

УДК 336.717.3

*В. М. Левківський,
д. е. н., професор, завідувач кафедри економіки і менеджменту,
Чернігівський національний педагогічний університет імені Т.Г. Шевченка, м. Чернігів*

ДИВЕРСИФІКАЦІЯ РИНКОВИХ МЕХАНІЗМІВ ЗОВНІШНЬОГО ФІНАНСУВАННЯ ТНК

*V. M. Levkivsky,
Dr. Hab. In Economics, Professor of Economics and Management Department,
Chernihiv National Pedagogical University named after Taras Shevchenko*

DIVERSIFICATION OF MARKET MECHANISMS OF EXTERNAL FINANCING OF TNC

У статті розглядаються шляхи диверсифікації укладення угод з капіталом під час розробки і реалізації компанією стратегії первинного публічного розміщення акцій. Подається аналіз сильних і слабких сторін альтернативних механізмів залучення капіталу: (1) продаж активів фондам прямих інвестицій; (2) угода із злиття і поглинання (M&A); (3) закрите розміщення; (4) створення спільних підприємств та альянсів. Зроблено висновок, що використання цих механізмів у процесі підготовки до IPO дає змогу підвищення стійкості бізнесу і зростання виручки; розширення можливостей для операційної діяльності, управління та підготовки фінансової звітності; підвищення довіри до компанії з боку профільних експертів та інвесторів, підвищення вартості бізнесу у довгостроковій перспективі шляхом проведення IPO.

The article discusses ways to diversify agreements with capital in the development and implementation of company strategies IPO. There is an analysis of the strengths and weaknesses of alternative mechanisms for raising capital: (1) the sale of assets of private equity funds; (2) the agreement of merger and acquisition (M & A); (3) private placement; (4) joint ventures and alliances. It is concluded that the use of these mechanisms in preparation for the IPO allows increasing the stability of business and revenue growth; expanding opportunities for operations, management and financial reporting; increase confidence in the company by the relevant experts and investors, increase business value in the long term through IPO.

Ключові слова: *зовнішнє фінансування, продаж активів фондам прямих інвестицій; закрите розміщення; злиття і поглинання, первинне публічне розміщення.*

Keywords: *external financing, sale of assets private equity fund; private placement; mergers and acquisitions, initial public offering.*

Постановка проблеми. Нестача власних фінансових ресурсів на певному етапі життєдіяльності корпорації зумовлює необхідність залучення зовнішнього фінансування. У часи невизначеності успішні компанії переглядають бізнес-моделі і намагаються оптимізувати стратегію роботи на ринку шляхом диверсифікації укладення угод з капіталом, отже останні стають пріоритетом фінансового менеджменту компанії.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Методологічні, теоретико-методичні аспекти, а також проблематику виходу компанії на міжнародні ринки капіталу досліджують вітчизняні та іноземні вчені В. Базилевич, Д. Бредлі, Р. Геддес, В. Геєць, П. Конвей, В. Кукса, Д. Крейг, А. Лукашов, Ф. Мишкін, Е. Міллер, А. Пересада, О. Рогач, А. Руденко, А. Філіпенко, А. Шерман, П. Шпіндт, П. Шульц та ін. Проблеми впливу структури капіталу на вартість корпорації досліджують І. Бланк, Ю. Бріггем, Р. Брейлі, Т. Майорова, Дж. Ріттер, В. Шапран, У. Шарп та ін. Проте у вітчизняній науковій літературі залишаються недостатньо висвітленими можливості диверсифікації способів залучення капіталу транснаціональними корпораціями.

Метою статті є огляд і обґрунтування диверсифікації альтернативних способів залучення капіталу для фінансування корпоративного бізнесу з використанням джерел міжнародних ринків капіталу.

Результати дослідження. Залучення зовнішніх ресурсів – складова у системі зовнішнього фінансування корпорації, яка передбачає вибір інструменту залучення і базується на врахуванні трьох взаємопов'язаних ключових чинників: ціни інструменту, виду пасиву (власний капітал або позикові кошти) і терміну фінансування (довго-, середньо- або короткостроковий). Ціна інструменту значною мірою залежить від загального стану ринку капіталу і конкретного інструменту, тоді як два інших чинники – універсальні для всіх компаній з точки зору власності та поділяються на пайові (фінансування за рахунок власного капіталу) та боргові інструменти (позиковий капітал).

