

УДК 330

**ВЫБОР ИСТОЧНИКОВ ФИНАНСИРОВАНИЯ ПУБЛИЧНЫМИ  
КОМПАНИЯМИ**

Немытикова Е. Е., студент гр. 21Эк(б)ФМ, IV курс

Научный руководитель: Пахновская Н. М., к.э.н., доцент, доцент кафедры  
финансовОренбургский государственный университет  
г. Оренбург

**Аннотация:** *в настоящее время у многих российских компаний встает вопрос о привлечении инвестиционного капитала. Существует несколько источников финансирования, и одним из них является выпуск акций. Выпуская акции и создавая условия для их обращения на фондовой бирже, компания становится публичной. Первичное публичное размещение акций (IPO) имеет преимущества и недостатки, которые являются таковыми при определенных условиях, поэтому процедура требует детального изучения.*

**Ключевые слова:** *источник финансирования; размещение акций; эмитент; эмиссионные затраты; андеррайтер.*

В Российской Федерации компании имеют возможность выбора определенного статуса, который дает четкие права, обязанности и возможности развития. Выбор напрямую зависит от целей и масштабов предприятия. Крупные компании, которые желают выйти на международный рынок или работают в отрасли добычи и переработки, скорее, выберут публичный статус, так как он дает большие возможности по мобилизации финансовых ресурсов на фондовом рынке. Безусловно, предприятия, которые не подходят под вышеупомянутые пункты, могут принять этот статус и по другим причинам, например из-за устойчивого и перспективного развития бизнеса. Непубличный статус скорее выберут компании меньших масштабов, либо не имеющие возможность присвоить статус публичности, так как он требует больших финансовых затрат.

Главным отличием публичного общества от непубличного является способ обращения акций. Статус публичного акционерного общества (АО) дает большой спектр возможностей по мобилизации финансовых ресурсов для предприятия, так как число участников фондового рынка намного больше, чем количество держателей акций непубличного АО. Так же сам статус «публичности» повышает уровень доверия к компании, потому что доступ к отчетности имеет каждый потенциальный инвестор. У публичного акционерного общества (ПАО) нет никаких ограничений относительно держателей ценных бумаг, они могут свободно распоряжаться своими активами.

Публичные компании на финансовом рынке имеют большой выбор источников финансовых ресурсов. Это может быть кредитная линия в банке,

получение займов у других организаций, инвестирование в ценные бумаги или получение дохода от других финансовых операций. Использование денежных средств, полученных с финансового рынка, позволяет компании решить несколько задач:

- обеспечить перемещение капитала между участниками рынка для концентрации ресурсов в наиболее доходных сферах экономики;
- позволить эмитентам ценных бумаг мобилизовать финансовые ресурсы для долгосрочных инвестиций и других потребностей;
- помочь инвесторам сформировать инвестиционные портфели, которые будут отвечать запросам их держателей.

Популярным «традиционным» методом привлечения средств является банковский кредит. Этот способ распространенный, доступный и относительно легко осуществимый. Если компания имеет стабильное финансовое состояние, хорошую кредитную историю и перспективы роста, получить кредит в банке не составит труда. Проблема в том, что для осуществления какого-либо масштабного инвестиционного проекта нужны большие суммы денег, которые один банк не в состоянии предоставить заемщику. В таком случае можно прибегнуть к синдицированному кредиту, но это сопровождается сложными юридическими процедурами и необходимостью соответствовать требованиям кредиторов, часто выполняя указания, направленные на снижение рисков, следствием которых является снижение эффективности деятельности. И даже в таком случае суммы кредита может быть недостаточно.

Для публичной компании выходом из этой ситуации является эмиссия ценных бумаг – акций и облигаций. Например, первый публичный выпуск акций частной компании (IPO) позволяет привлечь огромные объемы средств, которые ни один банк или даже группа банков никогда не сможет дать. Это открывает перед компанией широкие перспективы для привлечения инвестиций.

Основные причины, по которым компании выходят на IPO:

- необходимость дополнительного финансирования;
- стремление к росту финансовых показателей и развитию бизнеса;
- желание увеличить долю на рынке;
- желание повысить конкурентоспособность компании.

