських підприємств на світовому фондовому ринку та постемісійну стратегію. Вони, насамперед, пов'язані з тим фактом, що, незважаючи на цілком конкурентні результати господарської діяльності, акції більшості українських підприємств знижуються в ціні. Відповідно, знижується капіталізація таких компаній та їх доступ до зовнішніх

джерел фінансування. Виходячи з цього виникає потреба у використанні різноманітного інструментарію, за допомогою якого можливо виправити існуючі диспропорції у формуванні ринкової ціни пайових цінних паперів.

На наш погляд, найбільш важливими інструментами, за допомогою яких можна суттєво підвищити інвестиційну привабливість акцій українських підприємств є: рівень корпоративного управління; дивідендна політика підприємства; транспарентність діяльності.

ЛІТЕРАТУРА

1. Теплова Т. В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями [Текст]: учебник для вузов / Т. В. Теплова. - М.: Высш. шк. экономики, 2000. - 504 с.

2. Ченг Ли Ф. Финансы корпораций: теория, методы и практика: учебник для вузов: пер. с англ. / Ф. Ли Ченг, Дж. И. Финнерти. - М.: ИНФРА-М, 2000. - XVIII, 686 с.

3. Леонов Д. Диалектика дивідендної політики в умовах зростання невизначеності фондових ринків [Текст] / Д. Леонов, І. Прасолов // Економіка України. - 2012. - № 7. - С. 45-54.

4. Al-Kuwari D. Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries / Global Economy & Finance Journal, 2009. Vol. 2. No. 2. P. 38-63.

5. Хлівний В. Вітчизняні підприємства на глобальному ринку акцій: діалектика внутрішньокорпоративних процесів [Текст] / В. Хлівний, Б. Стеценко // Ринок цінних паперів України. - 2012. - № 7. - С. 45-50.

РІЦПУ