За умов нерозвиненості фондового ринку в багатьох транзитивних економіках (що не в останню чергу стосується й України) фірми, як правило, не мають реального вибору й змушені звертатися до кредитування не тому, що це найбільш вигідний варіант, а тому, що не мають гідної альтернативи у вигляді випуску акцій, облігацій чи інших фондів інструментів через складність процедури, закритість роботи фондової біржі, великих трансакційних витрат тощо [1, с.137-138].

У світовій практиці емісія акцій транснаціональних корпорацій є одним із найважливіших традиційних і найбільш апробованих способів залучення капіталу. Акціонерний капітал, будучи джерелом формування основних фондів та оборотних коштів, становить основу фінансування розширення і розвитку корпорації, реалізації її соціальної політики, інвестицій. За цільовим призначенням цей вид фінансових ресурсів корпорацій досить диверсифікований.

Одним із способів залучення зовнішнього фінансування компанії є первинне публічне розміщення її акцій (IPO). Цей спосіб вимагає розробки відповідної довгострокової стратегії розвитку компанії, тобто тривалої ретельної підготовки, спрямованої на доведення іміджу і показників діяльності компанії до відповідності умовам лістингу. Інвесторів приваблюють компанії без фінансових проблем, а це означає необхідність прийняття заходів зі скорочення або рефінансування заборгованості. Такими заходами можуть бути: зниження витрат на фінансування заборгованості; залучення додаткових позикових коштів для фінансування нових проектів; реструктуризація заборгованості. Таким чином, компаніям, що планують IPO, необхідно попередньо скоротити розмір своєї заборгованості або рефінансувати її. Згідно з експертними оцінками, такі заходи, що передують IPO, найбільше сприяють підвищенню вартості бізнесу.

Як зазначають фахівці відомої аудиторсько-консалтингової компанії Ernst & Young, успішне IPO означає структуровану і керовану трансформацію кадрових ресурсів, внутрішніх процесів і процедур, а також корпоративної культури. E&Y визначає цей процес як шлях до підвищення капіталізації за допомогою IPO. Сам

процес розміщення займає від 90 до 120 днів, але шлях до успіху починається принаймні за рік або два до виходу на IPO і їм не закінчується. IPO має стати поворотною точкою у житті компанії. Організації, які домоглися успіху за допомогою IPO, розглядали його як один з ключових етапів масштабної трансформації їх приватного бізнесу в публічну компанію, а не як одноразову угоду із залучення капіталу [2, с.3].

На особливу увагу при плануванні IPO заслуговує питання правильного вибору біржі як запорука залучення найбільшої кількості інвесторів. При виборі біржі необхідно врахувати наступне: доступ до інституціональних інвесторів, ліквідність фондового ринку, сила бренду і його потенціал на місцевому ринку, оцінка вартості, умови лістингу, можливість залучення фінансування у майбутньому, обсяг витрат.

Як правило, молоді і невеликі підприємства віддають перевагу альтернативним біржовим майданчикам своєї країни, а великі, які ведуть свою діяльність вже давно, - основним фондовим ринкам. Емітент може запропонувати акції або виключно місцевим інвесторам (що зазвичай відбувається у випадку невеликого розміру пропозиції), або на міжнародному ринку. Крупна компанія, можливо, зробить вибір на користь розміщення за кордоном, де зможе продати акції за високою ціною або отримати доступ до більш широкого кола інвесторів. Зазвичай так роблять великі корпорації, які хочуть залучити фінансування у розмірі понад 1 млрд. дол. США, коли не мають можливості зробити це на місцевому ринку. Основний стримуючий фактор при виборі такого розміщення - потенційна необхідність виконання більш суворих вимог, ніж на місцевому ринку.

Провідні світові корпорації часто використовують непрямий доступ на міжнародні біржі - за допомогою глобальних депозитарних розписок (global depositary receipts, GDR), які за сутністю є сертифікатами, що вільно обертаються на певних ринках, випускаються банком-депозитарієм і служать підтвердженням прав їх власників щодо певного числа акцій емітента. Такі розписки можуть розміщуватися і обертатися на ринку незалежно від акцій, на які вони випущені. Головною їх особливістю є те, що вони дозволяють власникам реалізувати право вимоги відносно певної кількості акцій емітента. У широкому розумінні, депозитарна розписка - це цінний папір другого порядку, який може бути у вигляді як сертифіката, так і в бездокументарній формі, що випускається великим банком-депозитарієм і засвідчує права власності на акції іноземної компанії, що депоновані у цьому банку [3, с. 29].

