

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
«ПОЛТАВСЬКА ПОЛІТЕХНІКА ІМЕНІ ЮРІЯ КОНДРАТЮКА»
НАВЧАЛЬНО-НАУКОВИЙ ІНСТИТУТ ФІНАНСІВ, ЕКОНОМІКИ ТА
МЕНЕДЖМЕНТУ
КАФЕДРА МІЖНАРОДНИХ ЕКОНОМІЧНИХ ВІДНОСИН ТА ТУРИЗМУ
Спеціальність 292 «Міжнародні економічні відносини»
Очна форма навчання, 4 курс

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА БАКАЛАВРА

на тему

«Особливості залучення капіталу транснаціональними корпораціями»

401-ФМ 17164 КРБ

Розробив студент гр. 401-ФМ

___.__.2021 р. _____ В.К. Березовський

Керівник дипломної роботи

___.__.2021 р. _____ В.А. Свічкарь

Консультанти:

___.__.2021 р. _____ І.Б. Чичкало-Кондрацька

із міжнародних економічних відносин

___.__.2021 р. _____ Н.В. Безрукова

із транснаціональних корпорацій

___.__.2021 р. _____ В.А. Свічкарь

із міжнародних фінансів

Робота допущена до захисту:

Завідувач кафедри міжнародних економічних відносин
та туризму

___.__.2021 р. _____ І.Б. Чичкало-Кондрацька

Полтава 2021

ЗМІСТ

Вступ	4
Розділ 1. Теоретичні аспекти залучення капіталу транснаціональними корпораціями	6
1.1. Роль та співвідношення внутрішніх та зовнішніх джерел	6
1.2. Залучення капіталу шляхом розміщення корпоративних цінних паперів	12
Розділ 2. Роль початкового розміщення акцій в формуванні капіталу ТНК	25
2.1. Сутність та тенденції проведення початкової публічної пропозиції акцій емітентами	25
2.2. Особливості початкового розміщення акцій холдингу «Astarta Holding N.V.»	37
Розділ 3. Перспективи збільшення обсягів початкового залучення капіталу українськими емітентами	50
3.1. Використання переваг Варшавської фондової біржі в сучасних умовах	50
3.2. Покращення організації відносин з інвесторами у ході і після початкового розміщення	60
Висновки	67
Список використаних джерел	72
Додатки	79

ВСТУП

Для сучасної світової економіки з її процесами глобалізації характерна значна концентрація капіталів, розмитість економічних кордонів країн та прискорене формування єдиного загальносвітового ринку. Залучення капіталу корпораціями в сучасних умовах стає важливим напрямком стратегії управління підприємством і забезпечення його конкурентоспроможності. Від достатності капіталу для розвитку бізнесу залежить здатність корпорацій створювати та утримувати конкурентні переваги. Особливе значення має етап початкового розміщення акцій. Початкове розміщення акцій, як правило, здійснюється на провідних біржах світу і потребує ретельної підготовки. Для емітентів з України початкове розміщення означає отримання додаткового фінансування за більш доступними відсотками, що значно стимулює розвиток бізнесу.

В сучасних умовах відбувається зміна філософії вітчизняного бізнесу і зародження нових компаній, і тому необхідно застосовувати світовий досвід залучення капіталу корпораціями, які успішно залучають капітал на зовнішніх ринках. В поточний період, емітенти країн з розвинутою економікою, українські емітенти шукають нові довгострокові й ефективні джерела фінансування і зацікавлені в публічних розміщеннях. Вивченню природи міжнародного руху капіталу та його сегментів світова економічна література приділяє значну увагу.

Свій внесок у розробку даної проблематики зробили видатні західні економісти Д. Михайлов, Р. Брейлі, Д. Ван Хорн. Зі створенням на початку 90-х років минулого століття українського фінансового ринку, з'явилися й дослідження вітчизняних науковців – І. Бланка, О. Рогача, В. Суторміної, В. Мозгового та інших.

Метою дослідження є виявлення тенденцій залучення капіталу транснаціональними корпораціями та особливостей початкового розміщення акцій у сучасних економічних умовах.

Для досягнення зазначеної мети було поставлено й вирішено такі завдання:

- дослідити роль та співвідношення внутрішніх та зовнішніх джерел;
- дослідити залучення капіталу шляхом розміщення корпоративних цінних паперів;
- окреслити сутність та тенденції проведення початкової публічної пропозиції акцій емітентами;
- дослідити особливості розміщення акцій холдингу «Astarta Holding N.V.»;
- окреслити використання переваг Варшавської фондової біржі в сучасних умовах;
- дослідити покращення організації відносин з інвесторами у ході і після початкового розміщення.

Об'єктом дослідження є залучення капіталу у сучасних умовах глобального фінансового ринку.

Предметом дослідження є аналіз особливостей залучення капіталу транснаціональними корпораціями.

Методи дослідження. Для досягнення мети та вирішення завдань дослідження було використано такі загальнонаукові методи: загальнонаукові та спеціальні методи наукового пізнання, методи теоретичних досліджень, синтез, аналіз, табличний та графічний методи.

Інформаційною базою дослідження є наукові праці вітчизняних та зарубіжних авторів, законодавчі та нормативні акти України, монографії, збірники наукових праць, спеціальна періодична література, статті, дані звітності компаній, а також інтернет-джерела.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ ТРАНСНАЦІОНАЛЬНИМИ КОРПОРАЦІЯМИ

1.1. Роль та співвідношення внутрішніх та зовнішніх джерел

Незалежно від галузі виробництва, корпорації у процесі своєї діяльності формують фінансові ресурси для забезпечення виробничої функції, вступають у грошові відносини з іншими учасниками ринкових відносин, діють з метою отримання прибутку і забезпечення добробуту своїх акціонерів. Корпорації за своєю суттю забезпечують значну централізацію фінансових ресурсів. Корпорації створюються засновниками, які є співвласниками і спільно формують капітал, при цьому особливістю є обмежена відповідальність засновників. Поєднання принципу обмеженої відповідальності з високою централізацією ресурсів стало головними перевагами корпоративної форми власності.

Розглянемо інструменти залучення капіталу. Акція як головний інструмент власності є формою залучення капіталу, отримання доходу при певному контролі над управлінням. Акціонерне товариство як форма ведення бізнесу створила умови для розвитку більшості провідних галузей економіки. Це підтверджується тим фактом, що, наприклад, в США корпорації становлять 17 % усіх фірм, проте створюють 80 % реалізованої продукції [54].

Проаналізуємо основні форми залучення капіталу корпорації, вважаючи на те, що рух фінансів господарських суб'єктів відбувається безперебійно. Акціонерне товариство формує свої грошові фонди за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел. Внутрішні джерела капіталу формуються за рахунок грошових потоків від поточної підприємницької діяльності, а також від продажу частини активів.

В свою чергу, зовнішні фонди корпорація залучає через випуск облігацій,

позичок у кредитних установах і збільшення акціонерного капіталу.

Співвідношення між ними визначається економічними і фінансовими завданнями кожної конкретної корпорації, у кожний конкретний для неї час. Постійно відбувається рух фондів і перетворення їх у джерела покриття витрат корпорації (рис. 1.1).

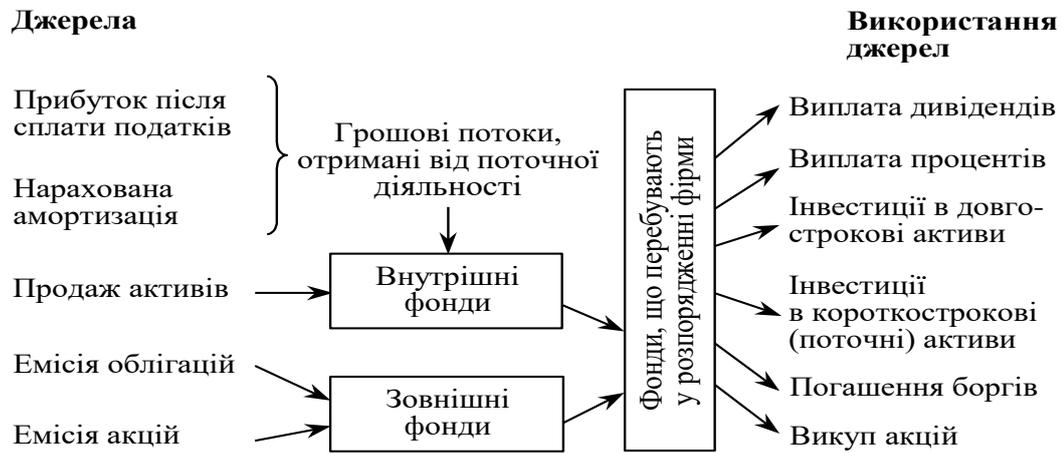


Рис. 1.1. Формування капіталу корпорації та його розподіл [65]

Внутрішні фонди можуть поповнюватися за рахунок продажу активів. У цьому разі надходження матимуть епізодичний, випадковий характер.

Фінансовий стан корпорації доцільно аналізувати, використовуючи поняття вартісного циклу. На думку американських економістів, оборот капіталу можна розділити на сім стадій циклу, для ґрунтовного аналізу використовується поняття «вартісний цикл», яке описує рух фінансів корпорації у процесі створення нової якості конкурентоспроможності.

Першою стадією вартісного циклу є початкова конкурентна позиція. Вона є точкою відліку, своєрідною точкою опори корпорації (рис. 1.2).



Рис. 1.2. Схема вартісного циклу капіталу корпорації [65]

Конкурентна позиція кожної конкретної транснаціональної корпорації показує її місце на ринку даного товару чи товарної групи. Вона визначає за якими цінами корпорація реалізує свою продукцію, обсяги збуту. Конкурентна позиція визначає другу стадію вартісного циклу, а саме прибутковість корпорації. Чим успішніше корпорація конкурує на ринку збуту, чим більший попит на її товари і послуги, тим вища норма прибутку на вкладений капітал. Прибутковість корпорації визначає дуже важливу третю стадію циклу, що полягає у формуванні внутрішнього грошового потоку. Він утворюється із суми прибутку після сплати податків, нарахованої амортизації на основні фонди та інших надходжень. Чим вища прибутковість корпорації, тим більша сума внутрішнього грошового потоку за інших рівних умов.

Слід зазначити, що показники норми прибутку і суми внутрішнього грошового потоку визначають четверту стадію циклу, а саме ринкову ціну цінних паперів корпорації, що обертаються на фінансовому ринку. Чим вища прибутковість і більші суми внутрішніх грошових потоків, тим вищі дивіденди і прибуток на одну акцію і тим вищий попит на акції. Інвестори фінансового ринку, як фізичні так і юридичні особи, що бажають вкласти свої гроші в корпоративні цінні папери, цікавляться не стільки конкурентною позицією, скільки її результатами-доходами, які вони отримують на вкладений капітал.

В свою чергу, оцінка корпоративних паперів, що утворюється на фінансовому ринку під впливом попиту і пропозиції, визначає особливості п'ятої стадії циклу, а саме формування зовнішніх джерел фінансування. Можливість доступу до фінансового ринку означає можливість розміщення нових випусків цінних паперів.

Шоста стадія вартісного циклу полягає у формуванні загальної суми інвестиційних фондів, що утворюються як із зовнішніх, так і з внутрішніх джерел.

І, нарешті, сьома остання стадія полягає у формуванні ресурсів корпорації для зміцнення конкурентної позиції. На цьому вартісний цикл закінчується, і все починається спочатку на новій стадії конкурентної позиції: або поліпшеній, до чого завжди прагнуть корпорації, або на погіршеній внаслідок об'єктивних

чи суб'єктивних обставин. Розвиток вартісного циклу відбувається по спіралі (рис 1.3). Якщо фірма успішно здійснює свою фінансову й інвестиційну політику, то вартісний цикл розвивається по висхідній лінії. У разі невдач, втрат, збитків він рухається по спадній лінії. Тому основною метою фінансової й інвестиційної політики корпорації є розробка таких рішень, які б забезпечили підвищувальну тенденцію в розвитку вартісного циклу. Коли розвиток спіралі вартісного циклу відбувається за висхідним варіантом, сьома стадія веде до поліпшення конкурентної позиції фірми. Це означає, що фірма або розширила ринки збуту і потіснила своїх конкурентів, або знизила витрати виробництва і в такий спосіб підвищила прибутковість, або виробила принципово новий товар і, отже, створила нові ринки.

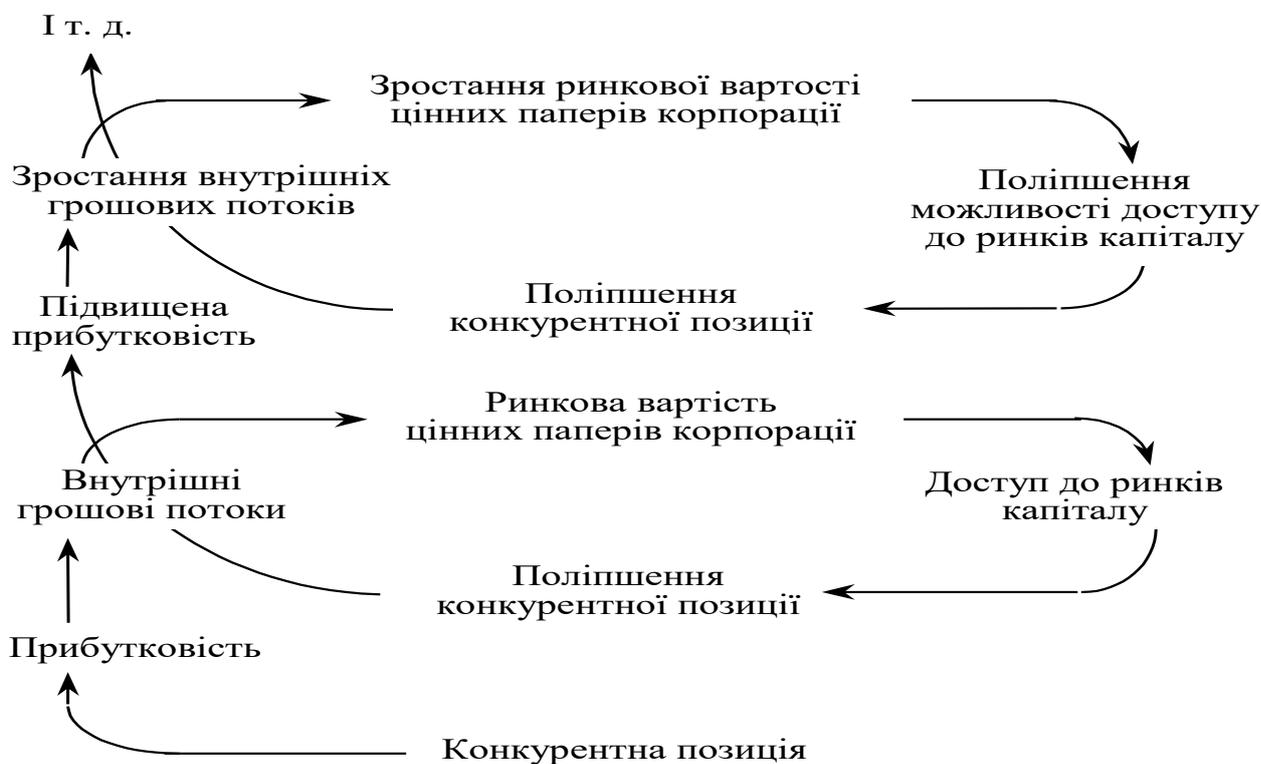


Рис. 1.3. Спіраль вартісного циклу капіталу корпорації [65]

Формування внутрішніх та зовнішніх фінансових фондів, управління грошовим потоком є головними функціями фінансового менеджменту. При цьому слід враховувати, що фінанси фірм тісно пов'язано зі складовими фінансової системи кожної країни, а в останні двадцять років, в період бурхливого розвитку міжнародних фінансових відносин, з системою

міжнародних фінансів. Фірми ведуть свою фінансову діяльність у складному навколишньому середовищі. Фінанси фірм є мікрорівнем фінансової системи держави, державні фінанси її макрорівнем. Фінансове навколишнє середовище узагальнено можна описати як складну систему формування попиту та пропозиції на фінансові ресурси, а саме рух процентних ставок, котирування цінних паперів, валютні курси.

Можна стверджувати, що значна відкритість фінансів корпорацій по відношенню до фінансового навколишнього середовища є наслідком того, що всі учасники ринку діють у власних інтересах, приймають рішення самостійно. Невизначеність фінансового середовища є об'єктивною реальністю. Прийняття управлінських рішень у галузі фінансів, врахування ризиків, пов'язаних з фінансовим середовищем дозволяє більш продуктивно формувати та використовувати внутрішні та зовнішні джерела.

У зв'язку з тим, що корпорація залучає кошти з фінансового ринку, важливо розглянути гіпотезу ефективного фінансового ринку. Суть гіпотези полягає в тому, що ефективним вважається фінансовий ринок, який одержав всю інформацію про діяльність корпорації, яка залучає ресурси. Гіпотеза вважає, що ризики інвестування зростають в тій мірі, в якій інвестор може мати недостатню або неправдиву інформацію. Дана гіпотеза, найбільш повно відображає сутність відносин між інвестором та корпорацією, хоча в останній час зростає роль теорії асиметричної інформації.

За даною гіпотезою ефективного ринку розрізняють три форми ринкової ефективності відповідно до отриманої інформації. Ринок має слабку форму ефективності, якщо має місце інформація про минулі ціни фондового ринку. Ринок вважається ринком середньої форми ефективності, якщо всі інвестори мають доступ до публічної інформації, і ця публічна інформація є адекватною. Третя вища форма ефективності заснована на всій інформації, як публічній, так і приватній. Ефективний ринок відображає ідеальну модель ринку, яка працює в реальному світі. Теорія асиметричної інформації стосовно ринку капіталів стверджує, що вищі менеджери, в тому числі фінансові мають значно більше інформації про стан компанії, ніж інвестори-акціонери. Асиметричність

інформації є об'єктивністю. Інвестиційна мотивація може знижуватися, якщо ринок буде працювати в умовах недостатньої інформації.

В свою чергу, середня форма ефективності має місце, якщо існує обов'язкове розкриття інформації, в фінансовій звітності емітентів. З фінансових звітів інвестор може отримати інформацію про активи та пасиви, рух грошових коштів, доходи та збитки, зміни у капіталі. Регламентація фінансової звітності, яка застосовується у більшості країн світу, спрямована саме на забезпечення надійної і ґрунтовної інформації про економічну і фінансову діяльність фірм. Особливо детально визначається надання звітності корпораціями-емітентами.

В умовах сучасного фінансового ринку транснаціональна корпорація повинна не тільки оприлюднювати звітність, але обов'язково проходити аудиторські перевірки. Щорічна звітність корпорації включає в себе чотири обов'язкові форми та текстову частину, в якій пояснюються всі події, що вплинули на фінансові показники. Усі форми фінансової звітності пов'язані між собою і доповнюють одна одну. Активи балансу показують, якими ресурсами володіє корпорація, пасиви розкривають джерела формувань активів, розкривається інформація щодо власного капіталі та боргових зобов'язань. Вартість активів в балансі корпорації має надавати інформацію про реальну вартість.