Подготовка к IPO начинается с разработки программы по повышению прозрачности и эффективности управления компанией. Важным элементом этой программы является процедура «дью дилидженс» — комплексный юридический анализ компании.

«Дью дилидженс» представляет собой юридическую и финансовую проверку компании как потенциального объекта инвестиций. Цель этой процедуры — выявить риски для инвесторов, связанные с законностью бизнеса и его активов, получить представление о компании и разработать предложения по снижению рисков, а также по реорганизации бизнеса через преобразование.

Андеррайтеры и юридические консультанты проводят комплексный анализ компании, сосредоточив внимание на аспектах деятельности, которые

могут повлиять на успешность IPO. Андеррайтер – участник торговли ценными бумагами новых выпусков, гарантирующий размещение ценных бумаг с получением генеральной скидки от эмитента, включающей дилерский спрэд. Компаниям следует взаимодействовать с андеррайтерами и консультантами для лучшего понимания и оценки возможной цены акций. Эмитент должен проверять профессионализм андеррайтеров для успешного IPO.

Ещё один важный этап в процессе подготовки к выходу на IPO — это оптимизация организационной и финансовой структуры компании.

Владельцы бизнеса проводят работу по реструктуризации долга компании, а также организуют аудит деятельности компании в соответствии с различными стандартами отчётности, в зависимости от площадок, на которых планируется размещение. Кроме того, они работают над улучшением финансовых показателей компании.

Создание финансового плана компании — это ещё один ключевой этап подготовки к выходу на биржу.

Если владельцы компании стремятся к её стабильному росту, то финансовая стратегия должна быть разработана с самого начала. Она включает в себя формирование оптимальной структуры капитала.

В процессе развития бизнеса источники финансирования могут меняться в зависимости от возможностей компании.

На начальном этапе, когда шансы на успешное размещение векселей или облигаций невелики, компании обычно ищут собственные источники финансирования или обращаются в банки за кредитами.

По мере развития, на стадии роста, организациям уже становится доступным более широкий спектр инструментов долгового финансирования, достаточного для планомерного роста, но зачастую недостаточного для «прорывного» масштабного инвестирования. На этапе зрелости организациям уже может быть доступен самый дорогостоящий в финансовом и временном отношении инструмент – выпуск акций.

Как и у любого другого источника финансирования, у IPO есть своя цена. Цена привлечённого капитала состоит из двух компонентов: расходов на эмиссию и будущих дивидендов, которые компания будет обязана выплачивать акционерам.

Первая составляющая включает в себя все издержки, которые понесла компания в процессе подготовки и размещения акций. Среди них: оплата услуг андеррайтера, юристов, финансистов и аудиторов, расходы на PR-компанию, затраты на реструктуризацию и консолидацию активов, подготовка документов, комиссия биржи за размещение и налог на эмиссию.

Все эти расходы требуют значительных финансовых ресурсов, поэтому их может позволить себе только успешная и зрелая компания, которая уверенно стоит на ногах и имеет перспективы роста.

Но статус публичной компании дает значимые преимущества. Несмотря на высокую стоимость выхода на рынок публичных размещений акций, IPO предоставляет компании возможность стать лидером в своей области, быстрее других вывести на рынок новую инновационную продукцию или занять

определенную нишу. Кроме того, при насыщении рынка множеством компаний, IPO позволяет стать центром консолидации в процессе объединения компаний одной отрасли, что позволяет выйти на совершенно новый уровень развития и значительно увеличить капитализацию компании. Независимо от целей, которые ставит перед собой руководство организации, IPO – это инструмент, который позволяет достичь этих целей.

Компания может привлечь капитал как впервые, через IPO, так и в будущем повторно, через FPO (повторное размещение акций на фондовой бирже). Существует общий порядок необходимых процедур. В совокупности таких законов, как ФЗ «Об акционерных обществах» [3], «О рынке ценных бумаг» [4], положения о стандартах эмиссии ценных бумаг, утвержденного Банком России [5], можно выделить несколько этапов, представленных в таблице 1.