Емітент, аби скористатися механізмом GDR, випускає акції для їх продажу і залучення капіталу на декількох ринках відразу (а не тільки на місцевому). Спочатку компанія депонує певну кількість акцій у банку, де вона бажає отримати допуск до фондового ринку. Банк потім випускає на ці акції розписки (GDR), які пропонуються особам, зареєстрованим у відповідній країні.

Торгівля GDR будується на тих же принципах, що і торгівля акціями. В результаті їх випуску емітент отримує доступ до більшого числа інвесторів, підвищується ліквідність його акцій за межами місцевого ринку, а можливостей для залучення капіталу на зарубіжних ринках стає більше. Перевага для місцевих інвесторів полягає в тому, що вони можуть легко придбати акції іноземної компанії без необхідності дотримання вимог іноземного фондового ринку. Ще одна перевага: акції і дивіденди деноміновані в місцевій валюті інвестора (характеристики GDR і звичайних акцій наведено у табл. 1.

Таблиця 1.

Ключові характеристики акцій і глобальних депозитарних розписок

Акції	Глобальні депозитарні розписки
<ul style="list-style-type: none"> • Можливість пропозиції акцій приватним та / або інституціональним інвесторам • Можливість розміщення акцій як на основних, так і на альтернативних біржових майданчиках • Висока ліквідність • Складні та витратні процедури, що супроводжують розміщення • Можливість використовувати акції в якості платіжних засобів в угоді поглинання • Необхідність приведення практики корпоративного управління у відповідність до вимог біржі • Підготовка фінансової звітності відповідно з МСФЗ 	<ul style="list-style-type: none"> • Отримання доступу до ресурсів міжнародних ринків у більшому обсязі • Можливість виходу на нових інвесторів • Підвищення інтересу до емітента з боку бізнес-аналитиків та ЗМІ • Відносно дешевий спосіб залучення капіталу у порівнянні з IPO • Невключення в основні біржові індекси • Менш суворі вимоги до корпоративного управління • Неможливість брати участь у процесі визначення кінцевого власника акцій

Останніми роками ГДР посіли чільне місце серед інструментів, за допомогою яких компанії з країн, що розвиваються та з нових ринкових країн збільшують капітал на західних біржах. Зростаючий попит на ГДР значною мірою зумовлений бажанням індивідуальних та інституційних інвесторів диверсифікувати свої портфелі, знизити інвестиційні ризики та ефективно інвестувати на міжнародному рівні. Отже ГДР варто розглядати також у якості засобу для активізації глобальної торгівлі, який може допомогти збільшити не тільки обсяги торгівлі на внутрішніх і зовнішніх ринках, але й обміну інформацією, технологіями та регуляторних процедур, а також прозорості ринку [4, с. 48].

Розробляючи стратегію здійснення IPO, треба враховувати, що навіть ефективний підготовчий процес не гарантує сприятливої кон'юнктури на обраному компанією сегменті глобального ринку IPO. З цього погляду, найбільш ефективним є підхід, що передбачає, поряд з підготовкою до IPO, одночасно розробку кількох можливих варіантів залучення коштів.

Зокрема, варто взяти до уваги спосіб поєднання кількох способів залучення коштів: залучення фінансування від фондів прямих інвестицій, паралельного рефінансування заборгованості та проведення власне IPO. Сутність даного способу - в його гнучкості, оскільки він дає змогу диверсифікувати джерела залежно від ситуації на фондових ринках (наприклад, падіння котирувань, зниження ділової активності, зростання волатильності і т.п.). Завдяки диверсифікованому підходу ТНК отримуватиме істотно більше стратегічних альтернатив і можливостей зниження ризиків.

У деяких випадках, коли відтермінування первинного публічного розміщення видається раціональним, постає завдання пошуку дешевшого варіанту залучення капіталу. Отже, йдеться про альтернативні варіанти залучення коштів, до яких належать: (1) продаж активів фондам прямих інвестицій; (2) угода із злиття і поглинання (M&A); (3) закриті розміщення; (4) створення спільних підприємств та альянсів.