Так, найбільш вживаною є оцінка активів за ринковою вартістю. Звіт про прибуток та збитки показує результат підприємницької діяльності. Підсумковим рядком звіту про прибуток є чистий прибуток акціонерів, власників звичайних акцій. Звіт про рух грошових потоків показує зміни, що відбулись у фінансовій позиції корпорації. З цією метою зіставляються джерела і використання коштів протягом року. Аналізується три потоки: від операційної діяльності; інвестиційної діяльності; фінансової діяльності. Грошові потоки від фінансової діяльності показують рух фінансових фондів корпорації, а саме емісії акцій, облігацій, викуп власних цінних паперів, сплату дивідендів.

Форма звітності про зміни у власному капіталі показує зміни в вартості

звичайних акцій. Таким чином, інвестору забезпечується доступ до базової інформації, яка впливає на його інвестиційні рішення. Публічна інформація міститься також в загальнодоступних доповідях, аналітичних звітах. Така інформація дає можливість певною мірою передбачити розвиток ділового циклу, на підставі чого можна спрогнозувати також тенденції фондового ринку і визначити стратегію. З урахуванням гіпотез ефективного ринку та асиметричної інформації в більшості країн відбувається постійне удосконалення систем контролю за розкриттям інформації для того, щоб залучення зовнішніх фондів корпорацій відбувалося ефективно.

Таким чином, ми можемо зробити висновок, що корпорації мають можливість швидко залучати капітал, необхідний для забезпечення процесу виробництва у формі випуску цінних паперів, що значно посилює їх конкурентоспроможність. Внутрішні фонди можуть поповнюватися за рахунок продажу активів. У цьому разі надходження матимуть епізодичний, випадковий характер. Зовнішні фонди корпорація залучає через випуск облігацій, позик у кредитних установах і збільшення акціонерного капіталу.

В кінцевому підсумку, корпорація підвищує прибутковість, збільшує внутрішні грошові потоки, сприяє подальшому зростанню ринкової вартості випущених цінних паперів, поліпшує можливості доступу корпорації на фінансові ринки і до поліпшення позиції корпорації в конкурентній боротьбі за ринки збуту.

1.2. Залучення капіталу шляхом розміщення корпоративних цінних паперів

Корпорації, як вже відзначалося, мають складну структуру капіталу. Випуск акцій обов'язково здійснюється на початковій стадії діяльності корпорації, випуск боргових довгострокових зобов'язань у формі облігацій

здійснюється упродовж всього періоду діяльності корпорації, додаткові емісії акцій відбуваються в залежності від рішення власників корпорації.

З юридичної точки зору, випуск акцій означає право на частину доходу, не гарантовану однозначно, а випуск облігації є зобов'язанням виплатити не тільки дохід, але й основну суму, номінал облігації. Акції розглядаються як інструменти власності, облігації як інструменти боргу. Корпорація не має зобов'язання викупити акції у акціонерів і таким чином повертати їм вкладення, акція вважається безстроковим вкладенням. Облігація завжди має термін свого випуску, ставку процента, який виплачується інвестору з визначеною періодичністю та номінал, який корпорація повертає власнику облігації.

Звичайні акції не мають фіксованого дивіденду, він залежить від прибутковості корпорації. Привілейовані акції є цінними паперами з фіксованим доходом, розмір дивіденду визначається у момент випуску акцій. Компоненти капіталу містять елементи з різною процентною ставкою. Дуже важливо знати яку ціну має капітал корпорації, якщо кожний з його елементів має свою вартість. Для цього розраховують показник середньозваженої вартості капіталу на основі співвідношення вартості і питомої ваги кожного елементу капіталу. Оцінка вартості кожного елементу капіталу ґрунтується на економічній ролі елементу.

В цьому сенсі, важливо аналізувати показник середньозваженої вартості капіталу, тобто процентну ставку, яку сплачує корпорація за використання всього капіталу, з урахуванням структури капіталу. Вартість капіталу, або ціна, яку платить корпорація за користування капіталом є функція ризиків різних типів, врахування яких дозволяє сформувати оптимальну ціну залучення капіталу.

Як правило, в ціні капіталу враховується інфляційний ризик, ризик дефолту, ризик ліквідності. Чим вища ліквідність цінного папера, тим нижчою може бути дохідність. Також враховують ризик, пов'язаний з терміном існування зобов'язання, чим довший термін використання капіталу, тим вищою є премія за ризик. Для того, щоб сформувати структуру капіталу без підвищеного ризику боргового навантаження, використовують наступні

підходи до управління боргом:

1) коефіцієнти співвідношення позичкового і сукупного капіталу, тобто частка боргу мають бути контрольованими ;

2) коефіцієнт покриття процентних платежів за боргом прибутком не повинен знижуватися.

Оптимальною вважається структура, яка забезпечує найбільшу ринкову вартість фірми. Структура капіталу, яка формується корпораціями, характеризується певними тенденціями в рамках галузей економіки. Згідно з дослідженнями, у галузях з високою рентабельністю, наприклад, фармацевтичній, автомобільній та електронній галузях промисловості процент боргу низький, у структурі переважає капітал, оплачений звичайними акціями.

Структура капіталу в роздрібній торгівлі характеризується високою часткою як короткострокового боргу для фінансування товарних запасів, так і довгострокового для фінансування будівництва торгівельних площ. Відповідно, найвищий коефіцієнт кратності покриття процентів прибутком має також фармацевтична галузь [65].

Причина використання у якості зовнішніх залучень цінних паперів, полягає в тому, що вартість залучення є нижчою в порівнянні з іншими формами, наприклад, кредитом. Корпорації на ринку капіталів є нетто-позичальниками. Саме тому операції на ринках цінних паперів обчислюються трильйонами грошових одиниць.

Слід зазначити, що процедура первинного розміщення здійснюється згідно з законодавством та традиціями країни. Первинне розміщення базується на двох методах: публічному, або відкритому розміщенні і приватному, або закритому розміщенні. Особливість публічного розміщення полягає в тому, що цінні папери продаються необмеженій кількості учасників. За приватного розміщення цінних паперів весь випуск розміщується серед закритого списку інвесторів.

В процедурі публічного розміщення акцій важливу роль грає державний орган контролю за розміщенням, на прикладі США – Комісія з цінних паперів та бірж. Комісія вимагає від емітента докладну інформацію про його

фінансовий стан та емісію. Комісія перевіряє проспект емісії, зміст якого визначається вимогами Комісії. Після отримання рішення Комісії про реєстрацію, емітент має право оголосити в пресі про випуск цінних паперів. У зв'язку з тим, що реєстрація випуску цінних паперів вимагає часу, наприклад, в США було введено правило, згідно з яким можна пройти реєстрацію і використовувати дозвіл на емісію упродовж двох років [65].

Використання приватного розміщення корпоративних цінних паперів дозволяє спростити процедуру, уникнути реєстрації випуску і таким чином не розголошувати інформацію, яка вимагається в проспекті емісії, але попит на акції при закритому розміщенні значно менший. Попит на акції при закритому розміщенні значно менший, інвестор сприймає такий спосіб розміщення як більш ризиковий.

Отже, проаналізуємо відмінності в процедурах емісії акцій та облігацій. Згідно з світовою практикою, корпорації надають активи в забезпечення облігацій і створюють спеціальні фонди процентних платежів. Якщо корпорація буде нездатна сплачувати доходи по облігаціям, або погасити номінал облігації, інвестори мають право накладати заборону на заставу і продати її. В процедуру випуску облігацій обов'язково входить призначення платіжного агенту емісії та довіреної особи інвесторів. Платіжний агент – це банк, уповноважений емітентом виплачувати відсотки власникам облігацій і робити погашення основної суми наприкінці терміну. Довірена особа представляє інтереси, діє від їх імені і у випадку порушення погашення виконує всі дії зі стягнення боргу, в тому числі накладає арешт на майно емітента.

В сучасних умовах фінансового ринку для підвищення надійності вкладень у боргові цінні папери використовуються рейтингові оцінки якості цінних паперів. Визначення рейтингу є важливим етапом процедури розміщення облігацій. Рейтинг як незалежна експертна оцінка кредитоспроможності емітента впливає на умови і процентну ставку, обсяг попиту на цінні папери. Рейтинг показує ступінь ризику невиконання зобов'язань. Наявність кредитного

рейтингу дозволяє інвесторам вимірювати як кредитну надійність самого емітента, так і надійність випущених ним цінних паперів.

Зараз використовуються дві основні категорії рейтингів: інвестиційні і спекулятивні. Інвестиційний рейтинг свідчить про високий ступінь надійності, що обумовлює низький ступінь прибутковості облігацій, а спекулятивний рейтинг, навпаки, про незначний ступінь надійності, але високий рівень прибутковості. Премія за ризик зростає в міру зниження якості облігації.

Є два ринки, де відбувається обіг цінних паперів. Продаж та обіг цінних паперів корпорацій відбуваються на біржовому та позабіржовому ринках цінних паперів. Біржі визначають власні вимоги до корпорацій, що бажають котирувати свої цінні папери.

Так, процедура лістингу означає внесення цінних паперів у біржовий список цінних паперів для офіційної торгівлі на біржі. Більшість корпорацій ставлять за мету пройти біржовий лістинг і обертати свої цінні папери на біржі, щоб розширити коло потенційних інвесторів. Як показала практика, котирування акцій емітента впливає на його можливість розміщення як акцій, так і облігацій. Інвестори вважають цінні папери, які котируються на провідних біржах надійними і менш ризикованими, і тому котирування цінних паперів є необхідною умовою, якщо корпорація здійснює великі емісії.

Розглянемо тенденції у емісії цінних паперів корпорацій на прикладі корпорацій США у період з 2005 року по 2019 рік, п'ятнадцятирічна динаміка дозволить зробити висновки щодо ролі цінних паперів в фінансуванні розвитку провідних корпорацій. Для цього в першу чергу проаналізуємо обсяги емісій (табл. 1.1). Значне зменшення нових емісій відбулося в 2014 році до 583,1 млрд. доларів США порівняно з 769,1 млрд. доларів США у 2013 році. До рівня 2014 року емісії піднялися тільки в 2017 році і становили 782,3 млрд. доларів США. У 2018 і 2019 рр. у черговий раз нові емісії значно скоротилися. В цей період в емісіях корпорацій переважали випуски боргових інструментів. Максимальна частка облігацій спостерігалася в 2009 р. – 87,8 %, мінімальна – у 2019 р. – 74,0 %.

Таблиця 1.1

Нові емісії цінних паперів корпорацій США у 2005-2019 рр. [65]

Показник	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Цінні папери, млрд. доларів США	239,2	329,1	465,2	559,4	769,1	583,1	673,7	669,2	782,3	1184,7	1165,3	1091,1
У % до ВВП	6,0	6,0	7,0	10,9	12,1	8,6	9,3	10,2	10,0	13,5	12,5	11,0
З них:												
облігації, %	85,2	87,8	83,7	84,2	84,1	85,4	85,1	82,2	82,1	84,6	80,8	74,0
акції, %	14,8	12,2	16,3	15,8	15,9	14,6	14,9	17,8	17,9	15,4	19,2	26,0

Збільшення частки боргових інструментів пояснюється політикою корпорацій щодо формування структури капіталу. Випуск акцій у цей період використовувався як виняток, наприклад у періоди активізації злиття і поглинань.

На підставі наведеної інформації можна бачити, що проявлялася загальна довгострокова тенденція зростання емісій як в абсолютних поточних цінах, так і відносно ВВП, хоча розвиток відбувався нерівномірно в залежності від темпів економічного зростання економіки.

Проаналізуємо світові тенденції в розміщенні цінних паперів. Початок останнього десятиліття характеризувався значним економічним зростанням, збільшенням обсягів емісій, мали місце швидкі темпи ринкової капіталізації акцій національних компаній провідних економік світу. За 2011–2017 рр. у Північній Америці капіталізація зросла майже в 5 разів, у країнах ЄС – більше ніж у 3 рази. Проте з 2018 р. починається економічна криза, що негайно відбилося на капіталізації акцій – у всіх регіонах світу вона стрімко падає.

Зниження капіталізації починається з 2018 року, коли на всіх найбільших фондових біржах світу відбулося падіння акцій. Капіталізація на провідних майданчиках фондових біржах світу за один рік з 2017 по 2018 рік значно зменшилася (табл. 1.2).

Ринкова капіталізація акцій національних корпорацій на
найбільших фондових біржах світу
у 2014–2019 рр., млрд. доларів США [58]

Фондова біржа	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Нью-йоркська фондова біржа	15421	15650	9208	11837	13394	14343
2. Насдак	3865	4013	2396	3239	3889	4025
3. Токійська фондова біржа	4614	2161	2440	3306	3827	4128
4. Лондонська фондова біржа	3740	5851	1868	3453	3613	3904

Капіталізація акцій характеризується високою концентрацією на 10 найбільших фондових біржах світу, що свідчить про концентрацію акціонерного капіталу в країнах Північної Америки і Європейського Союзу. Фондові біржі організують торгівлю акціями найбільших, транснаціональних корпорацій. Пройти лістинг, тобто одержати право на допуск акцій корпорації до біржових котирувань, досить складно через високі вимоги. Число корпорацій, що пройшли лістинг на найбільших біржах, свідчить про нерівномірність. Найбільше число лістингових корпорацій на НАСДАК, Нью-йоркській, Токійській, Лондонській фондових біржах. Під впливом кризи списки корпорацій скорочуються, що особливо помітно в діяльності НАСДАК. Деякі корпорації проходять лістинг на кількох біржах.

Слід зазначити, що в той же час, вихід із кризи супроводжується новими інвестиціями в нові технології, що показує зростання вартості акцій Apple, або проведення початкового розміщення акцій компанією Facebook. В кризові роки відбувається вартісне скорочення торгівлі акціями, тоді як кількість угод і проданих акцій збільшується, тобто біржа працює інтенсивніше.

Так, найбільші світові фондові біржі організують торгівлю акціями не тільки національних, а й іноземних корпорацій. Лідерство з торгівлі акціями іноземних корпорацій традиційно належить Лондонській фондовій біржі. Протягом десятиліть більш як половина проданих акцій емітована іноземними корпораціями, що підтверджує значення Лондона як світового фінансового центру. Нью-Йоркська фондова біржа також є значними організаторами світової торгівлі акціями. Що стосується інших великих бірж, то торгівля

іноземними акціями становить незначну частину їхніх операцій, проте кожна з них надає свої торгові майданчики для іноземних акцій, тобто також бере участь у світовій торгівлі акціями.

В свою чергу, ринок корпоративних облігацій має свою особливість. Вона полягає в тому, що це, в основному, ринок позабіржовий. Корпоративні облігації обертаються і на фондових біржах, проте порівняно з акціями їх оборот дуже малий. Крім корпоративних, на фондових біржах обертаються також державні й іноземні облігації. При цьому слід зазначити, що всі облігації, що обертаються, є лістинговими. Показник ринкової вартості лістингових облігацій не можна назвати капіталізацією, тому що облігація – це зобов'язання сплачувати за боргами і відсотками, вона не може бути капіталізована як акція, але поточну вартість цих боргів можна оцінити. В обігу облігацій проявилася та сама загальна тенденція, що й у разі капіталізації акцій, зниження ринкової оцінки облігацій обумовлене спадом економічної активності.

В сучасних умовах під впливом важливості залучення капіталу на фінансових ринках, були створені альтернативні майданчики бірж з метою фінансової підтримки дрібних і середніх корпорацій, розмір капіталу яких не дає змоги ввійти в основний лістинг бірж. У період світової фінансової кризи більшість більш посилили лістингові вимоги.

Як було зазначено вище, в сучасній термінології світового фондового ринку лістинг означає допуск цінних паперів до обігу і котирування на фондовій біржі з наступною процедурою підтримки лістингу, тобто підтримки біржового курсу цінних паперів. Біржі самі встановлюють правила для компаній-емітентів, які виявили бажання включити свої акції до біржового списку, тому на кожній біржі існує своя технологія допуску цінних паперів до котирування. Наприклад, щоб акції корпорації були прийняті до котирування на Нью-Йоркській фондовій біржі, вона повинна відповідати визначеним вимогам. Частина з них стосується кількісних показників діяльності корпорації. Регламентуються величина активів. Визначаються вимоги прибутковості, корпорація повинна мати прибуток за останній балансовий рік, за кожний рік з двох попередніх останньому балансовому року не менше 2,5 млн. доларів

США, або сумарний прибуток за останні три роки не менше 6,5 млн. доларів США, і кожний рік повинен бути прибутковим. Визначається кількість випущених в обіг акцій, зокрема не менше 1,1 млн. штук, також визначається кількість акціонерів, які володіють не менш ніж 100 акціями. Але й цього недостатньо, і корпорація, яка відповідає всім кількісним вимогам, автоматично не включається в лістинг. Корпорація повинна представити статут емітента, проспект емісії. Лістинг вимагає оплати послуг біржі. Природно, що на матеріальні витрати ідуть емітенти, фінансове становище яких достатньо стійке. Можна сказати, що сьогодні у світовій індустрії фондових бірж фактично існують дві протилежні тенденції підходів до лістингових вимог. Більшість розвинених країн в останні роки значно посилили регулювання публічних компаній. Прикладами є прийняття Закону Сербейнса-Окслі у США, численні аспекти Директиви ЄС «Про ринки фінансових інструментів» [76].

В умовах сучасного фінансового ринку спостерігається поступове збільшення та посилення вимог фондових бірж до лістингових компаній, у тому числі щодо відповідності нормам корпоративного управління і стандартам розкриття інформації. Такий підхід пояснюється насамперед необхідністю захисту прав інвесторів. Тобто регулювання спрямоване на забезпечення торгів на організованому ринку цінними паперами, діяльність емітентів яких жорстко контролюється з метою мінімізації ризиків інвесторів, пов'язаних із неефективним управлінням компанією або неоперативним оприлюдненням інформації щодо її діяльності.

В той же час, на створених альтернативних майданчиках, вводяться найбільш лояльні умови для допуску до лістингів інноваційних, іноземних, малих та середніх компаній, стартапів. Статистика свідчить про факти, коли навіть досить відомі компанії починають уникати суворого регуляторного навантаження та переходити з основних площадок фондових бірж на альтернативні. Така суперечливість є цілком зрозумілою, тому що лістингові вимоги є одним з найбільш важливих структурних функцій фондових бірж. Метою поточного періоду є забезпечення максимальної доступності корпорацій до джерел капіталу за умови забезпечення балансу інтересів інвесторів.

Підвищена жорсткість критеріїв лістингу на біржах ринків, що розвиваються, далеко не завжди означає високу ефективність цих критеріїв. По оцінці компанії Wilshire Consulting, що проводила оцінку оптимальності критеріїв лістингу за замовленням американської пенсійної програми CalPERS для визначення переліку країн, в акції яких дозволені інвестиції пенсійних резервів, найбільш ефективними критеріями лістингу на ринках, що розвиваються, є критерії лістингу Тайваню та Філіппін, на біржах яких кількість допущених до торгівлі акцій національних компаній досить велика [76].

Як вже відзначалося, із способів залучення капіталу є початкова публічна пропозиція акцій, (Initial Public Offering -IPO), тобто пропозиція придбати акції, які вперше пропонуються зацікавленим інвесторам. Початкове розміщення вважається сьогодні одним з найважливіших механізмів на ринках капіталу. Це одночасно і канал для отримання молодими компаніями нового капіталу, і спосіб для інвесторів отримати доходи від інвестицій. Саме тому, наприклад, шляхом проведення початкової публічної пропозиції американські компанії залучили 500 млрд. доларів США [39].