Таблица 1 – Этапы эмиссии акций акционерным обществом

| Этап   | Описание  |
|--|---|
| Решение о выпуске ценных бумаг                       | Решение принимается либо советом директоров, либо собранием акционеров, но решающее слово остается за акционерами. Далее формируется проспект эмиссии, в котором указывается: <ul style="list-style-type: none"> <li>– информация о компании;</li> <li>– вид ценных бумаг (в данном случае акций);</li> <li>– номинальная стоимость</li> <li>– объем выпуска</li> <li>– прогнозы и т. д.</li> </ul>   |
| Государственная регистрация выпуска                  | Процедура включает рассмотрение документов службой ЦБ РФ по финансовым рынкам в течение 30 дней. Затем выносится решение о допуске к эмиссии, которое принимают исполнительные органы власти. Возможен мотивированный отказ. Часто предприятия обращаются к сторонним компаниям для подготовки документов, и профессионализм этих компаний ускоряет регистрацию.  |
| Размещение выпуска акций                             | <p>Этот этап является ключевым и самым ответственным, так как до этого производились лишь подготовительные и организационные работы. Сам процесс размещения тоже имеет несколько стадий.</p> <p>Сначала формируется сводный реестр: проводится аукцион без раскрытия информации, то есть собираются ставки, кто, сколько и по какой цене готов приобрести акции. Затем полученные данные анализируются и впоследствии формируется цена продажи акций. После акции размещаются на бирже для их реализации. Размещение будет признано не состоявшимся, если доля неразмещенных бумаг составляет 25–50% от их заявленного количества.</p> <p>Срок этапа размещения обозначается в решении о выпуске, но не должен превышать 1 года. Завершением этапа является размещение последней свободной ценной бумаги или наступление даты, указанной в проспекте эмиссии.</p> |
| Государственная регистрация отчета об итогах выпуска | По завершении размещения акций проводится государственный контроль отчета о результатах эмиссии. Эмитент обязан предоставить этот отчет в течение 30 дней с момента завершения размещения. Этот отчет рассматривается в течение двух недель.  |

После того как компания проведёт первичное публичное размещение акций, она может в дальнейшем провести ещё одну эмиссию, чтобы привлечь дополнительные средства и увеличить свой акционерный капитал.

Важно подчеркнуть, что такая дополнительная эмиссия может привести к тому, что доли участия прежних акционеров в уставном капитале компании станут меньше, а их доходы снизятся. Однако в России есть законодательные нормы, которые защищают права прежних акционеров. Согласно этим нормам, они имеют преимущественное право на покупку новых акций, которые будут размещены.

Механизм проведения вторичной эмиссии акций такой же, как и у первичной, существуют лишь незначительные отличия. Допэмиссия может осуществляться либо в объеме, равном первичной, либо меньше, но чаще всего склоняются к меньшему объему.

Причины проведения FPO:

- привлечение дополнительных средств с целью наращивания собственного капитала компании;
- консолидация большей части акционерного капитала в руках нескольких мажоритарных акционеров для обеспечения контроля за деятельностью компании.

FPO имеет и негативные последствия для инвесторов:

- уменьшение размера дивидендов. При увеличении количества акций, прибыль, приходящаяся на каждую, уменьшается, и, если пакет акционера не изменился, то размер дивидендов становится меньше;
- уменьшение количества голосов на общем собрании акционеров. Голоса распределяются пропорционально количеству акций, при увеличении объема ценных бумаг акционер теряет часть голосов. Сильнее всего сказывается вторичная эмиссия на миноритарных акционерах с небольшими пакетами акций.

Таким образом, FPO представляется добровольным уменьшением собственной доли акционерами в капитале компании для обеспечения ее развития.

Для оценки эффективности IPO как источника финансирования была проанализирована финансовая деятельность ПАО «Группа Астра».

Группа Астра – это лидирующий российский разработчик защищенного программного обеспечения (ПО). Она была основана в апреле 2021 года и уже через почти три года спустя вышла на рынок первичных размещений, что говорит о высоких темпах ее развития.