Порівняльна привабливість продажу активів визначається умовами продажу й особливо тим, хто виступає в якості покупця - галузева компанія чи професійний інвестор. Продаж активів галузевій компанії або професійному інвестору часто розглядається як гідна альтернатива IPO з урахуванням цілей, переслідуваних поточними акціонерами і керівництвом, а також специфіки бізнесу. Зокрема, варіант *продажу активів фонду прямих інвестицій* (далі ФПІ) може стати джерелом фінансування розвитку швидкозростаючої компанії, яка ще не готова до виходу на публічний ринок з технічної точки зору. Не всі підприємства становлять інтерес для професійних інвесторів. Коло потенційних покупців з числа галузевих компаній також може бути обмеженим.

Знайомлячись з проспектом, галузеві компанії і професійні інвестори звертають увагу на динаміку продажів і виручки, основні витрати, управління оборотним капіталом, надійність бізнес-плану. Розуміння інтересів покупця - це найважливіша умова успішного продажу активів. І хоча всіх потенційних покупців у першу чергу хвилюють ключові фактори росту капіталізації компанії, у тому числі частка ринку, конкурентоспроможність, потенціал зростання, стабільність грошових потоків, структура витрат і якість основних активів, їх стратегічні пріоритети можуть відрізнятися. Компанія, яка ґрунтовно підготується до IPO, матиме більше шансів укласти і іншу угоду на вигідних умовах. Вона вже пройде частину складного процесу трансформації, необхідного для IPO, а значить, буде мати необхідну структуру менеджменту і сильний керівний склад.

Приймаючи рішення про необхідність виходу на IPO, слід також провести всебічний аналіз доцільності угоди M & A як альтернативи публічного розміщення. Необхідно провести порівняльну оцінку потенційної вартості активів компанії на ринках M & A і IPO, що дозволить зрозуміти, скільки коштів можна залучити від продажу активів стратегічному покупцеві або професійному інвестору, а також при проведенні IPO. Крім того, необхідно вивчити аналогічні угоди і оцінки вартості публічних компаній у тій самій галузі.

У часи економічної невизначеності угоди M & A стають вигідною стратегією. Провідні гравці розглядають можливості поглинання невеликих компаній, здійснюють інтеграцію вже придбаних структур і позбавляються від непрофільних активів.

Закриті розміщення акцій - це залучення фінансування (в обмін на акції) від інституційних інвесторів. Воно називається закритим, оскільки акції пропонуються обмеженому колу приватних інвесторів, а не широкій громадськості. Як правило, до закритого розміщення вдаються невеликі компанії, яким

необхідні кошти на розвиток і розширення бізнесу. Закрите розміщення найчастіше передбачає подальше проведення IPO або іншого правочину, яка визначається як «подія ліквідності». Таке розміщення може стати чудовою альтернативою публічного або випереджати його (переваги і недоліки такого розміщення наведені у табл. 2).

Таблиця 2.
Переваги та недоліки закритого розміщення акцій порівняно з IPO

Переваги	Недоліки
<ul style="list-style-type: none"> • Можливість уникнути втрати часткового контролю над бізнесом • Швидкий і простий спосіб залучення капіталу (відсутність необхідності подавати реєстраційну заявку, більш демократичні вимоги до документації та розкриття інформації) • Відносно дешевший спосіб залучення коштів • Проведення розміщення на своїх умовах • Відсутність обмежень щодо обсягу і виду залученого фінансування 	<ul style="list-style-type: none"> • Обмежений доступ до ресурсів публічного ринку • Відсутність повної інформації про ринкову кон'юнктуру • Ризик втручання інвестора в оперативне управління компанією

Крім того, закрите розміщення є ефективним механізмом для повторного залучення капіталу на ринку. Найчастіше закрите розміщення - це швидкий і відносно дешевий спосіб отримання капіталу. У більшості випадків воно проводиться з метою отримання в стрілі терміни невеликого обсягу коштів при відносно низьких витратах. Для молодих компаній, які ще не встигли досягти високих фінансових показників або зарекомендувати себе іншим чином, IPO, можливо, - не найкращий спосіб залучення широкого кола інвесторів. Більше того, оскільки закрите розміщення являє собою приватну угоду, воно дозволяє компанії формулювати особливі умови з урахуванням її конкретних інтересів.

Створення спільного підприємства (або іншого стратегічного альянсу) часто відбувається в умовах економічної нестабільності, коли постає необхідність активізації інноваційної діяльності та набуття нових знань. У рамках створення СП компанії вступають у партнерство і створюють окрему юридичну особу, що дозволяє їм спільно користуватися прибутком, ринковими перевагами, активами, інтелектуальною власністю і т. п. Переваги і недоліки створення СП / стратегічного альянсу наведені у табл. 3.