Треба відзначити, що загальна вартість первинних лістингів у Європі зросла в останньому кварталі 2019 року в чотири рази в порівнянні з попереднім кварталом, при цьому лідируючі позиції посідає Лондонська фондова біржа. За останній квартал у Лондоні було проведено 49 з 130 європейських лістингів. Найбільшою угодою в 4-му кварталі став подвійний лістинг Enel Green Power, який провів залучення на суму 2,3 млрд. євро на біржах Італії та Іспанії.

В свою чергу, скандинавські фондові біржі стали місцем проведення двох угод, кожна з яких перевищила 1 млрд. євро, а на Лондонській біржі найбільшим за вартістю лістингом став вихід на ринки капіталу медійної компанії Mail.ru Group, у ході якого вдалося залучити 669 млн. євро.

Незважаючи на відзначене поліпшення показників біржової активності та збільшення суми залучених коштів, Європа вже третій рік поспіль посідає лише третє місце у світі, пропустивши вперед «Великий Китай» – КНР і Тайвань, які в сукупності залучили 98 млрд. євро, а також США з обсягом коштів у сумі 30

млрд. євро.

Що стосується США, то обійти Європу за загальним показником залучених коштів їм вдалося за рахунок угоди на суму 11,6 млрд. євро, здійсненої General Motors.

На всіх фондових біржах КНР і Тайваню було відзначено високу активність, а найпомітнішими подіями стали дві угоди, здійснені AIA на суму 12,8 млрд. євро і Agricultural Bank of China на суму 15 млрд. євро.

В 2019 році Гонконг став привабливим фондовим ринком для проведення міжнародних лістингів. Інвесторів найбільше цікавили компанії-виробники високоякісних товарів відомих торговельних марок, а також компанії, що мають стабільні ринкові зв'язки з КНР.

У відповідності з даними Thomson Reuters, за 9 місяців 2019 року обсяг початкової публічної пропозиції в світі знизився на 6,7 %, але у глобальному масштабі IPO-активність збільшилася завдяки збільшенню кількості розміщень. У 2019 році китайські біржі зберегли і зміцнили лідерство з початкової публічної пропозиції. Обсяг первинних розміщень на біржах Гонконгу, Шенженя і Шанхаю становив 73 млрд. доларів США - майже вдвічі більше, ніж на NYSE і Nasdaq разом узятих, за підрахунками компанії Dealogic.

Гонконгська біржа утримує перше місце за обсягом початкової публічної пропозиції вже третій рік поспіль – це ознака глобального зсуву фінансових потоків із Заходу на Схід. У 2019 році показник Китаю знизився більш ніж удвічі, а США – тільки на 6 %, але незважаючи на це Гонконгська біржа утримала лідерство з 30,9 млрд. доларів первинної публічної пропозиції.

На другому місці NYSE з 30,7 млрд. доларів США, на третьому – LSE з 18 млрд. доларів США. До недавнього часу на китайські біржі приходило мало іноземних компаній, але з розвитком кризи в Європі в Азію прийшли такі гранди, як Prada, Glencore і Samsonite [30]. Оптимістичний тон задають США, де початкова публічна пропозиція раніше в основному проводилася для реструктуризації бізнесу та боргів у фінансовому секторі, то наразі кошти від розміщених ресурсів спрямовуються на бізнес – активність емітентів.

На даний час відбуваються розміщення, дуже значні за обсягом. Наприклад, в 2018 році в результаті розміщення Amadeus залучив 1,32 млрд. євро за рахунок продажу 119,68 млн. акцій за ціною 11 євро. Раніше компанія встановила попередню ціну розміщення в діапазоні між 9,2 євро і 12,2 євро.

Таким чином, ринкова капіталізація Amadeus після початку торгів на біржі Мадрида складає 4,93 млрд. євро. Експерти відзначають, що інтерес до початкової публічної пропозиції акцій Amadeus був ослаблений несподіваним зниженням рейтингів Греції і Португалії, в результаті якого європейські ринки обвалилися за підсумками торгів. Це розміщення стало найбільшим після рекордного IPO EDP Renovalis в червні 2018 року, тоді компанія залучила понад 1,57 млрд. євро.

Amadeus була створена в 1987 році за участю Air France, Iberia, Lufthansa і SAS в якості альтернативи контролюваним американськими компаніями дистриб'юторам авіаквитків. У даний час близько 102 тис. турагентств і понад 36 тис. авіакас використовують системи Amadeus, щоб бронювати квитки на рейси 450 авіакомпаній [77].

У третьому кварталі в ході первинних розміщень в Західній Європі компанії отримали близько 6,1 млрд. доларів США. Це на 69 % більше, ніж компанії, що розміщувалися на американських біржах. Що стосується прогнозів, то крім внутрішнього розміщення, слід очікувати повернення на Лондонську біржу міжнародних угод за участю компаній з країн, що швидко розвиваються, зокрема Індії. Якщо говорити про інші регіони світу, то фондові біржі США також можуть розраховувати на вдалий період на фоні відновлення економіки.

Таким чином, акціонерне товариство формує свої грошові фонди за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел. Зовнішні фонди корпорація залучає через випуск облігацій, позик у кредитних установах і збільшення акціонерного капіталу, що у сучасних умовах набуває особливого значення через прагнення корпорацій зменшити вартість залучення. Корпорація досягає своєї мети, якщо

корпорація підвищує прибутковість, збільшує внутрішні грошові потоки, що сприяє подальшому зростанню ринкової вартості випущених цінних паперів, поліпшує можливості доступу корпорації на фінансові ринки і до поліпшення позиції корпорації в конкурентній боротьбі за лідерство на ринку. Корпорації мають можливість швидко залучати капітал, необхідний для забезпечення процесу виробництва у формі випуску цінних паперів, що значно посилює їх конкурентоспроможність.

У практиці країн з розвинутою ринковою економікою корпорації використовують два основні методи розміщення емісій публічне, або відкрите та закрите розміщення. Початкове розміщення цінних паперів здійснюється згідно законодавству та традиціям країни. Публічне розміщення, тобто пропонування цінних паперів широкому колу інвесторів, в тому числі і дрібних, здійснюється через інституційних посередників.

Фондові біржі організують торгівлю акціями за умови відповідності вимогам лістингу. Одержання права на допуск акцій корпорації до біржових котирувань досить складно через високі вимоги, які постійно удосконалюються.

РОЗДІЛ 2

РОЛЬ ПОЧАТКОВОГО РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ В ФОРМУВАННІ КАПІТАЛУ ТНК

2.1. Сутність та тенденції проведення початкової публічної пропозиції акцій емітентами

В сучасних умовах, як відзначалося в першому розділі, значно зросла роль початкового залучення капіталу шляхом випуску акцій. Ця тенденція характерна як для зарубідних корпорацій, так і для українських публічних компаній та публічних компаній закордонної юрисдикції, які володіють активами української підприємств. В роботі особливості початкового розміщення розглядаються з урахуванням світового досвіду розміщення на прикладі українських емітентів, що обмовлено необхідністю збільшення обсягів залучення капіталу в українські підприємства.

Розглянемо особливості проведення початкового розміщення акцій на прикладі компаній, які володіють активами прибуткових українських підприємств, а також розміщення акцій безпосередньо українських емітентів. Розглянувши в першому розділі основні форми залучення капіталу, вплив світової фінансової кризи на обсяги ринку акцій та облігацій, на зростання ваги початкового розміщення акцій у залученні капіталу корпораціями на світовому ринку, доцільно проаналізувати можливості українських підприємств залучати капітал на закордонних фінансових ринках. Українські підприємства, які мають потребу у капіталі, можуть використовувати початкове публічне розміщення акцій з метою отримання капіталу за ціною, більш низькою ніж вартість залучення кредитних ресурсів і саме головне, на довгостроковій основі.

В першу чергу звернемо увагу, що початкове розміщення акцій дозволяє одночасно досягти три головні цілі [7].

Перша і основна ціль – це залучення фінансового капіталу на довгостроковій основі. Наступна мета первинного розміщення акцій – це отримання об'єктивної оцінки вартості підприємства. Третя мета – це забезпечення функціонування компанії як публічного інституту.

До початку емісії необхідно провести важливі перетворення в компанії, а саме [7]:

- необхідно описати стратегію розвитку бізнесу;
- забезпечити легальність юридичної структури бізнесу;
- добитися фінансової прозорості управлінської звітності.

Що стосується українського бізнесу, то на думку фахівців, сьогодні в бізнесі в більшості випадків стратегія розвитку компанії якщо і існує, то в неформалізованому вигляді і знаходиться переважно у формі неформалізованого бачення. Для потенційного інвестора цього недостатньо. Йому необхідно бачити перспективи розвитку бізнесу, маркетингові і виробничі плани, обґрунтовані і взаємопов'язані. В розробці стратегії має бути присутня регулярність. Як система виробничого планування підприємства проходить цикл від аналізу виконання плану минулого періоду до планування ключових орієнтирів на перспективу та формування звіту про виконання плану, так і стратегічний план повинен періодично коригуватися відповідно до змін зовнішнього і внутрішнього середовища.

Більшість бізнесів в Україні, які мають стабільні доходи – це робота груп компаній. Стратегія, яка передбачає залучення зовнішніх інвестицій, вимагає розробки прозорої юридичної структури бізнесу або для початку його інвестиційного ядра. Розробляючи юридичну структуру і схему фінансово-господарської діяльності, слід передбачити можливість отримання позитивного фінансового результату і достатніх обертів в інвестиційному ядрі, спроможність підтвердження цих даних з офіційної бухгалтерської звітності.

Також необхідно провести удосконалення фінансової прозорості управлінської звітності. Якщо бухгалтерська звітність призначена для

широкого кола зовнішніх користувачів, у тому числі і для податкових органів і будується на бухгалтерському обліку, що має жорстку форму і обов'язкові правила ведення, то управлінська звітність використовується перш за все менеджментом підприємства для цілей управління і будується на аналітичних даних бухгалтерського обліку, а також на використанні додаткових показників.

Так, фінансова прозорість означає, що управлінський облік має вестися за тими ж принципами, що і бухгалтерський, тобто безперервно, на підставі первинних документів обліку, за принципом подвійного запису відносно всіх господарських операцій.

На першу вимогу інвесторів компанія зобов'язана надавати їм інформацію про себе:

- розкривати склад акціонерів,
- фінансові показники,
- коментувати будь-яку значущу подію, яка відбувається в компанії.

Інвестори не ризикнуть купувати папери емітента, про якого вони не володіють вичерпною інформацією. Від моменту початку підготовки IPO до фактичного розміщення акцій, як правило, проходить півтора-два роки, і першою ознакою підготовлюваного IPO є поява офіційного підтвердження інформації про реальних власників певної компанії.

Алгоритм проведення IPO можна зобразити наступною схемою (рис. 2.1). Після прийняття рішення про проведення початкової публічної пропозиції, компанія визначається з вибором андерайтера. Андерайтер – це фінансова установа, яка займається організацією процесу початкової публічної пропозиції. Саме андерайтер в тісному співробітництві з керівництвом компанії займається розробкою проспекту емісії, у якості андерайтера, звичайно, виступає інвестиційний банк. Інвестиційний банк буде формувати команду фахівців з оцінки бізнесу, коло покупців акцій і розміщувати акції на фондовій біржі.

Андерайтер готує аналітичні матеріали, розробляє план і схему початкової

публічної пропозиції, координує роботу всіх членів команди, взаємодіє з регулюючими органами, формує книгу заявок, гарантує розміщення, підтримує ринок після початкової публічної пропозиції. Звичайно така команда складається з юристів, аудитора, фахівця, що готує звіти на біржу, або фінансового номінованого радника.



Рис. 2.1. Алгоритм проведення IPO [65].

Вибір андерайтера багато в чому визначає успіх початкової публічної пропозиції. Головна мета андерайтера – проведення успішного початкового публічного розміщення акцій, результати якого задовольнили б як самого

емітента, так і інвесторів, що одержали нові акції.

Основні завдання андерайтера полягають у визначенні схеми початкової публічної пропозиції, у проведенні аналізу емітента, підготовці і здійсненні всіх юридичних процедур, інформаційному супроводі, залученні інвесторів, організації роботи інших посередників, що допомагають у процесі підготовки і проведення початкової публічної пропозиції. Ключовий момент у діяльності андерайтера – визначення ціни пропозиції акцій. Для успішного розміщення необхідно, щоб інвестиційний банк, що займається розміщенням, був відомим і мав гарну репутацію.

Успіх початкової публічної пропозиції багато в чому залежить від кількості інвесторів, яких обслуговує інвестиційний банк. Як правило, андерайтер розміщує велику частину акцій компанії серед своїх клієнтів. Частка продажів безпосередньо на фондовій біржі набагато менша. Але перш ніж інвестбанкіри почнуть пошук потенційних покупців акцій нової компанії, аналітики інвестбанку повинні оцінити перспективи претендента на первинне розміщення. Для цього фахівці оцінюють обсяги виробництва, структуру власності, фінансові результати – усі фактори, що впливають на майбутні фінансові потоки компанії.

Разом з тим паралельно в компанії починається перевірка відповідності фінансових результатів міжнародним стандартам, а також юридичний аудит, тобто упорядкування всіх юридичних документів компанії.

На етапі виходу компанії на початкову публічну пропозицію аудитор підтверджує фінансову звітність компанії і те, що протягом року компанія як мінімум покаже ті показники, що відображає поточна фінансова звітність. На підставі перевірок інвестиційний банк робить висновок, який обсяг залучених коштів може отримати компанія. Фахівці проводять оцінку середньострокових перспектив компанії, ризиків, що можуть вплинути на її діяльність у наступні 3–5 років [76].

Головний радник, що супроводжує компанію в ході розміщення на біржі, пояснює, яким чином повинна бути подана ринку інформація, як її варто підготувати, що робити правильно, а що небажано за поточного стану ринку.

Ціль роботи такого радника – відповідність компанії усім вимогам даної біржі.

Отже, завдання цього етапу це максимальне розкриття інформації про компанію. Аудитори, юристи по суті, працюють проти компанії, вони аналізують її минуле, поточний стан, майбутнє, шукають усі можливі ризики. Тим самим вони знижують ризики. Чим більше ризиків консультанти розкриють, тим менше претензій до них буде від емітента, якщо акції не будуть розміщені. Ціль консультанта, не створення або розвиток бізнесу, а об'єктивна оцінка того, що вже відбувається у компанії. Якщо аудитор дає позитивний висновок про фінансове минуле, поточний стан і майбутнє компанії, вартість акцій підвищується [10].

Власникам і менеджерам бажано побільше спілкуватися з аудиторами, намагаючись прийти до однакового бачення ризиків. Якщо власнику вдається переконати аудиторів у тому, що конкретна проблема не загрожує його компанії, вартість бізнесу буде оцінена набагато вище. Тому перед аудитом бажано привести фінансову звітність у систему. У ході підготовки публічної пропозиції лід-менеджер організує оцінку бізнесу компанії, щоб установити початковий діапазон ціни пропозиції акцій. Для українських компаній оцінка потребує значних зусиль, тому що вітчизняний ринок є таким, що розвивається, і це помітно ускладнює складання надійних прогнозів щодо доходу і ризиків. Отримана оцінка може не задовольнити емітента, однак її проведення виявляє вузькі місця і підказує можливі шляхи реорганізації компанії.

Треба також підкреслити, що умовою успішного розміщення є стійке зростання основних фінансових показників як мінімум впродовж двох останніх років. Якщо проаналізувати методи організації процедури первинної публічної пропозиції, то порядок визначення ціни може мати форму методу фіксованих цін, методу формування портфеля, або методу збору заявок, і аукціон [13].

Метод фіксованих цін застосовується досить рідко і в основному на регульованих фондових ринках в окремих країнах.

На сучасному фінансовому ринку найпоширенішим методом є метод формування портфеля. Як альтернатива методу формування портфеля виник

аукціонний метод пропозиції і розподілу акцій при початкової публічної пропозиції. Проте аукціонний метод не зміг поки що довести свою спроможність повністю замінити загальноприйнятій метод первинної публічної пропозиції акцій – метод формування портфеля.

Дуже важливим аспектом проведення емісії є вибір майданчика для емісії. В Європі існує певна конкуренція торгових майданчиків. В той же час, Лондонська фондова біржа (London Stock Exchange) не перший рік вважається лідером, що зосередив більшість європейських і світових початкових публічних пропозицій. Багато іноземних компаній намагаються розмістити акції шляхом IPO на Лондонській біржі (London Stock Exchange). В першу чергу це компанії з країн, що розвиваються, вони прагнуть розміститися на іноземних майданчиках через можливість забезпечення ліквідності акцій. Розміщення на лондонському майданчику підвищує довіру інвесторів, підіймається рейтинг не тільки акцій, але і випущених облігацій, що покращує умови майбутнього кредитування. Початкове розміщення акцій з точки зору ризик-менеджменту на більш розвиненому фондовому ринку є привабливим за співвідношенням доходу та ризику, але у випадку неуспішного розміщення зростають ризики.

Що стосується Лондонської біржі, то на ній функціонує у рамках LSE альтернативний ринок інвестицій (AIM), який у свою чергу – внутрішній лідер по залученню нових компаній. Причина в більш лояльних вимогах до компанії при вході на майданчик у порівнянні з основним. Головний документ, який потрібен від компанії – це проспект емісії. Правила AIM в цьому документі потребують розкриття найрізноманітнішої інформації про компанію: суть бізнесу і юридична структура, вищий менеджмент, причини виходу на фондовий ринок, деталі розміщення (кількість акцій, їх вартість, загальний капітал), принципи корпоративного управління, чинники ризику для компанії і її бізнесу, трирічна фінансова звітність або звітність від початку створення компанії, якщо бізнесу компанії менше трьох років, висновки спеціального аудитора про достовірність поданої у фінансовій звітності інформації і оборотного капіталу для потреб компанії у 12-місячній ретроспективі, перелік власників крупних пакетів акцій (більше 3 %), процедури щодо призначення,

заміни і повноважень директорів компанії, операції із зв'язаними сторонами, опис значущих угод компанії.

Таким чином, компанія, що планує провести первинне розміщення цінних паперів, повинна бути максимально відкрита для інвесторів. Також в період первинного розміщення інвестор оцінює якість регуляторного середовища галузі, в якій працює компанія-емітент. Основними критеріями останнього є наявність ефективного регулювання ринку, регулювання корпоративних відносин, вільний доступ інвесторів і висока якість конкуренції. Регулювання ринку має забезпечувати вільну конкуренцію і відсутність адміністративного тиску.

Але найбільш важливим для проведення початкового розміщення є якість представлення інформації для інвесторів, розвинутість корпоративних відносин. Прозорість інформації для інвесторів – це базова вимога при проведенні початкового розміщення.

Первинне розміщення акцій, якщо воно проходить успішно, підтверджує, що корпоративне управління в компанії відповідає прийнятому стандарту, досягнута інформаційна прозорість і компанія має довгострокову стратегію розвитку бізнесу.

В свою чергу, для українських емітентів необхідно враховувати, що ключовим моментом у первинній пропозиції акцій є публічність компанії. Саме тому деякі фахівці підкреслюють, що проведення публічного залучення капіталу може розглядатися як елемент механізму детінізації української економіки. Компанія, що планує первинне розміщення цінних паперів, повинна бути максимально відкритою для інвесторів, як на стадії розміщення, так і в процесі обігу акцій, інакше її ринкова капіталізація буде низькою.

