

УДК 338.43

## Первичное публичное размещение акций как эффективный инструмент механизма самокупаемости предприятий АПК

Одним из наиболее эффективных источников инвестиций являются фондовые рынки. Широкий спектр инструментов и механизмов рынка ценных бумаг позволяет его участникам решать проблемы, связанные с нехваткой собственных оборотных средств, а также получать преимущества, обусловленные открытым обращением ценных бумаг. Для множества зарубежных компаний присутствие на фондовых рынках является активно используемым способом развития бизнеса.

В ходе исследования происходящего в отечественном агропромышленном комплексе процесса институционального реформирования нами установлено следующее. По данным Министерства сельского хозяйства и продовольствия Республики Беларусь, в 2011 г. в нашей стране было создано 4 кооперативно-интеграционных структуры. В их составе насчитывалось 176 участников.

Исследование организационных структур служб менеджмента созданных в аграрной сфере интеграционных объединений позволило нам выявить преобладание вертикальных (принимаемых администрацией) управленческих, инвестиционных, маркетинговых и финансовых решений. По нашему мнению, данное обстоятельство обусловлено применением такого метода приватизации, как выкуп (передача) собственности предприятий их администрации, работникам, а также внешним инвесторам – местным или иностранным [1].

Существует достаточно много различных механизмов привлечения акционерного капитала. Однако чаще всего для выхода на международные фондовые рынки компании предпочитают IPO (Initial Public Offering) – размещение акций на фондовой бирже для получения от них эмиссионного дохода. Первичное публичное размещение ценных бумаг может проводиться на внутренней или внешней (зарубежной) фондовой бирже, а также на той и другой одновременно. Покупателями при этом могут быть как физические, так и юридические лица, поскольку

сам термин IPO подразумевает открытое публичное предложение. Размещение акций на фондовой бирже связано с комплексным осуществлением организационных, юридических и финансовых процедур, в которых кроме самой компании и потенциальных инвесторов задействуется множество посредников.

Важность и преимущества публичного размещения акций уже давно доказаны, причем не только в экономически развитых государствах. В последнее годы наблюдается расширение практики IPO в развивающихся странах, в том числе России и Украине. В первой из них публичное размещение акций проводится с 1996 г. (см. табл. 1).

Согласно представленным в таблице 1 данным, в России наибольшие объемы средств рассматриваемым способом привлекались в 2006–2007 гг. В 3-м квартале 2007 г. Россия заняла 1-е место в Европе и 3-е в мире (после США

Таблица 1. Динамика российских IPO

Годы	Объемы привлеченных средств, млн USD	Количество IPO
1996	110	1
1997	0	0
1998	0	0
1999	144	1
2000	353	1
2001	0	0
2002	220	2
2003	14	1
2004	637	5
2005	4909	14
2006	17992	28
2007	36165	32
2008	1905	6
2009	57	3
2010	5369	12
2011	4673	9
2012	2496	7
2013	3194	5
2014	952	1

и Китая) по объемам размещения ценных бумаг [2].

В Украине в 2005 г. состоялось учредительное собрание, в ходе которого был создан Национальный комитет IPO. Деятельность последнего направлена на развитие процесса первичного публичного размещения акций украинских предприятий как на внутреннем, так и на внешних рынках капиталов.

Первой осуществившей IPO украинской компанией стала занимающаяся производством молочной продукции «Укрпродукт Групп». С 11-го по 18-е февраля 2005 г. на альтернативной площадке Лондонской фондовой биржи данная структура продала 27,21% акций, выручив за них 6 млн GBP. Упомянутые ценные бумаги купили 18 институциональных и 33 частных инвестора. На момент размещения акций «Укрпродукт Групп» ее рыночная капитализация составляла 43 млн USD, но к концу 2006 г. она упала до 32 млн USD.

В апреле 2005 г. публичное размещение акций на упомянутой ранее площадке провела украинская фирма «Cardinal Resources Inc.», занимающаяся добычей нефти и газа в западных регионах страны. Она продала 39,7% акций за 20 млн USD. Рыночная капитализация компании, составлявшая на момент размещения 54 млн USD, к концу 2015 г. упала до 41 млн USD.

«Cardinal Resources Inc.» и «Укрпродукт Групп» проводили свои презентационные мероприятия на волне роста интереса к Украине, возникшего в мире после «оранжевой революции». Они позиционировали себя как первые компании данной страны, выходящие на международный рынок ценных бумаг. Это привело к «перегреву» их акций. Когда ситуация в Украине стала вызывать разочарование мирового финансового сообщества, инвесторы начали избавляться от бумаг упомянутых компаний.