Таблиця 3.
Відносні переваги та недоліки СП

Переваги	Недоліки
<ul style="list-style-type: none"> • Відносно невеликі витрати • Участь в управлінні бізнесом • Спільні ризики і вигоди • Інтеграція виробленої продукції і клієнтської бази • Вихід на ключові ринки, нові можливості для розширення бізнесу • Ефективне управління ризиками • Можливість продажу активів або оптимізації корпоративного портфеля 	<ul style="list-style-type: none"> • Необхідність постійного контролю за діями партнера • Потенційні правові, фінансові та репутаційні ризики, пов'язані із солідарною відповідальністю • Тривалий процес прийняття рішень • Необхідність врахування особливих договірних умов ліцензування, збуту і поставок, виробництва продукції, трудових та інших відносин

На відміну від угоди злиття, права власності не передаються. Стратегічне партнерство або альянс дозволяє невеликій компанії взаємодіяти з більш великим і стабільним бізнесом. Створення СП - гарний спосіб освоїти нові стратегічні ринки без значних витрат, розширити сферу діяльності, отримати доступ до нових технологій тощо. При цьому розмір капіталу, який бере участь в СП, є значно менший, ніж при здійсненні повноцінної угоди поглинання. Створення СП може стати проміжним етапом на шляху до продажу активів або оптимізації корпоративного портфеля. Але учасникам СП життєво необхідний збіг мети спільної діяльності, інакше - існує загроза невдачі.

Висновки. Стратегія фінансування бізнесу корпорації не повинна обмежуватися проведенням IPO. У ході підготовки до публічного розміщення багато компаній укладають стратегічні угоди щодо операцій з капіталом, що є потужним засобом стимулювання бізнесу і використовується більшістю успішних компаній перед публічним розміщенням. Це дає змогу підвищення стійкості бізнесу і зростання виручки; розширення можливостей для операційної діяльності, управління та підготовки фінансової звітності; підвищення довіри до компанії з боку профільних експертів та інвесторів. Усе це в сукупності становить фундамент підвищення вартості бізнесу у довгостроковій перспективі шляхом проведення IPO.

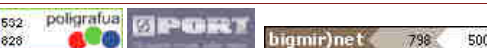
Література.

1. Конотоп Г.О. Теоретичні основи залучення зовнішнього фінансування трансформаційних економік / Г.О. Конотоп // Науковий вісник Академії муніципального управління. Серія «ЕКОНОМІКА». – 2013. – Вип. 2. – С.132-140.
2. Руководство E&Y по публичному размещению акций [Електронний ресурс] / E&Y. – Режим доступу: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS/\\$FILE/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS/$FILE/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS.pdf).
3. Шапран В.С. IPO от "А" до "Я" / В.С. Шапран, Н.С. Шапран. К. : Вид-во ДАГДА, 2013. – 484 с.
4. Кутювий Т.В. Глобальні депозитарні розписки як механізм залучення капіталу на зовнішніх ринках / Т.В. Кутювий // Виклики сучасності та перспективні наукові досягнення: тези доповідей Всеукраїнської науково-практичної конференції (м. Харків, 27 березня 2014 р.). – Х.: ВД «ІНЖЕК», 2014. – С.47 – 49.

References.

1. Konotop H.O. (2013), "Theoretical Foundations of external funding of transitional economies", *Naukovyj visnyk Akademii munitsypal'nogo upravlinnia. Seriya «EKONOMIKA»*, No.2, pp.132-40.
2. Ernst & Young guide on public offering, available at: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS/\\$FILE/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS/$FILE/EY-IPO-Guide-to-Going-Public-RUS.pdf) (Accessed 14.02/2015).
3. Shapran, V.S. and Shapran, N.S. (2013), *IPO from "A" to "Z"*, DAHDA, Kyiv, Ukraine.
4. Kutovyy, T.V. (2014), "GDRs as a mechanism for raising capital in foreign markets", *Zbirka dopovidej na Mizhnarodnij ekonomichnij konferentsii* [Conference Proceedings of the International Economic Conference], *Vyklyky suchasnosti ta perspektyvni naukovy dosiahennia* [Angle challenges of today and future scientific achievements], National University, Kharkiv, Ukraine, pp. 47-49.

Стаття надійшла до редакції 20.03.2015 р.



ТОВ "ДКС Центр"