Значення початкового розміщення акцій дуже велике. Початкове розміщення акцій дає можливість забезпечити фінансове підґрунтя зростання компанії в умовах конкуренції, покращувати технології, поліпшувати параметри продукції, підвищувати ефективність управління. Саме початкове розміщення лежить в основі здійснення інвестиційних проектів компанії, які забезпечують її розвиток. Проекти реалізуються з умови достатнього

фінансування, а кількість коштів, яку може вилучити з обігу порівняно невелика компанія, завжди обмежена. Власних коштів, як правило, недостатньо навіть при непоганій рентабельності бізнесу. Для того щоб бути конкурентоспроможним, необхідно постійно залучати інвестиції у розвиток компанії.

Проаналізуємо досвід проведення початкового розміщення акцій українськими емітентами на закордонних фондових біржах. Як вже відзначалося, щоб залучити капітал на світових фондових майданчиках, треба пройти відповідні процедури, відповідати міжнародним фінансовим стандартам, мати позитивну фінансову звітність і сплатити за послуги посередників.

Першу початкову публічну пропозицію на альтернативному майданчику лондонської фондової біржі (AIM) провела 11–18 лютого 2015 року дочірня компанія «Укрпродукт» Ukrproduct Group, що виробляє молочну продукцію. Компанія продала 27,21 % акцій, виручивши за це 6 млн. англійських фунтів. Їх купили 18 інституціональних і 33 приватні інвестори. Ринкова капіталізація на момент розміщення становила 43 млн. доларів США, на кінець 2016 року вона впала до 32 млн. доларів США. Юридичним консультантом виступила компанія Pricewaterhouse Coopers.

У квітні 2017 року шляхом первинної публічної пропозиції на ІМ вийшла фірма Cardinal Resources LLC, яка займається видобуванням нафти та газу в західних регіонах України. Вона продала 39,7 % акцій за 20 млн. доларів США. Ринкова капіталізація компанії, що становила на момент розміщення 54 млн. доларів, але потім впала до 41 млн. доларів США.

Cardinal Resources і «Укрпродукт» здійснювали свої презентаційні заходи на хвилі зростання інтересу до України у світі. Вони позиціонували себе як українські компанії, що виходять на IPO. Це призвело до помилок в розміщенні, які потім негативно були оцінені ринком. Їх прибутковість була показаною з дуже оптимістичної точки зору.

У грудні 2017 року девелоперська компанія «XXI століття» за допомогою дочірньої XXI Century Investments розмістила на AIM 37,5 % своїх акцій,

виручивши 139 млн. доларів США. Акції компанії купили 95 інвесторів із 12 країн. Юридичний супровід здійснювала компанія Baker&McKenzie. Капіталізація компанії зростає з 370 млн. доларів США на початку розміщення до 540 млн. доларів США.

У серпні 2018 року на Варшавську фондову біржу вийшла компанія «Astarta Holding N.V.». Вона продала 20 % своїх акцій за 30 млн. доларів США. Капіталізація компанії за півроку зростає на кілька відсотків [29].

Наприкінці травня 2017 року будівельно-інвестиційна компанія ТММ в особі дочірньої кіпрської компанії ТММ Real Estate Development розмістила на Франкфуртській біржі 13,11 % акцій і залучила 104,9 млн. доларів США. Капіталізацію ТММ за результатами розміщення було оцінено в 800 млн. доларів США. Увесь обсяг розміщення викупили великі іноземні інвестиційні фонди. У ролі фінансового консультанта та агента з розміщення виступив інвестбанк Concorde Capital. За перший тиждень котирувань акції компанії зросли на 8,3 % – до 12,4 євро, а капіталізація компанії – майже до 866 млн. доларів США. Майже одночасно, 1 червня, на АІМ за 208 млн. доларів США було продано 100% акцій інвестфонду Dragon-Ukrainian Properties & Development PLC, який також спеціалізується на вкладеннях у нерухомість. Буквально за кілька днів котирування акцій компанії зросли більш як на 34 %, а її капіталізація досягла 280 млн. доларів США. Консультантом виступила інвестиційна компанія Dragon Capital.

У червні на основний майданчик Лондонської біржі (London Stock Exchange) вийшла компанія Ferrero AG. Було продано 26 % акцій за 420 млн. доларів США. За підсумками торгів капіталізація компанії становила 1,67 млрд. доларів США, що наближалось до нижньої прогнозованої межі очікувань. Менеджерами розміщення виступили JPMorgan Cazenove і Deutsche Bank.

В серпні 2018 року на майданчиках Лондона, Франкфурта-на-Майні та Варшави активно торгували акціями та депозитарними розписками 15 українських фірм. Ще близько 30-ти перебували у лістингах, але по них значних торгових операцій не велося. Понад 90 % торгів проходило на так званих альтернативних майданчиках бірж, які вважаються більш ризикованими,

хоча й більш доступними для емітентів з країн ринків, що зростають. Початок 2019 року не вплинув на котирування українських акцій, експерти продовжували давати позитивні прогнози, інвестори далі скуповували цінні папери, а керівники компаній говорили про плани з IPO. В той же час, як тільки стала відома негативна інформація про падіння на біржах Нью-Йорка та Лондона, банкрутство світових інвестиційних банків та брокерських контор, акції українських емітентів стали падати [39].

Інвестори почали активно продавати цінні папери країн, що розвиваються, акції українських компаній падали особливо швидко. Цінні папери деяких компаній знизилися удвічі, але не всі мали такий тренд. Приміром, акції аграрної компанії Kernel, номіновані у польських злотих, оцінювалися на 30 % більше, ніж перед кризою. Якщо ж врахувати, що злотий був девальвований, то ціна паперів майже не змінилася. Найбільш суттєво обвалилися акції будівельних та девелоперських компаній, які працювали на ринку нерухомості в умовах високих цін.

Фахівці відзначили, що їхні цінні папери подешевшали у 40 разів на тлі колапсу галузі та значних боргів компаній. Водночас, у сім разів впали котирування Cadogan – компанії з видобутку газу. Головна причина – проблеми з ліцензіями та сумніви з приводу відповідності реальних резервів прогнозним цифрам [49]. Експерти підкреслили, що приватні розміщення відбувалися здебільшого серед 10–30 портфельних інвесторів, деякі з фондів розпалися і продавали свої папери за ціною, що в 10–30 разів нижча за суму розміщення.

Водночас, акції харчових компаній падали не так стрімко. Характерна рисою є те, що найбільше постраждали акції емітентів, які мали низьку ліквідність. І навпаки, найкраще пережили кризу акції Ferrexpo, головний актив – Полтавський ГЗК, «Миронівського хлібопродукту» – ТМ «Наша Ряба», та «Astarta Holding N.V.» – підприємства АПК, які розмістили свої акції у Лондоні. Це пояснюється тим, що вони є фундаментально сильними компаніями, вони робили класичне публічне розміщення. Тому інвестори не відчували проблем з ліквідністю.

Слід зазначити, що загальні темпи падіння акцій українських емітентів

стали зменшуватися, а у лютому–березні 2019 року ціни стабілізувалися і навіть почали рости. На ринках спостерігалася корекція після стрімкого падіння. Приміром, акції Ferrexpo виросли з 35 британських фунтів до 146,6, “XXI сторіччя” – з 4 до 8,63, ТММ – з 0,3 до 1,3 євро. Щоправда, обсяги торгів залишилися незначними через спад інтересу до них на фоні економічної ситуації в світовій економіці. Котирування українських паперів на західних біржах за 2019 рік виросли завдяки покращенню ситуації у глобальній економіці і відновленню провідних фондових індексів (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Котирування акцій українських компаній, за одну акцію [67]

Компанія	Вересень 2018	Січень 2019	Вересень 2019
Лондонська біржа, фунт ст.			
Ferrexpo	247	35	146,6
Ukrproduct	62	18	15,5
MHP	15	3	9,0
XXI сторіччя	700	4	8,6
Франкфуртська біржа, євро			
TMM	7,8	0,3	1,03
Варшавська біржа, польські злоті			
Kernel	30,7	15,0	40,0
Astarta	34,1	8,2	27,5

Проаналізувавши сутність та тенденції проведення початкової публічної пропозиції акцій українськими емітентами можна зробити висновки, що публічне розміщення акцій покликане вирішити завдання залучення інвестицій для розвитку компанії. Пропозиція акцій на ринку дозволяє оптимізувати співвідношення власного і запозиченого капіталу компанії.

Також первина публічна пропозиція дозволяє збільшити капіталізацію компанії. Ще одна перевага первинного розміщення акцій – компанії, котрі пройшли цей процес, зможуть розраховувати на отримання довгострокових і дешевих кредитів від зарубіжних банків. Причому їх ціна буде ставати все нижчою по мірі зростання компанії. Підготовка до первинної публічної пропозиції дозволяє оптимізувати структуру управління компанією.

Таким чином, перевагами проведення початкового розміщення в

порівнянні з іншими шляхами фінансування розвитку бізнесу є [76]:

- IPO дозволяє одержати фінансовий капітал для розвитку;
- визначити свою капіталізацію та реальну ринкову вартість;
- підвищити свій інвестиційний рейтинг, що дає можливість одержати доступ до інших недорогих джерел фінансування.

Національний бізнес потребує довгострокових капіталовкладень, необхідних для розвитку економіки и підвищення інвестиційного іміджу країни. І ринок первинних розміщень з цієї точки зору є одним із нових та перспективних способів залучення іноземного капіталу. Але найголовніше – розвиток залучень на закордонних ринках сприяє росту економіки України в цілому. Шляхом первинної публічної пропозиції залучаються значні інвестиції, що стимулює загальний економічний розвиток.

2.2. Особливості початкового розміщення акцій холдингу «Astarta Holding N.V.»

Компанія «Astarta Holding N.V.», зареєстрована в Нідерландах, є власником активів компанії «Астарта-Київ». «Астарта-Київ» – вертикально інтегрований агропромисловий холдинг, лідер цукрової та сільськогосподарської галузей України, який об'єднує регіональні підрозділи, які розташовані у Полтавській, Вінницькій, Хмельницькій, Тернопільській Харківській та Житомирській областях. «Астарта-Київ» працює на ринку сільськогосподарської продукції і на ринку цукру вже більше 13 років [2].

Діяльність холдингу почалася у 1994 році, коли компанія стала оператором декількох контрактів з постачання нафтопродуктів на цукрові заводи України та продажу цукру на ринку країн СНД. У 1996-1998 роках розпочинається інвестування коштів у сільське господарство. У 1997 році придбано першу агрофірму «Пустовійтове» у Глобинському районі Полтавської області. У 1999 році придбано контрольний пакет акцій першого цукрового заводу – Яресківського. У 2003 році придбано Жданівський та Кобеляцький цукрові

заводи. У 2004–2005 роках придбано Веселоподільський і Глобинський цукрові заводи.

Розглянемо організацію первинного публічного розміщення акцій Астарті на Варшавській фондовій біржі, яке відбулося, 17 серпня 2012 року. Цій події передували 13 років розвитку компанії та 2 роки серйозної підготовки до публічного розміщення. Розмістивши 20 % капіталу за ціною 19 злотих за акцію, компанія «Astarta Holding N.V.», що зареєструвалася в Амстердамі і володіє 100 % акцій «Астарта-Київ», залучила 31,5 млн. доларів США і збільшила свою капіталізацію до 158,17 млн. доларів США [78].

Аграрна компанія «Astarta Holding N.V.» успішно здійснила первинне публічне розміщення своїх акцій на Варшавській фондовій біржі за такою послідовністю [57].

Перший етап включав в себе підготовку компанії до публічного статусу, а саме:

- створення юридичної структури акціонерного товариства, зрозумілої потенційним інвесторам;
- зміна організаційної структури, для упорядкування і спрощення зв'язків між підрозділами;
- складання консолідованої фінансової звітності, яка переконує інвестора в платоспроможності, прибутковості і стійкості компанії;
- проведення аудиту за міжнародними стандартами;
- проведення процедури щодо поліпшення якості корпоративного управління компанією, а саме приведення у відповідність нормам ділової етики у стосунках з акціонерами;
- поліпшення іміджу компанії, як на ринку України, так і на зарубіжних ринках.

Другий етап включав в себе основні процедури підготовки до розміщення акцій:

- вибір біржі, на якій буде відбуватися розміщення;
- визначення партнерів для проведення IPO;
- обговорення діапазону можливої ціни розміщення, розміру

пропонуємого на торги пакета акцій, визначення балансової структури інвесторів;

- складання попереднього проспекту емісії;
- процедура юридичного аудиту;
- проведення оцінки компанії.

Третій етап включав в себе проведення розміщення акцій на біржі, а саме:

- аналіз поточного фінансового середовища;
- підбір правильного моменту розміщення акцій на біржі;
- проведення «Роуд-шоу»;
- виявлення недоліків компанії, щоб максимально об'єктивно оцінити ризики;

- випуск остаточного проспекту емісії;
- проведення незалежного аналізу проспекту емісії;
- розміщення акцій на біржі.

Четвертим етапом включав в себе обслуговування емісії після розміщення акцій:

- аналіз проведених угод;
- оцінка успішності первинного розміщення акцій;
- аналіз фактичної структури інвесторів;
- прогноз ціни і ліквідності акцій на вторинному ринку.

Проведення початкового розміщення акцій холдингу «Astarta Holding N.V.» базувалося на продажу 28,5 % своїх акцій на Варшавській фондовій біржі. За цей пакет компанія планувала виручити від 200 до 290 млн. гривень, було отримано 31 млн. доларів США. 26 липня холдинг розпочав підписку на свої акції, котра тривала до 3 серпня. В лістинг Варшавської біржі акції були включені 17 серпня. Очікувався ціновий діапазон акцій «Astarta Holding N.V.» – 30,5 – 43,4 гривень за акцію. Компанія заявляла, що збирається зайнятися скуповуванням дрібних конкурентів, модернізацією потужностей і розвитком власного виробництва цукрових буряків.

Лід-менеджером первинного публічного розміщення акцій «Astarta Holding N.V.» виступив ING Securities. «Astarta Holding N.V.» стала першою компанією

з країн колишнього СРСР, акції якої потрапили в лістинг Варшавської фондової біржі.

Аудит «Astarta Holding N.V.» проходила в компанії KPMG. Компанія вважає, що найбільш важливо було працювати над структурою компанії. Необхідно було довести, що структура абсолютно прозора і керована з точки зору інвестора. Зміни в структурі проходили узгоджено з нашим юридичним радником – компанією Baker & McKenzie. Основне, що довелося змінити, – це власників у деяких сільгосппідприємствах. Необхідно було замінити себе як засновників-фізичних осіб на засновника-юридичну особу – компанію «Astarta Holding N.V.». Щоб саме «Astarta Holding N.V.» була засновником у всіх агрофірмах, і це головний процес консолідації та концентрації на керуючій компанії. В результаті трансформацій «Astarta Holding N.V.» як управляюча компанія виявилася єдиним юридичним власником контрольних пакетів акцій у всіх компаніях.

Також було важливо визначити розмір пакета акцій для продажу публічним інвесторам. Цифра вийшла компромісна, на яку вийшли шляхом зближення позицій. Було прийнято рішення зупинитися на частці в розмірі 20–25%. Найбільшим інституційним інвестором компанії «Astarta Holding N.V.» став шведський інвестиційний фонд East Capital, який придбав близько 5% початкового публічного розміщення акцій компанії. З виставленого в продаж 20% пакета акцій близько 17% акцій викупили приватні особи, інші 83% – інституційні інвестори. Це великі банки, компанії, інвестиційні фонди, страхові компанії з шести країн Європи – Польщі, Великобританії, Італії, Швейцарії, Швеції та Німеччини. Також близько 500 приватних осіб, які вклали свої власні кошти у акції.

Після першого дня торгів на Варшавській фондовій біржі, які відбулися 17 серпня, було продано 355,683 тис. акцій компанії. Прямі витрати на IPO склали не менше 2 млн. доларів США, враховуючи витрати на аудиторів та юристів [29]. 17 серпня 2017 року агрохолдинг «Astarta Holding N.V.», лідер цукрової галузі в Україні, відсвяткував 5-ту річницю розміщення своїх акцій на Варшавській фондовій біржі.

Голова правління та засновник «Astarta Holding N.V.» відзначив, що «Astarta Holding N.V.» і надалі буде активно розвивати свій бізнес, нарощувати виробництво та розширювати ринки збуту. Привітати компанію особисто приїхав Людвік Соболевський, Президент Варшавської фондової біржі, також на святі присутні були Роберт Квятковський, Віце-директор Департаменту Розвитку бізнесу Варшавської фондової біржі, Андрій Дубецький, Директор Представництва Варшавської фондової біржі в Україні, представники U.S. – Ukraine Business Council та багато українських бізнесменів [29].

«Стабільне зростання і дохідність» – ці слова є найбільш влучним визначенням стратегії Астарті протягом останніх 5 років. За цей період банк землі компанії зріс в 2,5 рази, переробні потужності власних цукрових заводів – більш ніж удвічі, кількість молочних корів збільшилась в 2,5 рази. Завдяки збільшенню продуктивності і використанню передових технологій виробництво своєї основної продукції зростає ще більш динамічно: урожай цукрових буряків очікується на рівні 2 млн. тонн у поточному році (260 % зростання), зерна і олійних культур – 600 тис. тонн (360 % зростання), виробництво молока – 65 тис. т (210 % зростання). Чисті активи групи компаній вирости у два з половиною рази за останні п'ять років, діловий оборот в 2019 році більш ніж в три рази порівняно з 2017 роком і показник EBITDA виріс в дев'ять разів [70].

Кошти від продажу акцій на біржі пішли на технологічне й технічне переоснащення основних фондів наших структурних підрозділів, закупівлю сучасної ґрунтообробної техніки виробництва США, модернізацію та технічне переоснащення цукрових заводів компанії. За словами голови правління асоціації «Укрцукор» Миколи Ярчука, уперше в історії цукрової галузі України компанія «Astarta Holding N.V.» успішно використала метод залучення іноземних інвестицій шляхом первинного розміщення власних акцій на іноземній біржі.

На його думку, у зв'язку зі скороченням виробництва цукру у країнах ЄС усі українські цукрові компанії мають шанс отримати іноземні інвестиції, як від приватних, так й від інституційних інвесторів у процесі розміщення акцій IPO

[72].

Як вже відзначалося, завдяки інвестиціям відбулося значне розширення холдингу за рахунок придбання нових агрофірм і збільшення землі в оренді. За час роботи налагоджені і постійно підтримується ділові контакти з такими відомими компаніями як GLENCORE INTERNATIONAL AG (Швейцарія), Louis Dreyfus Negoce SA (Франція), Amity Technology (USA), Cargill (USA).

У травні 2017 року розпочалося співробітництво компанії з Європейським Банком Реконструкції та Розвитку, за кошти якого фінансуються програми енергоефективності. У 2018 році «Astarta Holding N.V.», першою з українських компаній, уклала Угоду з Міжнародним Фондом вуглецевих кредитів, заснованим ЄБРР та ЄІБ на реалізацію карбонових квот в рамках Кіотського протоколу, який покриває зниження викидів вуглецю заводами компанії у період 2018–2022 роках [73].

У липні 2017 року придбано майновий комплекс Наркевицького цукрового заводу. У 2019 році відбувається масштабна реструктуризація компанії, мета якої – поєднати сільськогосподарські активи та цукрові заводи в межах одного виробничого об'єднання. Як результат, компанії вдалось значно оптимізувати виробництво, скоротити адміністративні видатки та підвищити рівень управління активами. У лютому 2018 року розпочато розвиток бізнесу компанії у Харківській області.