В августе 2006 г. на Варшавскую фондовую биржу вышла компания «Астарта-Киев». Она продала 20% своих акций за 30 млн USD. За следующие 6 месяцев капитализация компании выросла на несколько процентов [2].

Широкое распространение в мире практики первичного публичного размещения акций доказывает, что она является не очередной технологией привлечения капитала, а экономически выгодным и действенным способом управления финансами. Для собственников предприятий он может быть более удобным, чем банковское финансирование.

Одной из причин, побуждающих акционеров крупных предприятий получать денежные ресурсы описанным способом, а не путем испол-

зования кредитов или облигаций, является отсутствие необходимости возвращать привлекаемые средства. Иными словами, крупным отечественным экспортерам аграрной продукции, оценочные коэффициенты которых существенно понизились, осуществление IPO позволило бы привлечь значительные объемы финансовых ресурсов. Укажем, что в мировой экономике уменьшение упомянутых коэффициентов является общей тенденцией, наличие которой обусловлено глобальным экономическим кризисом.

Проведение компанией IPO следует рассматривать как ее признание третьими сторонами, являющееся одним из условий повышенного доверия инвесторов и продолжительного рыночного роста. Кроме того, публичное предложение ценных бумаг позволяет определить реальную рыночную стоимость бизнеса и его потенциал, поскольку осуществляемый на фондовой бирже листинг (размещение акций с внесением их в список котирующихся) свидетельствует о «прозрачности» компании и увеличивает ее привлекательность, в том числе и в долгосрочной перспективе.

Выход на биржу – хороший повод четко определить цели компании на ближайшие несколько лет, а также привести их в соответствие с мировыми тенденциями и ожиданиями зарубежных инвесторов. Проводимые перед IPO реструктуризация, улучшение стандартов управления и обеспечение информационной открытости позволяют собственникам компании максимально увеличить ее стоимость, что может улучшить их положение при возможном выходе из бизнеса (например в случае его продажи стратегическому инвестору).

Приведем конкретный пример. В декабре 2005 г. собственник украинской сети магазинов «Велика Кишеня» продал 10% ее акций за 27,5 млн USD. Иными словами, рыночная капитализация компании составила 275 млн USD. К настоящему времени она выросла до 775 млн USD. Это стало результатом изменения котировки акций. Основному акционеру принадлежат 88% последних, а их цена составляет 682 млн USD. Данная сумма на 150% больше той, в которую оценивалась стоимость всей сети «Велика Кишеня» ранее [2].

Рассмотрим факторы, наличие которых подталкивает предприятия к выводу своих акций на биржу.

1. Публичное предложение ценных бумаг способствует укреплению имиджа компании. Структуру, акции которой котируются на международных биржах, воспринимают как серьезного партнера, который не станет вести себя

недобросовестно по отношению к коллегам и клиентам.

2. Участие в IPO подразумевает изменение самой стратегии развития бизнеса. Основным критерием эффективности менеджмента становится рост капитализации компании, а не увеличение прибылей собственников. Отметим, что благодаря этому последние могут получить дополнительные средства в случае продажи бизнеса.

3. Отношения менеджмента с инвесторами и акционерами выходят на новый уровень. В публичной компании они тщательно регламентированы с тем, чтобы сделать руководство реально независимым и подконтрольным не отдельным лицам, а отлаженной системе управления. Поэтому собственники могут быть уверены, что менеджмент не станет организовывать бизнес внутри основного, а сотрудники аппарата управления получают гарантии того, что владельцы компании не уволят их без причины.

4. Для крупных банков соответствующая требованиям ведущих международных бирж компания (даже безотносительно к реальным котировкам ее акций) является привлекательным клиентом. В силу финансовой «прозрачности» для нее упрощаются процессы выдачи кредитов и выпуска облигаций. И наоборот, сотрудничество данной структуры с крупным международным банком, выдававшим ей кредиты или помогавшим выпускать облигации, весьма положительно скажется на ходе подготовки потенциального эмитента к IPO.