Відбулась церемонія офіційного підписання кредитної угоди між «Astarta Holding N.V.» та Сітібанком. Договір на виділення кредиту у розмірі 25 млн доларів США терміном на 5 років підписано в рамках глобальної кредитної програми Сітібанку за підтримки Корпорації закордонних приватних інвестицій (ОПІС). «Astarta Holding N.V.» стала однією з перших українських компаній, які скористались перевагами цієї програми. Кредит буде використано на модернізацію виробничих потужностей, зокрема придбання сучасної техніки та обладнання [58].

У листопаді 2019 року Рада директорів «Astarta Holding N.V.», діючи відповідно до Резолюції № 8 річних загальних зборів Акціонерів від 5 червня 2019 року, підписали контракт з компанією Ernst & Young Accountants [52] (офіс

якого зареєстрований: Boompjes 258, 3011XZ Rotterdam, the Netherlands), яка завірена в Royal Dutch Institute of Registered Accountants, і буде здійснювати:

1) аудит консолідованої фінансової звітності «Astarta Holding N.V.» та окремі фінансові звіти компанії;

2) огляд консолідованої річної фінансової звітності «Astarta Holding N.V.».

За рік, який закінчився 31 грудня 2019 року, дев'ять сільськогосподарських підприємств було об'єднано: ТОВ «Сільськогосподарська компанія «Довжинко», ТОВ «Сільськогосподарська компанія «Добробут», ТОВ «Севастополь-Агро», ТОВ «Астарта-Київ», ТОВ «Хмельницьке».

За станом на 31 грудня 2019 року «Astarta Holding N.V.» володіє акціями прямо або опосередковано в 41 дочірніх і партнерських підприємствах. Чисті активи компанії за 5 років виростили у 2,5 рази, оборот за 2019 рік перевищив аналогічний показник 2018 року більше ніж у 3 рази, а показник EBITDA – у 9 разів [69].

Генеральний директор та засновник компанії, вважає, що минулі 5 років стали підтвердженням високої якості компанії, правильності обраної стратегії та високої кваліфікації команди управлінців, в часи економічних падінь та зростання, які випали на цей період, компанія демонструвала стійкість та здатність гнучко реагувати на ринкові зміни, прагнемо і надалі активно розвивати та диверсифікувати бізнес, нарощувати обсяги виробництва і розширювати ринки збуту [57]. Ця новина є позитивною для компанії, і результати відповідають прогнозам. Як і очікувалося, основну частку продажів склав цукор в (2019: 72 %), внутрішні ціни на який залишаються високими – на рівні 7,7 тис. гривень за тону. Зернові забезпечили 16 % продажів, а тваринницька продукція – 8 %, що вказує на диверсифікацію продукції холдингу. Також компанія збільшила виробничі потужності на 27 % в рік по переробці цукрових буряків – до 27 тис. тонн на день.

Доля компанії у виробництві бурякового цукру збільшилася до 16 % у 2019 році. Обсяги переробки цукрових буряків збільшилися до 2,6 мільйонів тонн, а виробництво цукру – до понад 370 тисяч тонн. Така динаміка супроводжувалася ще відчутнішим зростанням продажів та, як наслідок,

збільшенням частки компанії на ринку цукру, яка більш ніж потроїлася – з близько 1 % у 2017 році до близько 3,2 % у 2019 році. Середній вихід цукру на заводах агропромхолдингу істотно вище середнього показника по країні за 2019 рік. За оцінками генерального директора впродовж 5-ти найближчих років компанія планує довести свою частку на внутрішньому ринку цукру до 10 %, у наступному році розширити площі посівів цукрового буряку у наших агрофірмах до 20 тис. га [72].

З початку 2019 року агропромхолдинг збільшив площу земель, що обробляються, на 17 % до 245 тисяч гектарів. Агропромхолдинг активно впроваджував сучасні агротехнології, приділяючи особливу увагу підвищенню врожайності культур і зниженню їх собівартості. Сприятливі погодні умови та впровадження сучасних агротехнологій сприяли росту врожайності основних сільськогосподарських культур. У порівнянні з минулим роком врожайність кукурудзи зросла на 46 %, сої – на 44 %, цукрового буряку – на 43 %, пшениці – на 32 %, ячменю – на 15 % та соняшника – на 5 %. Перевищуючи прогноз, оприлюднений на початку року, планується зібрати більше 650 тис. тонн зернових та олійних культур (+97 % у порівнянні з минулим роком) та близько 2,1 млн. тонн цукрового буряку (+59 % у порівнянні з минулим роком). Доходи від продажу зернових та олійних за дев'ять місяців зросли на 76 %. Обсяг продажу зернових та олійних культур зріс на 32 %, а 21 % доходів сегменту склали надходження від експорту.

Слід підкреслити, що у звітному періоді «Astarta Holding N.V.» виробила 50 тис. тонн молока (+28 % у порівнянні з минулим роком). Продажі молока зросли на 29 % і склали 46 тис. тонн. За рік кількість загального поголів'я великої рогатої худоби зросла на 23 % до 28 тисяч голів. Компанія підтверджує прогноз щодо виробництва молока на рівні 65 тис. тонн. В результаті збільшення продажів молока доходи у сегменті тваринництва зросли на 49 % до 26 мільйонів євро. Молоко високої якості є товаром, що користується високим попитом на ринку. Тому «Astarta Holding N.V.» планує і надалі активно розвивати даний сегмент бізнесу. Після динамічного зростання посівних площ землі під довгострокову оренду землі «Astarta Holding N.V.» зросли більш ніж

на 260,000 гектарів до кінця 2019 року, ставлячи таким чином групу з найбільших сільськогосподарських виробників в Україні.

Виробництво буряка було близько 1,330 метричних тонн (порівняно з 1,520 метричних тонн в 2018). Тому, «Astarta Holding N.V.» зібрала урожай близько 330 тисяч метричних тонн зерен і сім'я олійної культури (375 тисяч метричних тонн в 2019). За планом компанія продовжить плідне співробітництво зі стратегічними фінансовими партнерами: ЄБРР, Нідерландським банком розвитку (FMO), банком Wells Fargo та іншими міжнародними банками.

В свою чергу, стратегія розвитку «Astarta Holding N.V.» направлена на збільшення частки компанії на ринках цукру та сільгосппродукції шляхом нових придбань та зростання, а також виходу на нові ринки збуту. Її ключові елементи:

- зростання шляхом модернізації та підвищення ефективності роботи наявної виробничої бази. Продовження реконструкції та модернізації цукрових заводів для приведення їх виробничої бази у відповідність до стандартів ЄС. У рамках цієї роботи й далі встановлює обладнання провідних міжнародних і європейських виробників. Ці заходи дадуть можливість підвищувати ефективність цукрового виробництва, забезпечивши оптимальну тривалість сезону переробки, а також значно зменшувати споживання енергоносіїв насамперед – природного газу;

- поглиблення вертикальної інтеграції бізнесу для забезпечення безперебійних поставок та якості сировини, зниження собівартості цукрового виробництва і, як наслідок, більш високої його прибутковості;

- збільшення площі сільськогосподарських угідь та підвищення врожайності, що дасть змогу нарощувати обсяги виробництва зернових та олійних культур (переважно пшениці, сої та кукурудзи);

- зростання експорту. Прагнення до розширення експорту та виходу на нові ринки, перш за все, Євросоюзу.

У результаті динамічного збільшення обсягів продажів доходи агропромхолдингу зросли на 38 % до 303,6 мільйонів євро в 2019 році [2]. При

цьому дохід від експорту збільшився в два з половиною рази. Валовий прибуток збільшився на 33 % і склав 120,9 мільйонів євро, валова рентабельність склала 40 %. Операційний прибуток (ЕВІТ) зріс на 7 % до 93,4 мільйонів євро. Рентабельність ЕВІТ склала 31 %. Показник ЕВІТДА збільшився на 10 % до 111 мільйонів євро при рентабельності ЕВІТДА 37 %. Чистий прибуток виріс до 87,5 мільйонів євро (+9,4 % в порівнянні з 2018 роком), а рентабельність склала 29 % [2].

Проаналізуємо основні показники компанії, які склалися внаслідок значного збільшення обсягів виробництва на основі використання коштів, які були залучені шляхом проведення розміщення акцій. Проаналізуємо такі фінансові показники діяльності компанії, як рентабельність, що дозволить охарактеризувати тенденції в доходності компанії. Коефіцієнт норми прибутку, % (2.1):

$$\text{Коефіцієнт норми прибутку} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Чистий об'єм продажів}} \cdot 100 \quad (2.1)$$

$$\text{Коефіцієнт норми прибутку} = \frac{976,110}{3,385,529} \cdot 100 = 28,83 \%$$

$$\text{Коефіцієнт норми прибутку} = \frac{834,788}{2,328,203} \cdot 100 = 35,86 \%$$

Даний показник показує частку чистого прибутку в об'ємі продажів підприємства. Інвесторів найбільше цікавить прибуток з інвестицій, тому є дуже важливим ефективно використовувати ресурси для покращення рентабельності та залучення нових інвестицій у компанію.

Ще одним важливим показником є коефіцієнт норми прибутку на власний капітал. Визначає ефективність використання інвестованого власниками капіталу та використовується для порівняння з можливими альтернативами вкладання коштів в інші цінні папери. Результатом аналізу є показник, що визначає скільки грошових одиниць заробила кожна одиниця, вкладена власниками компанії (2.2.).

$$\text{Коефіцієнт норми прибутку на власний капітал} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Власний капітал}} \cdot 100 \quad (2.2)$$

$$\text{Коефіцієнт норми прибутку на власний капітал (2019 рік)} = \frac{976,110}{3,196,985} \cdot 100 = 30,53 \%$$

$$\text{Коефіцієнт норми прибутку на власний капітал (2018 рік)} = \frac{834,788}{2,213,927} \cdot 100 = 37,71 \%$$

На сьогоднішній день «Astarta Holding N.V.» достатньо ефективно використовує акціонерний капітал, про що свідчить показник 30 євро центів прибутку за 2019 рік.

Наступним показником ефективності використання ресурсів компанії є коефіцієнт прибутковості активів, % (2.3).

$$\text{Коефіцієнт прибутковості активів} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Активи}} \cdot 100 \quad (2.3)$$

$$\text{Коефіцієнт прибутковості активів (2019 рік)} = \frac{976,110}{5,941,726} \cdot 100 = 16,43$$

$$\text{Коефіцієнт прибутковості активів (2018 рік)} = \frac{834,788}{3,734,479} \cdot 100 = 22,35$$

Показник достатньо високий і демонструє можливість «Astarta Holding N.V.» генерувати достатній об'єм прибутку по відношенню до використовуваних активів (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Показники прибутковості «Astarta Holding N.V.»

Показник	2019	2018
Прибутковість продажу, %	28,83	35,86
Прибутковість акціонерного капіталу, %	30,53	37,71
Прибутковість активів, %	16,43	22,35

Співвідношення розміру прибутку вказує, що «Astarta Holding N.V.» – прибуткова компанія, компанія не тільки збільшила виробничі показники, але й зробила це ефективно. Хоча йде зростання цін на матеріали, обладнання та енергоносії, глибока модернізація заводів та успішні дії в сільськогосподарському сегменті дозволяють контролювати собівартість продукції. Прогнози щодо майбутньої оцінки бізнесу позитивні.

Таким чином, залучення капіталу шляхом випуску акцій дає можливість збільшити обсяги бізнесу, але вимагає постійного управління прибутковістю, тому що від неї залежить вартість акцій після розміщення. Котирування паперів на міжнародних біржах залежить від безлічі факторів, а саме попиту на папери даного сектора економіки у світі, кредитних рейтингів країни і навіть погодних катаклізмів в країні емітента. Але основними з ціноутворюючих факторів прийнято вважати фінансові показники компанії, рентабельність галузі в порівнянні з міжнародними ринками. Основне завдання компанії, що стала публічною виправдувати очікування інвесторів, причому постійно. Необхідно забезпечувати зростання капіталізації, придбання нових активів. Після IPO компанія повинна постійно забезпечувати підтримку ліквідності своїх акцій. Завдяки коштам, залученим на ВФБ компанія змогла динамічно розвиватись.

Так, результатом цього розвитку були збільшення виробництва, що дало «Astarta Holding N.V.» змогу збільшити свою долю на українському ринку з 4,6 до 6 відсотків, що забезпечило третє місце за обсягами в Україні. За перший рік після розміщення компанія збільшила ринкову частку, отримавши нових великих клієнтів, в першу чергу транснаціональну компанію Coca-Cola, та зберегла свої позиції серед основних кондитерських підприємств України - Монделіз, Полтавакондитер і АВК. Компанія ввела в дію 5-й цукровий завод та активно реалізовувала програму модернізації цукрового виробництва з метою впровадження європейських стандартів якості, збільшила площі сільськогосподарських земель, що орендуються, з 73,5 тис. гектарів до більше 103 тис. гектарів.

Таким чином, «Astarta Holding N.V.» не тільки досягла цілей, поставлених перед IPO, але й успішно продовжує реалізовувати стратегічні плани розвитку. Динамічне зростання та висока якість корпоративного управління позитивно

впливає на ринкову капіталізацію компанії.

Отже, можемо зробити висновки, що серед сучасних шляхів залучення капіталу зростає роль початкового розміщення акцій. Проведення початкового розміщення проаналізовано на прикладі публічної компанії іноземної юрисдикції, яка володіє активами української сільськогосподарської компанії Астарта. В роботі, на основі світового досвіду залучень, розглянуто цілі, основні етапи початкового розміщення, які були здійснені холдингом «Astarta Holding N.V.». Необхідність в залученні капіталу особливо гостро відчують компанії з країн з транзитивно економікою. Початкове розміщення акцій дає можливість забезпечити фінансове підґрунтя зростання компанії в умовах конкуренції, покращувати технології, поліпшувати параметри продукції, підвищувати ефективність управління.

Проаналізувавши сутність та тенденції проведення початкової публічної пропозиції акцій українськими емітентами можна зробити такі висновки, що публічне розміщення акцій дозволяє залучити довгострокові ресурси, оптимізувати співвідношення власного і запозиченого капіталу компанії, в ряді випадків, збільшити капіталізацію компанії. Також, як правило, компанії, які пройшли цей процес, можуть розраховувати на отримання довгострокових і дешевих кредитів від зарубіжних банків, що підтвердив досвід Астарті-Київ. Причому ціна кредитів буде ставати все нижчою по мірі зростання. Дуже важливо, що підготовка до IPO дозволяє оптимізувати структуру управління компанією.

Проведення початкового розміщення холдингу «Astarta Holding N.V.» базувалося на продажу 28,5 % акцій на Варшавській фондовій біржі. За цей пакет компанія отримала 31 млн. доларів США. Компанія заявляла, що збирається зайнятися скуповуванням дрібних конкурентів, модернізацією потужностей і розвитком власного виробництва цукрових буряків.

Таким чином, «Astarta Holding N.V.» не тільки досягла цілей, поставлених перед IPO, але й успішно продовжує реалізовувати стратегічні плани розвитку. Динамічне зростання та висока якість корпоративного управління позитивно впливає на ринкову капіталізацію компанії.

РОЗДІЛ 3

ПЕРСПЕКТИВИ ЗБІЛЬШЕННЯ ОБСЯГІВ ПОЧАТКОВОГО ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ УКРАЇНСЬКИМИ ЕМІТЕНТАМИ

3.1. Використання переваг Варшавської фондової біржі в сучасних умовах

За період з 2014 року по жовтень 2019 року відбулося 70 публічних первинних та вторинних розміщень акцій емітентів, що мають бізнес в Україні. І за цей час було залучено 3,9 млрд. доларів США, з них 226,7 млн. гривень – 2019 року. За прогнозами аналітиків 2021 року українські компанії можуть залучити понад 500 млн. доларів США. В першу чергу на фондові майданчики виходитимуть емітенти з невеликими обсягами, а саме 20–50 млн. доларів США. Світові тенденції, очікується, будуть сприятливими. Згідно статистиці Thomson Reuters, середній обсяг розміщення в цілому в світі знизився з 200 млн. доларів США 190 млн. доларів США. Це є позитивним фактором, оскільки в Україні працюють невеликі емітенти, що претендують на незначні розміщення. Для того, щоб удосконалити практику розміщення, треба звернути увагу на такі особливості його проведення, як вибір майданчика розміщення.

Проаналізуємо переваги Варшавська фондова біржі (ВФБ), яка характеризується динамічним зростанням обсягів початкового розміщення. Протягом понад тридцяти років свого існування ВФБ перетворилась з невеликої національної біржі на одну з бірж Європейського Союзу, яка найшвидше розвивається, а також на лідера центральної Європи (табл.3.1, 3.2).

Таблиця 3.1

Розвиток Варшавської фондової біржі 1991–2020 роки [11]

Year	Domestic market cap (PLN mil.)	Listed companies	Share turnover value (PLN mil.)	Bond turnover value (PLN mil.)	Futures volume	WIG index change (%)
2020	449 712	378	103 315	556	3 883 684	6,15
2019	421 178	379	351 885	2 951	13 424 593	46,85

Продовження табл. 3.1

Year	Domestic market cap (PLN mil.)	Listed companies	Share turnover value (PLN mil.)	Bond turnover value (PLN mil.)	Futures volume	WIG index change (%)
2018	267 359	374	331 316	4 999	12 233 935	-51,07
2017	509 887	351	479480	3 495	9 477 868	10,39
2016	437 719	284	338 696	5 536	6 386 046	41,60
2015	308 418	255	197 033	5 507	5 378 517	33,66
2014	214 313	230	119 518	8 353	3 609 125	27,94
2013	140 001	203	80 235	12 673	4 231 949	44,92
2012	110 565	217	63 668	4 131	3 175 890	3,19
2011	103 370	230	80 599	5 133	3 754 854	-21,99
2010	130 085	225	169 273	4 590	1 516 042	-1,30
2009	123 411	221	89 343	4 766	207 372	41,30
2008	72 442	198	62 382	8 581	24 320	- 12,80
2007	43 766	143	52 342	13 488	–	2,30
2006	24 000	83	29 895	16 219	–	89,10
2005	11271	65	13 671	19 276	–	1,50
2004	7 450	44	23 420	3 300	–	- 39,90
2003	5 845	22	7 873	557	–	1 095,30
2002	351	16	228	21	–	13,20
2001	161	9	30		–	-8,09

Таблиця 3.2

Кількість виведених в лістинг компаній [11]

Рік Біржа	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Лондон (включаючи AIM)	399	245	228	201	423	626
Осло	22	17	6	1	22	48
Варшава	13	9	5	6	36	35
Люксембург	12	9	14	25	11	33
Euronext	106	49	18	24	32	34
Франкфурт	152	21	6	0	6	15
Братислава	3	0	2	1	6	3
Відень	8	8	8	9	5	7
Будапешт	1	1	0	2	1	1
Прага	0	0	1	0	1	2

Слід зазначити, що коли ВФБ розпочала свою діяльність у квітні 1991 р.,

на її майданчику котирували свої акції лише 9 компаній. В березні 2020 р. на Варшавській Фондовій Біржі мали лістинг 378 компаній, у тому числі 23 закордонні компанії з Голандії, Австрії, Угорщини, Німеччини, України, Словаччини, Республіки Чехія, США, Іспанії, Естонії (рис. 3.1).

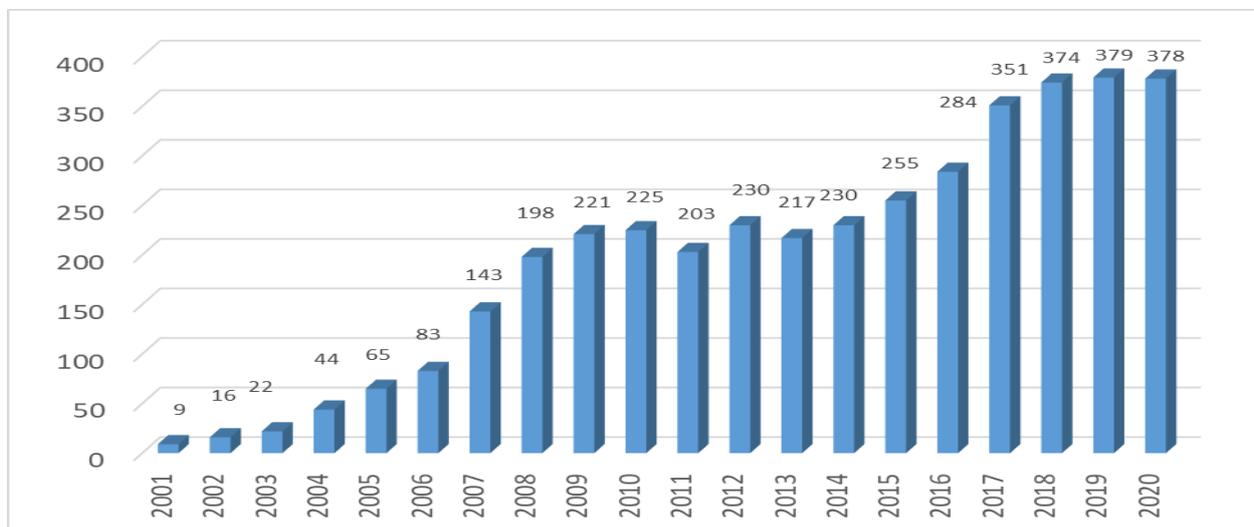


Рис. 3.1. Кількість лістингових компаній на ВФБ [11]

Варшавська біржа створює шанс на розвиток іноземним товариствам та компаніям, що особливо актуально для українських підприємств. Протягом періоду 2010–2020 років капіталізація національних компаній збільшилась в 3,5 рази. У 2020 році загальна ринкова капіталізація перевищила 449 млрд польських злотих.

млн.злотих

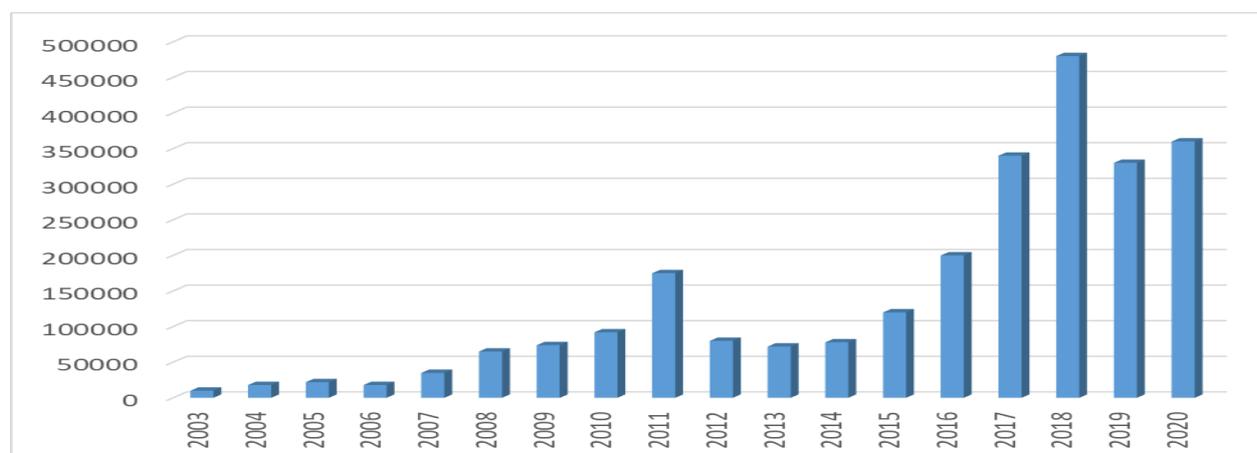


Рис. 3.2. Капіталізація ВФБ [11]

Об'єм обігу акцій систематично збільшувався у період з 2012 по 2017 роки. У 2001 р. об'єм обігу акцій становив 30 млн злотих (менше ніж 9 мільйонів

євро), а у перші 10 місяців 2017 р. перевищив 400 млрд. злотих (понад 110 млрд. євро). У 2019 році торгівля акціями складала 351 млрд. злотих (рис. 3.3).

млрд.дол.США

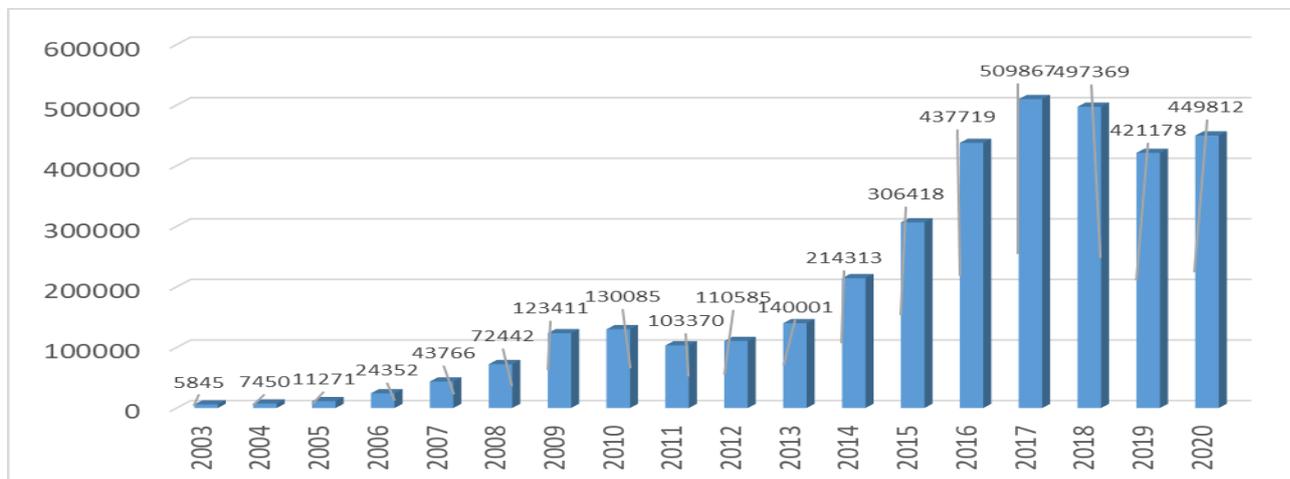


Рис. 3.3. Обсяг торгівлі акціями [11]

Таблиця 3.3

Ринкова капіталізація та обсяги торгівлі акціями
за даними Світової Федерації Бірж (млн. доларів США) [11]

Роки	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Обсяги торгівлі акції	9 876,0	7811,2	9 662,7	16 269,3	30 421,5	56 372,9	87 962,2	69 499,1
Ринкова капіталізація	26 155,0	28 849,2	37 404,5	71 547,2	93 602,2	151 809,0	211 620,2	90 815,5

Умови розміщення на ВФБ є загальними для всіх ринків ЄС у відповідності до директиви 809/200. Важливо, що наступні розміщення тієї ж компанії з тим самим проспектом емісії можуть бути здійсненні на будь-якій іншій фондовій біржі Європи. Лістинг на ВФБ дозволяє компанії в подальшому торгуватися на будь-якій іншій основній фондовій біржі Європи: в той же час, як лістинг на Лондонській АІМ не дає такої можливості, компанія з лістингом на Лондонській АІМ не може торгуватися на інших торговельних площадках Європи.

Слід наголосити, що фондова біржа у Варшаві створює широкі можливості розвитку підприємствам, які знаходяться на різних етапах свого розвитку. Розглянемо які іноземні компанії сьогодні знаходяться в лістингу ВФБ (табл.3.4).

Таблиця 3.4

Іноземні компанії в лістингу ВФБ [11]

Компанія	Країна походження	Сектор
Bank austria creditanstalt ag	Австрія	Банки
Borsodchem	Угорщина	Хімія
Bmp aktiengesellschaft	Німеччина	Нові технології
Mol	Угорщина	Хімія
Amrest holding nv.	Австрія	Інші сфери
Ivax inc.	Сша	Фармацевтика
Astarta kiev	Україна	Сільське господарство

Головний ринок ВФБ характеризується наступними ознаками. Цей майданчик призначений для компаній, які:

- здійснюють первинне публічне розміщення акцій (IPO) та мають намір провести чергові розміщення (SPO);
- зацікавлені залученням капіталу обсягом від десяти і більше мільйонів злотих до декількох мільярдів;
- капіталізація яких становить не менше 5 млн євро (до 31 грудня 2015 р. – 1 млн євро);
- чії основні інвестори приймають рішення про довгострокове розпорошення капіталу серед менших інвесторів, особливо фінансових інвесторів;
- розуміють біржу і ринок капіталу як місце для фінансування свого розвитку хоча б в перспективі декількох років.

Розглянемо критерії допуску до головного ринку ВФБ. Вони є наступні:

- складений проспект емісії англійською мовою. Необхідно скласти короткий підсумок проспекту польською мовою;
- проспект повинен бути затверджений управлінням контрольного органу

ринку капіталу в одній з країн Європейського Союзу, у Польщі це Комісія фінансового нагляду. Згідно з принципом єдиного паспорту компанія може провести розміщення акцій на Варшавській біржі, якщо проспект затверджений в одній з країн ЄС;

- проспект повинен бути доступний для інвесторів перед початком розміщення;

- компанія повинна подати перевірені аудиторами фінансові звіти за три останні послідовні фінансові роки;

- існує необмежена можливість перенесення права власності акцій;

- компанія не може бути в стані проведення процесу банкрутства або ліквідації;

- вартість акцій та власного капіталу компанії в злотих не може бути меншою ніж 5 млн євро (до 31 грудня 2015 р. – 1 мільйон євро);

- забезпечений відповідний рівень розпорошення акцій не менше 25 % усіх акцій компанії належать дрібним акціонерам, проте ні один з них не може мати більше 5 % голосів на загальних зборах, або не менше 500 тис. акцій вартістю 17 млн євро в перерахунку на польські злоті належать дрібним акціонерам.

В той же час, компанії, які планують вихід на головний ринок ВФБ, зобов'язані провести публічне розміщення акцій та опублікувати проспект емісії акцій.

Таким чином головний майданчик ВФБ рекомендується використовувати для розміщення тим українським емітентам, які мають багатолітню історію бізнесу та значні обсяги діяльності. Крім головного ринку для підприємств з твердою позицією, існує також ринок NewConnect – майданчик для дрібних фірм, які розміщують свої акції для вузького кола інвесторів. Ринок NewConnect спеціально для молодих, динамічних фірм. NewConnect висуває емітентам менш формальні вимоги і дещо менші інформаційні зобов'язання. На кінець листопада 2018 р. у лістингу NewConnect знаходилось 19 товариств.

Так, NewConnect призначений для товариств, які:

- перебувають на початковому етапі розвитку та поки що “пишуть свою історію”;
- зацікавлені залученням капіталу від декількох сотень тисяч злотих до десяти і більше мільйонів;
- здійснюють так зване приватне розміщення, що не вимагає проспекту емісії;
- є представниками інноваційних секторів, які базуються на нематеріальних активах, таких як ІТ, електронні медіа, телекомунікація, біотехнологія, охорона довкілля, альтернативна енергія, сучасні послуги, а також інноваційні фірми з інших секторів;
- динамічно розвиваються;
- мають бачення, а у майбутньому, шанс розмістити акції на головному ринку ВФБ.

В свою чергу, товариства, які планують вихід на NewConnect, мають право вибрати одну з двох можливостей. Приватне розміщення передбачає залучення вузького кола інвесторів не більше 99 суб'єктів. Такими інвесторами можуть бути інституції та приватні особи. Розміщення є набагато дешевший оскільки здійснюється на підставі інформаційного документу, опрацьованого і затвердженого головним консультантом. Публічне розміщення здійснюється за принципами, аналогічними до головного ринку ВФБ. Товариство оприлюднює проспект емісії акцій, який затверджується Комісією фінансового нагляду. При розміщенні обсягом менш ніж 2,5 млн євро замість проспекту складається інформаційний меморандум, який оцінюється Комісією фінансового нагляду. Товариство, яке прийняло рішення про приватне розміщення акцій на ринку NewConnect, отримує підтримку та допомогу авторизованого консультанта. Роль консультанта виконують інвестиційні фірми, правничі канцелярії, аудиторські фірми та фірми з фінансових консультацій, затвержені ВФБ і внесені в список консультантів. Авторизований консультант підготовляє товариство до емісії, складає та затверджує інформаційну документацію та розміщує її серед інвесторів. Після емісії консультант дає поради, тобто

допомагає товариству виконувати інформаційні обов'язки.

В порівнянні критерії допуску до обігу на ринку NewConnect є набагато ліберальнішими в порівнянні з головним ринком ВФБ. При проведенні публічного розміщення акцій компанія повинна виконати наступні умови:

- підготувати інформаційний документ - проспект або меморандум, схвалений Комісією фінансового нагляду або контрольним органом в країні свого місцезнаходження;
- забезпечення необмеженої можливості перенесення права власності акцій;
- компанія, яка намагається вийти на ринок NewConnect не може бути в стані проведення процедури банкрутства або ліквідації;
- не існує вимог щодо розпорошення акцій в обігу;

У випадку приватного розміщення акцій:

- інформаційний документ, схвалений консультантом і затверджений керівними органами Варшавської біржі, при цьому немає необхідності публікації проспекту;
- компанія не може бути в стані проведення процедури банкрутства;
- немає вимог щодо розпорошення акцій в обігу.

Слід зазначити, що за допуск до біржового обігу і котирування акцій, Варшавська фондова біржа і Національний депозитарій цінних паперів стягують одноразовий збір у зв'язку з розміщенням і річні оплати. Розмір плати залежить в основному від вартості акцій, які вводяться в обіг. Дані оплати складаються з :

- плати за випуск акцій в обіг на біржі (одноразово + додатково у випадку чергових емісій);
- плати за котирування акцій та інших цінних паперів (щорічно);
- плати за відкриття рахунку цінних паперів та прийом паперів в депозит;
- плати за участь в розрахунковій системі (річна);
- плати за ведення депозиту .

Для IPO на ВФБ підприємство повинно понести певні витрати, розглянемо

які саме (табл. 3.5):

Таблиця 3.5

Оплата послуг ВФБ (2019 рік) [11]

Збір	Періодичність	Основний ринок	Альтернативний ринок
За представлення акцій до трейдингу	Разовий збір	0,03 % об'єму емісії (8,000 PLN – – 96,000 PLN)	3,000 PLN
За лістинг акцій	Річний збір	0,02 % ринкової вартості (9,000 PLN – – 70,000 PLN)	0,02 % ринкової Вартості (3,000 PLN – – 8,000PLN)
За допущення акцій до трейдингу	Разовий збір	3,000 PLN	2,000 PLN

Плата польському депозитарію включає в себе разовий збір за реєстрацію безпосереднього учасника – відкриття рахунку в цінних паперах, збір за допуск акцій і конвертованих облігацій до депозитарію, щорічні збори у вигляді збору за безпосередню участь, щорічний збір з емітентів за участь в торгівлі. Фахівці визначають, що попит на українські компанії в Варшаві обумовлений знанням польських інвесторів особливостей української економіки. Ціни на акції українських компаній в Польщі складаються під впливом попиту, що забезпечує рівномірний доступ до широкого кола інвесторів (рис. 3.4).

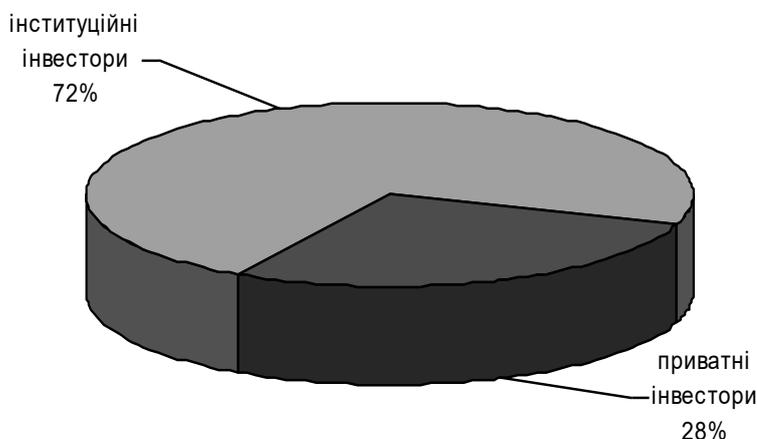


Рис. 3.4. Склад інвесторів Польщі [11]

Близько 72 % ринку інвесторів складають інституційні інвестори, близько 28 % – приватні. У порівнянні з АІМ цей майданчик не забезпечує емітенту рівний доступ до всіх груп інвесторів. На АІМ ринок на акції українських компаній керується не попитом на відміну від ВФБ, а пропозицією. Крім того, АІМ притаманний низький попит з боку приватних інвесторів. Для ефективної роботи, необхідний впливовий посередник – великий інвестиційний банк. Такий посередник орієнтується на розповсюдження акцій серед своїх синдікованих інвесторів.

Таким чином, використовуючи переваги ВФБ український емітент отримує доступ до одного із найбільш динамічних ринків IPO в Європі. ВФБ є лідером серед фондових бірж центрально-східної Європи. Вона займає:

- перше місце щодо кількості компаній у лістингу;
- перше місце щодо кількості нових компаній, які входять на майданчик;
- перше місце щодо обігу похідних інструментів;
- друге місце щодо капіталізації національних компаній, друге місце щодо об'єму обігу акцій.

До виходу на Варшавську біржу заохочують прості процедури, низькі витрати, сприятливі законодавчі акти та доступність капіталу. Успіхи ВФБ є результатом дії цілого ряду факторів: потенціалу польської держави, сприятливих законодавчих актів, сили та фінансових ресурсів інвесторів, інформаційної інфраструктури, а також праці і професійності працівників та установ польського ринку капіталу.

До переваг Варшавської фондової біржі можна віднести:

- 1) обсяги емісії, що влаштовують середні підприємства України;
- 2) доступність, невисока плата за розміщення;
- 3) можливість збільшувати емісію завдяки переходу з додаткового New-Connect на головний майданчик.

3.2. Покращення організації відносин з інвесторами у ході і після початкового розміщення

Ефективність розміщення акцій в значній мірі залежить від того, як організовано роботу з інвесторами. Головна мета – це довгострокова довіра інвесторів. Для публічної компанії зв'язки з інвестором – важливий інструмент формування її капіталізації. Організація зв'язків з інвесторами потребує витрат під час проведення початкового розміщення акцій, але ці витрати є необхідними.