Для отечественных бизнес-структур преимуществами процесса привлечения инвестиций путем выхода на международный фондовый рынок являются:

- получение рыночной оценки, более достоверной по сравнению с проводимой внутри страны;

- доступ к внешнему фондовому рынку – капиталоемкому, эффективно организованному, готовому работать даже с небольшими компаниями, обладающему широким набором инструментов и механизмов финансирования, отвечающих целям и задачам эмитентов;

- обеспечение недостижимой на белорусском рынке ценных бумаг ликвидности акций;

- превращение последних в средство платежа. Ставшие ликвидными на престижных зарубежных площадках акции конкретной белорусской компании могут применяться в качестве залога при получении долгового финансирования, а также использоваться вместо денежных средств для приобретения иных компаний, оплаты консалтинговых и PR-услуг, поощрения среднего и высшего менеджмента. При необхо-

димости владельцы компании могут через биржевые механизмы продавать мелкие партии акций широкой массе портфельных инвесторов, обеспечивая личные потребности в свободных денежных средствах без потери контроля над бизнесом;

- обусловленное акционерным финансированием отсутствие долгового бремени и необходимости выплачивать проценты.

При проведении IPO в США количество реализуемых ценных бумаг может оказаться в 3–5 раз меньшим, чем при осуществлении данной операции на территории Европейского Союза. Первоначально владельцам компании это даст возможность привлечь значительный объем средств, сохранив при этом блокирующий пакет акций, обеспечивающий контроль над предприятием. Кроме того, продажа на рынке ценных бумаг США акций компании из иной страны означает не реализацию последних в одни руки, а распыление между акционерами, не имеющими возможности контролировать бизнес предприятия-эмитента и не стремящимися это делать.

Обеспечиваемое проведением IPO повышение статуса, кредитного рейтинга и престижа отечественной компании упростит для нее процессы налаживания коммерческих связей и привлечения заемных средств за рубежом. Там последние дешевле, чем в Республике Беларусь, и предоставляются на гораздо более длительные сроки.

Фактором, положительным для владельцев компании, получившей американский публичный статус, может стать усиление экономической безопасности за счет перевода административных, политических и страховых рисков в международную плоскость.

Для проведения IPO на Нью-Йоркской фондовой бирже (New York Stock Exchange, NYSE) компании требуется:

- показывать устойчивый рост финансовых показателей (объемов оборота, размеров активов), а также увеличивать свою долю рынка;

- иметь размер активов и/или годового оборота не менее 5–10 млн USD (оптимально – свыше 25 млн USD);

- пройти аудит по американским стандартам и иметь отчетность, подготовленную в формате GAAP (Generally Accepted Accounting Principles – соответственно общепринятым принципам бухгалтерского учета);

- осуществлять деятельность в привлекательных для аналитиков и ориентирующихся на них инвесторов секторах экономики. Высокотехнологичной компании желательно обладать экспертно подтвержденными «ноу-хау»;

иметь достаточно ликвидный баланс и не быть чрезмерно обремененной кредиторской задолженностью;

располагать квалифицированным менеджментом, обладающим долгосрочным видением стратегии развития бизнеса [3].

Подытожив вышесказанное, можно выделить следующие управленческие действия, выполняемые при реструктуризации компании путем первичного публичного размещения акций:

стратегическое планирование;

операционное управление;

распределение ресурсов и планирование их оборота;

управление рисками;

управление трудовыми ресурсами;

управление предоставляемыми данными в условиях информационной открытости [4].

Для готовых к участию в IPO структур важное значение имеет стоимость соответствующих услуг. Размещение акций на зарубежной бирже – дорогостоящий процесс. Руководство готовой к включению в него компании должно осознавать все выгоды и обязательства, связанные с продажей ценных бумаг.

Самые важные факторы, определяющие возможность и успешность IPO, зависят от структуры бизнеса предприятия-эмитента.

Для отечественных компаний существует возможность проведения IPO на российском рынке. Преимуществами данного варианта являются:

меньшая стоимость. В Российской Федерации размер издержек составит не менее 500 тыс. USD, в Евросоюзе и США – не менее 1 млн USD;

большая оперативность. Период подготовки и проведения размещения акций в Российской Федерации колеблется от 3-х–4-х до 6-ти–12-ти месяцев, на Лондонской фондовой бирже – от 7-ми–8-ми до 18-ти месяцев, на Нью-Йоркской фондовой бирже – от 10-ти–11-ти до 24-х месяцев;

менее строгие требования к документации и информационному обеспечению;

повышение узнаваемости компании или брэнда на российском рынке.

Аргументами в пользу проведения IPO в экономически развитых странах являются:

наличие там крупного инвестиционного капитала, способного обеспечить финансовую поддержку любой белорусской компании;

развитость фондового рынка, обуславливающая высокую ликвидность ценных бумаг;

наличие широкого круга инвесторов;

популяризация отечественной компании за рубежом;

возможность уменьшить издержки при дальнейшем привлечении средств на иностранном долговом рынке;

лучшая ликвидность акций компании, позволяющая использовать их при расчетных, залоговых и прочих операциях;

возможность перевода страховых рисков в международную плоскость [3].