Отже, в першу чергу, розглянемо загальну вартість розміщення. До початку кризи витрати могли становити до 10 % від суми залученого капіталу. Чим більша сума залучення, то меншим є процент витрат. Але у середньому залучення коштів на біржі дешевше, ніж кредити. Якщо підприємство добре підготовлене та ефективно працює, кошти, вкладені на етапі запуску акцій в обіг, здатні принести значні прибутки. Сума витрат на підготовку до розміщення акцій залежить від факторів: обсягу робіт із приведення компанії у відповідність до вимог бірж, вартості послуг радників і самої біржі, презентаційних витрат тощо. За оцінками менеджменту компаній, які вже вийшли на біржі, і представників фінансових компаній мінімальна ціна виходу на IPO складає мільйон доларів. Верхня межа може бути на порядок вищою, особливо у разі виходу на американські біржі. Витрати на підготовку до IPO мають здійснюватися з власних коштів компанії. Оплата праці більшості радників, консультантів, юристів, аудиторів достатньо висока.

Слід підкреслити, що IPO на закордонній біржі дорогий спосіб залучення інвестицій. І компанія, яка робить такий крок, має розуміти всі пов'язані з ним вигоди і зобов'язання. Якщо прогнозований обсяг залучених коштів від IPO не перевищує 30 млн дол., є сенс подумати про інший формат залучення інвестицій, вважають фахівці. Значна сума витрат пов'язана з презентаційними заходами. Презентаційні заходи є складовою діяльності компанії по зв'язкам з інвесторами. На презентаційні заходи впливає багато факторів. Вони

включають витрати на переговори та на організацію презентацій і роуд-шоу. Роуд-шоу – найважливіша частина презентаційної політики емітента.

В свою чергу, ціль презентації не тільки в тому, щоб показати інвесторам проспект емісії, але дати майбутнім покупцям акцій можливість поспілкуватися з тими, хто створював бізнес, кому вони збираються довірити свої гроші, і з ким їм неминуче доведеться спілкуватися в майбутньому. На цьому етапі визначаються кількість акцій для продажу, їхня ціна і загальний обсяг розміщення. Остаточні цифри записуються в документ після закінчення всіх презентацій. Лише тоді стає відомо скільки приблизно грошей інвестори готові вкласти в компанію. Середня ціна, запропонована інвесторами, і середня кількість акцій – останні цифри, що інвестаналітики вносять у проспект емісії. Таким чином, якість проведення роуд-шоу впливає на потенційну ціну акцій.

По закінченню роуд-шоу інвестбанк ір реєструє компанію на біржі, одержуючи тиккер, тобто скорочену назву компанії. Не можна економити на проведенні презентацій і зустрічей з інвесторами. Знизити витрати на IPO, відмовившись від послуг фінансових консультантів і провівши всю підготовчу роботу силами власників і менеджменту підприємства, неможливо.

З правилами діяльності бірж, доступ до біржі мають тільки ліцензовані торговці. Крім цього, підготовка компанії до виходу на IPO це окрема сфера діяльності, яка включає ряд етапів, зокрема від реструктуризації бізнесу та впорядкування його фінансової звітності до оцінки бізнесу за узвичаєними в інвестиційному середовищі методиками, підготовки комплексних інформаційних матеріалів, інвестиційного меморандуму, налагодження спілкування з потенційними інвесторами, організації роуд-шоу і власне виведення акцій на біржу та проведення всіх супутніх фінансових розрахунків. Для підготовки і супроводження потрібні професіонали, які, по-перше, неодноразово це робили і мають контакти з цільовими ЗМІ та інвесторами, а по-друге, спеціалізуються на певних ринках і галузях. Важливо уникнути помилок, інакше всі витрачені зусилля не дадуть очікуваного ефекту.

Аналізуючи поточні котирування акцій на будь-якій біржі, можна легко помітити, як буквально після будь-якого повідомлення про діяльність тієї чи

іншої компанії поживляються торги її акціями. Котирування надзвичайно чутливі не тільки до реальних подій, які відбуваються у бізнесі компанії, а й до чуток і думок найширшого кола учасників ринку: гравців, інвесторів, чиновників, аналітиків. І невдало представлена інформація може призвести до паніки й відчутних фінансових втрат. Аналітики, які видають рекомендації «купувати», «продавати» чи «тримати», орієнтуються на три джерела інформації про компанію: її фінансові показники, її інформаційні повідомлення та інсайдерську інформацію. У періоди між щоквартальними звітами прес-релізи компанії, висловлення її менеджерів на конференціях, будь-які події на ринку стають основними каталізаторами торгів.

Отже слід зазначити, що у зв'язку з цим грамотна політика зв'язків з інвесторами починає відігравати вирішальну роль у формуванні ставлення до неї інвесторів. Ситуація, коли компанія тижнями не реагує на наростаючий негатив, як неодноразово бувало на українському ринку, неприпустима, якщо її акції котируються на біржі: падіння капіталізації не змусить на себе чекати. За відносини з акціонерами і управління котируваннями акцій компанії, відповідає підрозділ відносин з інвесторами, аудиторією якого є саме фінансові кола. Цей напрям роботи компанії передбачає індивідуальну роботу з інвесторами, брокерами, аналітиками, публікацію розширеної фінансової інформації, бізнес-прогнозування.

В сучасних умовах фінансового ринку одним із важливих елементів формування позитивного іміджу компанії, довіри до неї інвесторів є імідж її менеджерів. Треба приділяти увагу цитуванню менеджменту, популярності в бізнес-співтоваристві, формувати їхній експертний статус.

Якщо говорити про комунікаційний супровід IPO і подальшу роботу компанії з інвесторами і ЗМІ, саме його українські компанії недооцінюють. Функція Investor Relations або перебуває в процесі формування, або узагалі відсутня. Дуже часто керівник відділу комунікацій у 90 % випадків не входить до правління, тобто не бере участі в розробці стратегії [72]. В той же час інвестору цікавий тільки зрозумілий, передбачуваний і прозорий бізнес. Постійне перебування компанії “на очах” в інвесторів і ЗМІ потребує

регулярного виробництва інформації: звітів, новин, інформаційних добірок для прес-брифінгів тощо. Тому на ранніх етапах підготовки, під час і відразу після виходу на IPO компанії необхідний фаховий комунікаційний і фінансовий супровід.

Дуже часто котирування падають через низьку поінформованість міжнародних інвесторів. Компанії повинні своєчасно та регулярно інформувати інвесторів про стан справ, аналіз фінансового становища і перспектив зростання тощо. На прикладі діяльності Астарті, рекомендується холдингу значно збільшити увагу до зв'язків з інвесторами, особливо в тих питаннях, які стосуються дивідендної політики компанії. Холдинг недостатньо повно висвітлює свою політику нульових дивідендів. Необхідно створити відповідний відділ і розробити стратегію підтримки зв'язків з інвесторами.

Слід наголосити, що в Україні інвестиційний попит поки що залишається занадто низьким і неплатоспроможним, щоденний оборот організованого ринку акцій становить трохи більше 10 млн. доларів США, тому компанії повинні дуже відповідально ставитися до вторинного ринку акцій, де обертаються його акції. Розмістити акції в Україні на суму до від 50 млн. доларів США до 100 млн. доларів США неможливо, і тому треба не втратити закордонних інвесторів [76].

Особливу увагу холдингу після проведення IPO, слід приділити дотриманню прав акціонерів, особливо дрібних та інституційних. Положення про захист прав дрібних акціонерів мають бути не декларативними, а реально застосовуватися на практиці. Наявність ефективної спостережної ради, порядку її формування і діяльності є не менш важливим елементом. При цьому ефективність спостережної ради має включати орієнтацію її діяльності на довгостроковий розвиток холдингу.

Як вже зазначалося, інвестори мають високі вимоги до розкриття інформації. Для успішного залучення інвестора холдинг має виконати не тільки обов'язкові вимоги щодо розкриття інформації, а організувати дієву систему надання інформації. Холдинг має постійно доводити інвестору концепцію добровільного дотримання певних принципів і норм ділової етики

корпоративного управління.

Очікується, що в Україні відбудуться необхідні законодавчі зміни, які дозволять українським емітентам для виходу на ринки капіталу не створювати закордонні холдинги і виводити майно в офшори, що також позитивно вплине на збільшення обсягів емісій. Український бізнес може отримати довгострокові капіталовкладення, необхідні для розвитку економіки і підвищення темпів економічного зростання, тільки за умови ефективного проведення розміщення акцій.

З точки зору інвестора, відносини з інвестором є ефективними, якщо вони швидко розкривають інформацію про зміни у зовнішньому середовищі і всередині самого підприємства. Це можливо лише, якщо: керівництво і інвестор прагнуть реально оцінювати фінансове становище підприємства і його місце на ринку; є конкретні цілі, які підприємство прагне досягти і інвестор проінформований про них; заходи, необхідні для досягнення цих цілей є ретельно спланованими і інвестор отримує інформацію про їх здійснення; керівництво підприємства та інвестор мають розуміння процесів, що відбуваються на ринку, у бізнес-середовищі. Стратегія розвитку повинна викладатися ґрунтовно. Інвестиційна програма має бути пов'язана за обсягами фінансування, об'єктами, термінами і умовами зворотності. Інформація про інвестиції має містити аналіз ризиків, заснований на даних про виконання інвестиційних планів минулих періодів. Така докладна інформація потрібна в першу чергу портфельному або інституціональному інвестору [64].

Широке коло дрібних інвесторів обов'язково повинно отримувати кваліфіковано складений річний звіт, щоб він відповідав на головні питання розвитку та ефективності компанії і мав стабільну рік у рік структуру інформації. Таким чином, холдингу та потенційним компаніям - емітентам рекомендується :

- у складі витрат на проведення розміщення обов'язково закладати кошти на обслуговування відносин з інвестором;
- розробити та реалізувати календар головних повідомлень компанії;
- розробити формат постійних повідомлень інвесторів;

- розкривати інформацію про поточний стан компанії у відповідності до правил корпоративної етики, в тому числі про доходи, права власності менеджменту;
- сформулювати коло професійних аналітиків, яким надавати вичерпну інформацію, в межах корпоративної політики, з метою адекватної оцінки вартості акцій;
- роз'яснювати акціонерам особливості дивідендної політики, особливо у випадку політики нульових дивідендів;
- в умовах світової фінансової кризи, вважати на факт низької ліквідності світових фінансових ринків і особливо виважено створювати умови для утримання інвестора;
- забезпечити постійне видання інформації про ефективність роботи компанії і її перспективи компанії для запобігання розривів у ланцюгу комунікації.

Отже можемо зробити наступні висновки. Дослідження показало, що українським емітентам доцільно використовувати Варшавську фондову біржу для початкового розміщення. ВФБ посідає лідируючі позиції серед європейських бірж за кількістю та обсягом IPO. Рекордна кількість IPO на ВФБ була досягнута переважно завдяки альтернативному майданчику NewConnect, де кількість компаній в лістингу продовжує зростати, незважаючи на рецесію. На українські компанії існує попит, який обумовлений знанням польських інвесторів особливостей української економіки. Ціни на акції українських компаній в Польщі складаються під впливом попиту, що забезпечує рівномірний доступ до широкого кола інвесторів. Також існує достатня капіталізація ринку та прозорі і зрозумілі вимоги до емітентів. Рекомендується в ході початкового розміщення українських емітентів за сучасних умов для компаній - емітентів чітко визначитися із вибором платформи для розміщення, визначити такі фактори, як розмір розміщення, коло інвесторів, витрати на початкове розміщення.

Головними перевагами біржі є те, що вона забезпечує іноземним, регіональним, в тому числі, східноєвропейським компаніям високий рівень впізнаваності в колах інвесторів. Це, в свою чергу, позитивно позначається на кількості угод, укладених цими ж інвесторами – що є дуже важливим з точки зору емітентів. По друге, ВФБ, за посередництвом розвинутої мережі своїх членів-брокерів, забезпечує своїм ринкам постійний надходження капіталу з усього світу. Більш ніж 40% обсягу торгів на Головному майданчику акцій, генерують іноземні інвестори, а членами Варшавської біржі є провідні інвестиційні банки. Лістинг на ВФБ дозволяє компанії в подальшому торгуватися на будь-якій іншій основній фондовій біржі Європи. Фондова біржа у Варшаві створює широкі можливості розвитку підприємствам, які знаходяться на різних етапах свого розвитку.

У періоди між щоквартальними звітами прес-релізи компанії, висловлення її менеджерів, будь-які події на ринку стають основними каталізаторами торгів. У зв'язку з цим грамотна політика зв'язків з інвесторами починає відігравати вирішальну роль у формуванні попиту на акції. Головний результат - це отримання довгострокової довіри інвесторів. Для публічної компанії зв'язки з інвестором стають важливим інструментом формування її капіталізації. Холдінгу рекомендується значно покращити зв'язки з інвесторами, створити відповідних відділ, керівник якого входив би до складу правління. Особливо слід наголосити на рекомендаціях збільшити увагу до зв'язків з інвесторами, в питаннях, які стосуються дивідендної політики компанії.

ВИСНОВКИ

На основі дослідженого матеріалу можемо зробити наступні висновки.

Формування внутрішніх та зовнішніх фінансових фондів є головними функціями фінансового менеджменту. Співвідношення між внутрішніми і зовнішніми фондами корпорації грає велику роль в формуванні конкурентної позиції фірми, між ними існує тісний зв'язок. Збільшення акціонерного капіталу та випуск облігацій є джерелом інвестиційного розвитку корпорацій. Постійний рух внутрішніх та зовнішніх джерел обумовлює їх значення в забезпеченні конкурентоспроможності корпорації. Чим вищою є прибутковість корпорації, більші суми внутрішніх грошових потоків, тим вищі дивіденди і прибуток на одну акцію і попит на акції. Зростання ринкової капіталізації дозволяє корпорації активно залучати кошти на фінансових ринках і в майбутніх періодах.

Здатність транснаціональних корпорацій швидко залучати капітал, необхідний для забезпечення процесу виробництва у формі випуску цінних паперів, значно посилює їх конкурентоспроможність. Корпорації на ринку капіталів є нетто-позичальниками, операції на ринках цінних паперів обчислюються трильйонами грошових одиниць у зв'язку з тим, що корпораціям більш вигідно залучати кошти шляхом випуску цінних паперів, чим отримувати кошти у фінансових посередників.

В останні тридцять років мала місце довгострокова тенденція зростання емісій цінних паперів корпорацій як в абсолютних поточних значеннях, так і відносно ВВП. Таким чином, корпорації активно залучали капітал шляхом продажу корпоративних акцій та облігацій. За 2015—2019 рр. у Північній Америці капіталізація зросла майже в 5 разів, у країнах ЄС — більше ніж у 3 рази.

Під впливом важливості залучення капіталу на фінансових ринках, були створені альтернативні майданчики бірж з метою фінансової підтримки дрібних і середніх корпорацій, розмір капіталу яких не дає змоги увійти в

основний лістинг бірж. В поточний період одним із найважливіших способів залучення капіталу є початкова публічна пропозиція акцій, або Initial Public Offering (IPO), яка проводиться з метою отримання капіталу. Необхідність в залученні капіталу особливо гостро відчують компанії з країн з транзитивною економікою. В той же час, відомі світові підприємства також використовують цей механізм для формування статусу публічної установи і використання акцій як джерела фінансування.

Початкове розміщення акцій дає можливість забезпечити фінансове підґрунтя зростання компанії в умовах конкуренції, покращувати технології, поліпшувати параметри продукції, підвищувати ефективність управління. Публічне розміщення одночасно забезпечує такі цілі як залучення фінансового капіталу на довгостроковій основі, отримання об'єктивної оцінки вартості підприємства, забезпечення функціонування компанії як публічного інституту. Компанія, що планує провести початкове розміщення цінних паперів, повинна бути максимально відкритою для інвесторів.

Початкове розміщення акцій, якщо воно проходить успішно, підтверджує, що корпоративне управління в компанії відповідає стандарту, досягнуто інформаційну прозорість і компанія має довгострокову стратегію розвитку бізнесу. Аналіз організації початкового публічного розміщення акцій холдингу Astarta Holding N.V., показав важливість всіх етапів розміщення, а саме створення юридичної структури акціонерного товариства, зрозумілої потенційним інвесторам, складання консолідованої фінансової звітності, яка переконала інвестора в платоспроможності, прибутковості і стійкості компанії, проведення аудиту за міжнародними стандартами, вибір майданчика для розміщення. Для публічного розміщення акцій на біржі група «Астарта-Київ» зареєструвала холдингову компанію у Нідерландах — Astarta Holding N.V.

Акції були включені в лістинг Варшавської біржі. Лід-менеджером IPO «Astarta Holding N.V.» виступив ING Securities. Аудит «Astarta Holding N.V.» проходила в компанії KPMG. Аналіз досвіду засвідчив, що дуже важливо працювати над структурою компанії, необхідно було довести, що структура абсолютно прозора і керована з точки зору інвестора. Зміни в структурі

проходили узгоджено з юридичним радником компанією Baker & McKenzie. Також компанія вірно визначила розмір пакета акцій для продажу публічним інвесторам. В ході розміщення головні зусилля були спрямовані на зацікавлення інституційних інвесторів, найбільшим з них став шведський інвестиційний фонд East Capital, який придбав близько 5% розміщення. З виставленого в продаж 20% пакета акцій близько 17% акцій викупили приватні особи, інші 83% - інституційні інвестори. Прямі витрати на IPO швидше склали за оцінками 2 млн. доларів США. Розмістивши 20% капіталу за ціною 19 злотих за акцію, компанія залучила 31,5 млн. доларів США і збільшила свою капіталізацію до 158,17 млн. доларів США.

Важливим етапом є обслуговування емісії після розміщення акцій, прогноз ціни і ліквідності акцій на вторинному ринку. Для цього необхідно постійно забезпечувати прибутковість компанії. Завдяки залученню інвестицій шляхом початкового розміщення відбулося збільшення продуктивності і використання передових технологій, завдяки чому виробництво основної продукції зросло динамічно (260% зростання), чисті активи вирости у два з половиною рази за останні п'ять років.

Дослідження показало, що українським емітентам доцільно використовувати Варшавську фондову біржу для початкового розміщення у зв'язку з декількома факторами. По-перше існує попит на українські компанії, який обумовлений знанням польських інвесторів особливостей української економіки. Ціни на акції українських компаній в Польщі складаються під впливом попиту, що забезпечує рівномірний доступ до широкого кола інвесторів. По-друге, існує достатня капіталізація ринку та прозорі і зрозумілі вимоги до емітентів. Рекомендується в ході початкового розміщення українських емітентів за сучасних умов для компаній-емітентів чітко визначитися із вибором платформи для розміщення, визначити такі фактори, як розмір розміщення, коло інвесторів, витрати на початкове розміщення.

В Україні інвестиційний попит поки що залишається занадто низьким, щоденний оборот організованого ринку акцій становить трохи більше 10

млн.доларів, тому компанії повинні дуже відповідально ставитися до вторинного ринку акцій, де обертаються їх акції. Розмістити акції в Україні на суму до від 50 млн. доларів США до 100 млн. доларів США неможливо, і тому треба не втратити закордонних інвесторів.

Головний результат - це отримання довгострокової довіри інвесторів. Для публічної компанії зв'язки з інвестором стають важливим інструментом формування її капіталізації. Холдингу рекомендується значно покращити зв'язки з інвесторами, створити відповідних відділ, керівник якого входив би до складу правління. Особливо слід наголосити на рекомендаціях збільшити увагу до зв'язків з інвесторами в питаннях, які стосуються дивідендної політики компанії. Холдинг недостатньо повно висвітлює свою політику нульових дивідендів. Для успішного утримання інвестора холдинг має виконати не тільки обов'язкові вимоги щодо розкриття інформації, а організувати дієву систему надання інформації.

На основі вищезазначеного, вважаємо доцільним внести ряд пропозицій. Досвід компанії «Astarta Holding N.V.» свідчить про успішність залучення довгострокового капіталу з метою збільшення обсягів виробництва, тому виокремимо наступні пропозиції:

- 1) національні підприємства мають більш активно використовувати вихід на міжнародні біржі та залучення капіталу шляхом випуску акцій;
- 2) розміщення повинні проводитися з урахуванням таких факторів, як вибір майданчика розміщення, обсяг, вартість розміщення;
- 3) підвищити прозорість діяльності компаній шляхом виконання вимог щодо розкриття інформації згідно вимог міжнародних стандартів;
- 4) українським емітентам доцільно використовувати Варшавську фондову біржу для початкового розміщення, так як існує попит на акції українських компаній, який обумовлений знанням польських інвесторів особливостей української економіки, ціни на акції українських компаній в Польщі складаються під впливом попиту, що забезпечує рівномірний

доступ до широкого кола інвесторів;

- 5) компанія-емітент повинна розробити та впровадити дієву систему відносин з інвесторами з метою отримання довгострокової довіри інвесторів, що суттєво впливає на рівень капіталізації компанії;
- 6) компанії «Astarta Holding N.V.» рекомендується значно покращити зв'язки з інвесторами, створити відповідних відділ, керівник якого входив би до складу правління;
- 7) збільшити увагу до зв'язків з інвесторами в питаннях, які стосуються дивідендної політики компанії, «Astarta Holding N.V.» недостатньо повно висвітлює свою політику нульових дивідендів, для успішного утримання інвестора холдинг повинен покращити рівень розкриття інформації.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абрамов С. І. Управління інвестиціями в основний капітал / С. І. Абрамов. – К. : КНЕУ, 2017. – 544 с.
2. Агропромхолдинг АСТАРТА оприлюднив річний звіт за 2020 рік / Прес центр «Астарта-Київ». – 2019 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.astartakiev.com/?id=3315>.
3. Антонов Н. Г. Грошовий обіг, кредит та банки / Н. Г. Антонов, М. А. Пессель. – К. : Фінстатінформ, 2015. – 269 с.
4. АСТАРТА підписала кредитну угоду із Сітібанком / Прес центр «Астарта-Київ», 2018 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.astartakiev.com/?id=3270>.
5. Баронский А. Ринок цінних паперів в Україні / А. Бапронський. – Фінансова Україна. – 2019 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.prostobank.ua/finansovyy_gid/investitsii/stati/rynok_tsennyh_bumag_v_ukraine_est_li_budushee_posle_krizisa.
6. Благонравин М. Як зробити майбутнє прозорим / М. Благонравин // Експерт України. – 2018. № 1. – С. 22–27.
7. Бланк І. А. Інвестиційний менеджмент: навч. курс. / І. А. Бланк. – К. : Ніка-Центр, 2018. – 448 с.
8. Брейли Р. Принципи корпоративних фінансів. / Р. Брейли, С. Майерс. – К.: Олімп-Бізнес, 2015. – 1120 с.
9. Бушуев С. Д. Інвестиційні пріоритети менеджменту / С. Д. Бушуев, – К. : УкрІНТЕШ, 2018. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/natural/Uprv/2018_2/bushuev.pdf.
10. Ван Хорн Дж. К. Основи управління фінансами: пер. с англ./ Дж. С. Ван Хорн. – Одеса: «Астра-ПРИНТ», 2015. – 426 с.
11. Варшавська фондова біржа, підсумки // Перший радник в Україні. –

2019. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.avantazh-capital.com/index.php/ru/vse-novosti/varshavska-fondova-birzha-u-2019-rotsi-pidsumki.html>.

12. Винс Р. Математика управління капіталом: пер. с англ./ Р. Винс. – К. : Альпіна, 2017. – 401 с.

13. Гарнер Д. Залучення капіталу/ Д. Гарнер // «Ернст энд Янг». 2017. – С.180-242.

14. Гігієнічна класифікація праці за показниками шкідливості та небезпечності чинників виробничого середовища, важкості та напруженості трудового процесу. Інструкція МОЗ України. – К., 2018. – 34 с.

15. Голов С. Фінансовий та управлінський облік. / С. Голов, С. Єфіменко. – 2-ге вид. – К. : ЦУЛ, 2017. – 564 с.

16. Горбунов А. Р. Податкове планування і створення компаній за кордоном / А. Р. Горбунова. – К. : Анкіл, 2015. – 192 с.

17. Грабовецький Б. Є. Економічний аналіз : навч. посіб. / Б. Є. Грабовецький. – К. : Центр учбової літератури, 2017. – 256 с.

18. Гулькін П. Г. Посібник з початкового розміщення акцій (ІРО) / П. Г. Гулькін. – К. : Основи, 2016. – 238 с.

19. Гроші і фінанси: тести і задачі / Під. ред І.Т.Балабанова. – К. : КНЕУ, 2015. – 160 с.

20. Деєва Н. М. Фінансовий аналіз : навч. посіб. для студ. вищих навч. закладів / Н. М. Деєва, О. І. Дедіков. – К. : Центр учбової літератури, 2017. – 324 с.

21. Доповід про світові інвестиції 2019 : Огляд ООН. – Нью-Йорк; Женева, 2019. – 88 с.

22. Драгун Д. Розміщення акцій на фондових ринках / Драгун Д., Арутюнян Н., Евланчик С. – К. : Компаньон, 2016. – 256 с.

23. Євтушевській В. А. Основи корпоративного управління: навч. посіб. / В. А. Євтушевській – К. : Знання-Прес, 2014. – 317 с.

24. Зав'ялова О. В. Прямі іноземні інвестиції та реструктуризація економіки України / О. В. Зав'ялова Реструктуризація економіки та раціоналізація експортно-імпортової політики України: зб. наук. пр. // Ін-т світової економіки і міжнар. відносин, 2018. – Вип. 11. – С. 16–21.

25. Законодавство України. Головна сторінка. Офіційний сайт Верховної Ради України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws>.

26. Закон України від 14 жовтня 1992 р. № 2694-ХІІ «Про фондову біржу» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=2694-12>

27. Звіт за 2019 рік. Прес центр «Астарта-Київ» – 2019. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.astartakiev.com/?id=2770>.

28. Ідрисов А. Б. Стратегічне планування та аналіз ефективності інвестицій / А. Б. Ідрисов, С. В. Картиш. – К. : Філін, 2018. – 272 с.

29. Інтерв'ю Генерального директора компанії «Астарта-Київ» // Інвестгазета. – 2019. – № 34. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до сайту: <http://investgazeta.net/kompanii-i-rynki/generalnyj-direktor-kompanii-astarta-kiev-viktor-ivanchik-my-poluchili-cenu-ot-kotoroj-hoteli-by-ottalkivatsja-v-buduschem-153716/>.

30. Китай обігнав США за обсягом ІРО // Економічна Правда. – 2018 [Електронний ресурс]. – Режим доступу до сайту: <http://www.epravda.com.ua/news/2018/12/29/311523/>.

31. Ковалев А. І. Аналіз фінансового стану підприємства / А. І. Ковалев. – К. : Основи, 2017. – 216 с.

32. Конституція України від 28 червня 1996 № 254 к/96-ВР [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/254к/96-вр>.

33. Коссак В. М. Іноземні інвестиції в Україні (цивільно-правовий аспект) / В. М. Коссак – Львів. : Центр Європи, 2016. – 216 с.

34. Кость К. Переваги ІРО як засобу здійснення інвестицій / К. Кость //

Галицький економічний вісник. – 2019. – № 1(30). – С. 74–78.

35. Крамаренко Г. О. Фінансовий аналіз і планування / Г.О. Карменко – К. : ЦНЛ, 2016. – 224 с.

36. Крамаренко Г. О. Фінансовий менеджмент / Г.О. Карменко, О.Є. Чорна. – К: Центр навчальної літератури, 2016. – 520 с.

37. Кредісов А. І. Управління зовнішньоекономічною діяльністю: навчальний посібник / А.І. Кредісов – К. : Компаньон, 2017. – 448 с.

38. Лазебник Л. Л. Інвестиційний клімат та економічна мотивація іноземного інвестування в Україні / Л. Л. Лазебник // Фінанси України. – 2017. – №4. – С. 82–88.

39. Ларін М. ІРОдром для українських компаній / М. Ларін // Правовий тиждень. – 2018. – № 29 (207). – С. 14–15.

40. Лень В. С. Звітність підприємства : підруч. для студентів вищих навчальних закладів / В. С. Лень, В. В. Гливаєко. – 2-е вид., перероб. і доп. – К. : Центр навчальної літератури, 2016. – 612 с.

41. Лукінов І. І. Еволюція економічних систем / І. І. Лукінов // Економіка України. – К. : Компаньон, – 2017. – 567 с.

42. Луцевич О. Перешкоди для припливу іноземних інвестицій в Україну: проблеми і рекомендації / О. Луцевич, С. Остапенко // Економіст. – 2019. – № 3. – С. 38–45.

43. Ляшенко В. И. Фондові індекси та рейтинги / В. И. Ляшенко – К. : ЦУЛ, 2014. – 456 с.

44. Мамутов В. К. Господарче право зарубіжних країн / В. К. Мамутов, О. О. Чувпило. – К. : Ділова Україна, 2017. – 352 с.

45. Меньшиков І. С. Фінансовий аналіз цінних паперів / І. С. Меньшиков. – Одеса: «Астра-ПРИНТ», 2015. – 360 с.

46. Михайлов Д. М. Світовий фінансовий ринок: тенденції та інструменти / Д. М. Михайлов. – К. : Іспит, 2017. – 768 с.

47. Мозговий О. М. Міжнародні фінанси : навч. посіб. / О. М. Мозговий. –

К. : КНЕУ, 2015. – 570 с.

48. Мьоллерс Ф. Прямі іноземні інвестиції в Україну – реальний життєвий досвід / Ф. Мьоллерс, А. Зіденберг, Л. Хоффманн. – К. : Фенікс, 2015. – 477 с.

49. Никітін. Л. Як залучити інвестиції / Л. Никітін // Фінансовий директор, 2018. – № 176. – С. 36–39.

50. Новини фондових ринків / Комерсант-Україна. – 2018. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://investfunds.ua/news/rekomendacii-astarta-kommersant-ukraina-88897/>.

51. Загальні збори акціонерів Astarta Holding N.V. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://astartakiev.com/?id=1670>

52. Основні фінансові результати АСТАРТИ за 9 місяців 2020 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.astartakiev.com/?id=3249>.

53. Пітерс Т. У пошуках ефективних методів управління / Т. Пітерс, Р. Уотерман – К. : Основи, 2012. – 143 с.

54. Плотніков О.В. Фінансовий менеджмент у транснаціональних корпораціях: навч. посіб. / О.В. Плотніков – К. : Кондор, 2014. – 252 с.

55. Приз О. В. Державне регулювання експортної діяльності України / О. В. Приз // Вісник донецького університету, Сер. В: Економіка і право. – Вип. 2. – 2018. – № 4. – С. 189-194.

56. Примостка Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2014. – 263 с.

57. П'ять років з моменту виходу АСТАРТИ на Варшавську Фондову біржу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.astartakiev.com/?id=3182>.

58. Річний звіт та статистика фондових ринків за 2015–2019 роки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2019/equity-markets/domestic-market-capitalization>.

59. Рогач О. І. Міжнародні інвестиції: теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій : підручник / О. І. Рогач – К. : Либідь, 2016. –

720 с.

60. Рогач О. І. Транснаціональні корпорації / О. І. Рогач. – К.: ВЦ «Київський університет», 2016. – 762 с.

61. Савицька Г. В. Економічний аналіз діяльності підприємства : навч. посіб. / В.Г. Савицька. – К. : Знання, 2014. – 654 с.

62. Статистичний щорічник України за 2019 рік / [ред.-упоряд. О. Г. Осауленка]. – К. : ТОВ «Август Трейд», 2020. – 560 с.

63. Стоянова Е. С. Практикум з фінансового менеджменту / Е. С. Стоянова и др. – К. : КНЕУ, 2015. – 173 с.

64. Стоянова Е. С. Фінансовий менеджмент / Е. С. Стоянова. – К.: КНЕУ, 2015. – 196 с.

65. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій / В. М. Суторміна. – К. : КНЕУ, 2014. – 566 с.

66. Тютюнник Ю. М. Фінансовий аналіз / Ю. М. Тютюнник. – Полтава: ПДАА, 2015. – 406 с.

67. Українське більше не котується / Економічна правда – 2019. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/markets/2019/09/14/207478/>.

68. Український тижневик ділової інформації // Агро-Профі. – 2018. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.agroprofi.com.ua/content/view/88/41/>.

69. Урожай агрохолдингу Астарта виріс на 72 % // TradeMaster. – 2019 – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.trademaster.com.ua/142/?tx_ttnews%5Btt_news%5D=6010&cHash=48d2092772.

70. Фінанси «Астарта-Київ» – 5-а річниця виходу на Варшавську фондову біржу. Біржа цінних паперів у Варшаві. – 2019 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ipowse.com.ua/Information/240.34.html>.

71. Філіпенко А. Світова економіка : підручник / А. Філіпенко, О. Рогач, О. Шнирков. – К. : Либідь, 2016. – 582 с.

72. Фінансова криза вийшла на IPO // Економічна правда. – 2020. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.epravda.com.ua/news /2020 /07/31/163628 /view_print/.

73. Цукрова компанія «Астарта-Київ» успішно здійснила первинне публічне розміщення своїх акцій на варшавській фондовій біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.astartakiev.com/?id=1156>.

74. Четиркина Е. М. Фінансова математика / Е. М. Четиркина – К. : КНЕУ, 2012. – 400 с.

75. Чибриков Г.Г. Міжнародні монополії в процесі інтернаціоналізації капіталу / Г.Г. Чибриков. – К. : Либідь, 2013. – 172 с.

76. Шишков С. Є. Модернізація підходів до лістингових вимог в Україні / С. Є. Шишков. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: uaib.com.ua/files/articles/1457/2_4.ppt.

77. Amadeus привлек 1,32 млрд. евро // Інвест-газета. – 2019. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://investgazeta.net/kompanii-i-rynki/amadeus-privlek-1-mlrd.-158876/>.

78. Astarta Holding N.V. планує збільшити чисту прибуль в 2019 році [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.astartakiev.com/?id=2115>.

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А

Анотація дипломної роботи іноземною мовою

ANNOTATION

Forming of internal and external financial funds is the main functions of financial management. A betweenness by the internal and external funds of corporation plays a large role in forming of competition position of firm, between them there is close connection. A joint-stock capital increase and issue of bonds is the source of investment development of corporations. Permanent motion of internal and external sources is stipulated by their value in providing of competitiveness of corporation. Than higher is profitability of corporation, greater sums of internal money streams, the higher dividends and income on one action and demand on an action. Growth of market capitalization allows corporations actively to attract a money on financial markets and in future periods.

The ability of corporations to raise capital quickly, which is necessary for providing the process of production in form of issue securities, considerably strengthens their competitiveness.

Corporations at the market of capitals are net borrowers, operations on the markets of equities are calculated by the trillions of monetary items in connection with that it is better to attract money for corporations by issue of securities, than to get money for financial mediators.

In the last thirty years there has been a long-term trend growth in the issue of securities of corporations both in absolute values of current values and in relation to GDP. Thus, corporations actively attracted a capital by the sale of corporate actions and bonds. For 2001—2007 in North America capitalization grew almost in 5 times, in the countries of EU — more than in 3 times. However with 2008 an economic crisis is begun, that immediately affected capitalization of actions, it swiftly falls in all regions of the world, the decline of capitalization is begun with 2008, when on all

most exchange stocks of the world the price of equities went down, capitalization of most exchange stocks for one year had diminished sharply.

Under the influence of the importance of raising capital in financial markets, alternative sites were established exchanges for financial support to small and medium-sized corporations, the size of capital of which is not enough to enter the main listing of exchanges.

In the current period one of the most important ways of raising capital is the Initial Public Offering (IPO), which is held to raise capital.

The need to attract capital is particularly vulnerable to companies from countries with economies in transition. At the same time, world famous companies also use this mechanism for the formation of the status of public institutions and the use of shares as a source of funding.

The initial public offering enables secure financial foundation of growth in a competitive environment, improve technology, improve product options, improve management efficiency.

Public offering at the same time provides the following objectives as involvement of financial capital for long-term basis, obtaining an objective valuation of the company, the operation of a public institution. The company, which plans to hold an initial placement should be as open for investors.

Initial Public Offering, if it is successful, confirming that corporate governance in the company conform to the standard achieved information transparency and the company has long-term strategy of business development. Analysis of the initial public offering of shares holding Astarta Holding N.V. showed the importance of all stages of deployment, namely the creation of the legal structure of joint stock company, clear to potential investors, preparation of consolidated financial statements, which convinced the investor's solvency, profitability and sustainability of the company, the audit according to international standards, the selection of accommodation. For IPO on the stock exchange group "Astarta-Kyiv" registered holding company in the Netherlands - Astarta Holding NV.

Promotions included in listing the Warsaw Stock Exchange. Lead manager for IPO «Astarta Holding NV» made by ING Securities. Audit «Astarta Holding NV» was held in the company KPMG. Analysis of experience shows that it is important to work on the structure of the company, it was necessary to prove that the structure is completely transparent and manageable in terms of investor. Changes in the structure were consistent with legal counsel Baker & McKenzie. The company also correctly identified the size of shares for sale to public investors. During placement of the main efforts were directed at the interests of institutional investors, most of them became a Swedish investment fund East Capital, which acquired a 5% allocation. On the bill to sell 20% stake in about 17% of the shares redeemed individuals, other 83% - institutional investors. Direct costs of an IPO soon made an estimated 2 million dollars. Placing 20% of capital at a price of 19 zlotys per share, the company raised 31.5 million dollars and increased its capitalization to 158.17 million dollars.

An important step is the maintenance issue after placement, forecast prices and liquidity of shares in the secondary market. This is necessary to support the company's profitability.

Thanks to investment by the initial allocation was to increase productivity and use of advanced technologies, allowing the production of primary products grew rapidly (260% increase), net assets have grown two and a half times over the past five years, business turnover in 2010 to more than three times compared with 2006 and EBITDA of increased nine times.

The study showed that Ukrainian issuers should use Warsaw Stock Exchange for the initial placement due to several factors.

First one is that the demand for Ukrainian companies exists, which is due to knowledge of Polish investors features of the Ukrainian economy. Prices of shares of Ukrainian companies in Poland made under the influence of demand that provides uniform access to a wide range of investors. The second one that there is sufficient market capitalization and transparent and clear requirements for issuers. Recommend during the initial placement of Ukrainian issuers in the current

situation for companies - issuers to clearly define the choice of platform to accommodate, to determine such factors as the size of accommodation, range of investors, the costs of initial placement.

In Ukraine, investment demand is still too low, the daily turnover of the organized stock market is just over 10 million dollars, so companies have a responsibility to treat the secondary market for shares, which traded their shares. To place stock in Ukraine from 50 million dollars to 100 million dollars is impossible, and therefore the goal is not to lose foreign investors.

The main result is a long-term investor confidence. For a public company investor relations are an important tool for the formation of its capitalization. For this company it is recommended to improve connections with investors to create the appropriate department, which leader would go to a member of the Board. Especially it should be emphasized on the recommendations to increase attention to investor relations in matters relating to dividend policy. Holding not fully covering its policy of zero dividends. The successful maintenance of investor holding must comply not only mandatory disclosure requirements but also to organize an efficient system for information.