Если целью компании является работа на международной фондовой бирже, то уже в ходе подготовки к размещению акций затраты эмитента будут значительными. Объем всех дополнительных расходов может составить 10–15% от суммы привлеченного капитала.

Серьезные затраты потребуются уже на стадии подготовки к IPO, предполагающей совершенствование организационной структуры компании (преобразование ее в «прозрачный», безукоризненный в правовом отношении холдинг), реорганизацию корпоративного управления согласно соответствующему кодексу, переход внутренних систем бухгалтерского учета и отчетности на международные стандарты и т.д.

Серьезную долю расходов (7% от общей суммы сделки) составит оплата услуг андеррайтера – юридического лица, руководящего процессами выпуска и распределения ценных бумаг. Кроме того, компания должна будет выделить фиксированную сумму на проведение аудита, оплатить услуги PR-агентства, юридических консультантов, биржи, уполномоченных советников, депозитария и регистрирующих органов.

В качестве примера приведем структуру организационных затрат при размещении пакетов акций размером в 25 млн USD и 50 млн USD на американской бирже NASDAQ. Соответствующие данные представлены в таблице 2.

Опыт, накопленный за последние годы лучшими сельскохозяйственными предприятиями Республики Беларусь, подтверждает необходимость скорейшего перехода агропромышленного комплекса страны на качественно новый уровень экономической интеграции, связанного с созданием организационно-правовых структур холдингового типа.

Согласно белорусскому законодательству, холдингом, независимо от отраслевой принадлежности, следует считать юридическое лицо любой организационно-правовой формы собственности, в состав которого входят и/или в управлении которым находятся доли (акции) в имуществе иных юридических лиц, обеспечивающие право принятия или отклонения решений, принимаемых высшими органами управления упомянутых лиц [5].

Таблица 2. Структура организационных затрат при размещении акций в электронной торговой системе NASDAQ

Параметры предложения	USD	USD
Размер эмиссии	25000000	50000000
Количество акций	5880000	5880000
Дисконт и комиссия андеррайтера <sup>1, 2</sup>	1750000	3500000
Расходы на регистрацию		
Плата SEC <sup>3</sup>	9914	19828
Плата NASD <sup>4</sup>	3375	6250
Печать брошюр <sup>1</sup>	100000	100000
Аудиторские и бухгалтерские расходы <sup>1</sup>	160000	160000
Юридические расходы <sup>1</sup>	200000	200000
Регистрация в отдельных штатах <sup>* 1</sup>	15000	15000
Прочие	34200	34200
Вступительный взнос в NASDAQ <sup>5</sup>	63725	63725
Годовой членский взнос NASDAQ <sup>6</sup>	11960	11960
Плата депозитарию и регистратору <sup>1</sup>	5000	5000
Расходы на регистрацию, всего	603174	615963
Итого	2353174	4115963

Примечания.

<sup>1</sup> Средняя цифра. Подлежит обсуждению.

<sup>2</sup> Средняя комиссия андеррайтера составляет 7% от общей суммы сделки.

<sup>3</sup> 1/29 от 1% общей суммы сделки.

<sup>4</sup> 500 USD + 0,01% от общей суммы сделки. Максимум – 30500 USD.

<sup>5</sup> Включает единовременный платеж 5000 USD из расчета 800000 акций.

<sup>6</sup> Годовой взнос. Взнос NASDAQ за 1-й год будет взиматься пропорционально месяцу листинга.

\* Только для компаний NASDAQ Small Cap Market (с малой капитализацией).

Источник: [3].

В настоящее время в Беларуси наблюдается тенденция увеличения числа отраслевых и межотраслевых производственных объединений, фактически являющихся интегрированными структурами, но не имеющих соответствующего юридического статуса. Подготовка предприятия АПК к первичному публичному размещению акций связана с совершенствованием организационной структуры, а также преобразованием компании в зарегистрированный и «прозрачный» во всех отношениях холдинг. Создание последних в агропромышленном комплексе Республики Беларусь может способствовать преобразованию убыточных хозяйств и формированию

новых организационных структур, способных успешно работать на международных фондовых рынках.

Условиями эффективной реструктуризации агропромышленного комплекса нашей страны являются:

объединение субъектов хозяйствования АПК на всех уровнях производства, осуществляемое посредством создания вертикально и горизонтально интегрированных структур;

техническое и технологическое переоснащение сельскохозяйственного производства, основанное на оптимизации структуры и состава машинно-тракторных парков хозяйств, специализирующихся на земледелии и животноводстве;

широкое внедрение в сельскохозяйственное производство прогрессивных технологий;

ускорение процесса реформирования убыточных хозяйств, в первую очередь путем создания условий для осуществления хозрасчетной деятельности и проведения приватизации [5].

Безусловно, возможность приобретения экономически несостоятельных сельскохозяйственных предприятий не вызовет особого интереса как у внутренних, так и у зарубежных инвесторов. Однако осуществляемое без тщательной экспертной оценки присоединение подобных структур к передовым хозяйствам – тоже не самый лучший вариант. Включение затратного производства в холдинг может быть оправданным в случае, если управляющая компания последнего заинтересована в сохранении специализации убыточного хозяйства и готова его докапитализировать, переоснастить и включить в свой производственный цикл.

Руководству агрохолдинга необходимо стремиться к повышению эффективности деятельности всех структурных подразделений, обеспечению бесперебойности и ритмичности их работы. Это позволит интегрированной структуре увеличить объемы предложения товаров, работ и услуг как внутри страны, так и за ее пределами.

Процесс вовлечения отечественного аграрного холдинга в практику IPO можно осуществлять в несколько этапов. Вначале акции данного объединения могут быть представлены на российском рынке ценных бумаг, а затем, после накопления опыта и улучшения экономических показателей – на лондонской или нью-йоркской фондовых биржах.

Проведение IPO – сложный и дорогостоящий процесс. Тем не менее привлечение на биржах денежных средств для отечественных аграрных производителей может оказаться более выгодным, чем кредитование или финансирование

с использованием облигаций. Стоит принять во внимание и то, что связанные с реализацией части акций затраты имеют разовый характер. Если предприятие достаточным образом подготовлено и эффективно функционирует, расходы на IPO окупятся, а затраченные усилия принесут экономическую выгоду.

В последнее время в Республике Беларусь все чаще стал обсуждаться вопрос о возможности, необходимости и целесообразности раз-

мещения ценных бумаг отечественных эмитентов на иностранных торговых площадках. Успешная реализация за рубежом акций российских и украинских компаний свидетельствует об перспективности данного направления деятельности. Полагаем, что выход белорусских аграрных предприятий на международные фондовые рынки будет способствовать их развитию и росту капитализации, а также повышению престижа экономики Республики Беларусь.

#### ИСПОЛЬЗОВАННЫЕ ИСТОЧНИКИ

1. Жудро, М. К. Первичное публичное размещение акций (IPO) как эффективный инструмент интеграционных процессов в реформированных предприятиях АПК / М. К. Жудро // Экономический рост Республики Беларусь: глобализация, инновационность, устойчивость: материалы VI междунар. науч.-практ. конф., Минск, 15–16 мая 2013 г. – Минск: Белорусский государственный экономический университет, 2013. – С. 341–342.
2. Бизнес-журнал [Электронный ресурс] / Российский IPO. – Режим доступа: <http://b-mag.ru/2014/digits/rossiyskiy-ipo/>. – Дата доступа: 20.03.2016.
3. Официальный сайт компании «Мартекс-инвест» [Электронный ресурс] / Привлечение капитала на биржевом и внебиржевом рынке. Проведение IPO. – Режим доступа: <http://martex.ru/2992>. – Дата доступа: 20.05.2016.
4. GAAP.RU [Электронный ресурс] Подготовка выхода на публичный рынок. Подготовка компании к IPO. – Режим доступа: [http://gaap.ru/articles/podgotovka\\_vykhoda\\_na\\_publichnyy\\_gynok\\_podgotovka\\_kompanii\\_k\\_ipo/](http://gaap.ru/articles/podgotovka_vykhoda_na_publichnyy_gynok_podgotovka_kompanii_k_ipo/). – Дата доступа: 25.04.2016.
5. Холдинги в системе АПК Республики Беларусь: настоящее и будущее / С. Б. Шапиро, А. И. Спринчак // Проблемы управления. – 2007. – № 4 (25). – С. 59–62.

#### РЕЗЮМЕ

Рассмотрены вопросы первичного публичного размещения акций предприятий АПК, а также требования к компаниям при проведении IPO на Нью-Йоркской фондовой бирже. Приведена структура организационных затрат при размещении акций в электронной торговой системе NASDAQ.

#### SUMMARY

The author defines the questions of the initial public offering of shares of agricultural enterprises are considered requirements for companies to carry out an IPO on the New York Stock Exchange. Also shows the structure of the organizational costs for the placement of shares in the electronic trading system of NASDAQ.

*Поступила 18.07. 2016*