Были рассмотрены основные финансовые показатели деятельности ПАО «Группа Астра»:

Таблица 2 – Основные показатели деятельности ПАО «Группа Астра»

| № п/п | Наименование показателя | 2021 г.   | 2022 г.   | 2023 г.   |
|-------|-------------------------|-----------|-----------|-----------|
| 1     | Выручка, тыс. руб.      | 2 159 121 | 5 394 988 | 9 540 560 |

|   |  |           |           |           |
|---|--|-----------|-----------|-----------|
|   |  |           |           |           |
| 2 | Себестоимость, тыс. руб.   | 434 173   | 922 020   | 2 410 612 |
| 3 | Чистая прибыль (убыток), тыс. руб.   | 1 079 408 | 3 074 043 | 3 638 324 |
| 4 | Рентабельность, %  | 50        | 57        | 38        |
| 5 | Чистые денежные средства, полученные от операционной деятельности, тыс. руб. | 832 807   | 1 861 572 | 3 447 940 |

По результатам анализа деятельности ПАО «Группа Астра» можно сделать вывод о том, что показатели компании имеют тенденцию роста, единственное, что привлекает внимание, это сократившаяся рентабельность. Увеличение себестоимости произошло на фоне роста объемов продаж, однако, темпы роста затрат на производство и реализацию товаров и услуг превышали темпы роста выручки в 2023 году. В целом компания демонстрирует положительную динамику финансовых результатов и благоприятные перспективы дальнейшего развития.

Группа Астра вышла на рынок IPO 13 октября 2023 года на Московской бирже. Основные сведения о первичном размещении и его итогах представлены в таблице 3:

Таблица 3 – Сведения об IPO ПАО «Группа Астра»

|  |  |
|--|--|
| Вид, категория (тип), серия (при наличии) и иные идентификационные признаки ценных бумаг | Обыкновенные акции   |
| Номинальная стоимость каждой ценной бумаги   | 5 копеек   |
| Наименование лица, осуществившего регистрацию выпуска ценных бумаг                       | Акционерное общество «Независимая регистраторская компания Р.О.С.Т.» |
| Количество размещенных акций   | 10,5 млн. шт.  |
| Цена размещения акций  | 333 руб.   |
| Объем привлеченного капитала   | 3,5 млрд. руб.   |

По вышеуказанной информации можно заметить, что цена размещения выше номинальной стоимости в 6660 раз. Это говорит о высоких ожиданиях инвесторов относительно роста прибыли компании.

IPO Группы Астра можно назвать «крайне успешным» – спрос превысил предложение более чем в 20 раз. То есть инвесторы совокупно выставили заявки на 70 млрд руб., что эквивалентно капитализации компании при размещении [29].

Оценить целесообразность проведения IPO можно с помощью двух подходов [22]:

1. по сопоставлению цены привлекаемого капитала и средневзвешенной стоимости капитала WACC;
2. по изменению показателя экономическая добавленная стоимость (EVA).

Оценка целесообразности IPO Группы Астра была проведена вышеуказанными методиками.

На первом этапе был проведен расчет цены собственного капитала по модели CAPM. В качестве доходности безрисковых активов была использована средняя доходность ОФЗ на дату проведения IPO – 12,155% [26], ожидаемая доходность рыночного портфеля – 14,21% (рассчитано на основе архива значений индекса московской биржи) и коэффициент бета – 1,2 (усредненный эмпирический коэффициент Beta по отраслям информационных и компьютерных сервисов и разработки ПО) [24].

Доходность собственного капитала по модели CAPM на дату IPO составила 14,621%.

На втором этапе рассчитан коэффициент средневзвешенной стоимости капитала (WACC) на конец 2022 года, до совершения IPO. Результаты расчетов приведены в таблице 4.

Таблица 4 – Расчет средневзвешенной стоимости капитала ПАО «Группа Астра» на конец 2022 года

| Наименование        | Величина, тыс. руб. | Доля, % | Цена, % | WACC          |
|---------------------|---------------------|---------|---------|---------------|
| Собственный капитал | 1 462 802           | 23,98   | 13,72   | -             |
| Заемный капитал     | 4 637 129           | 76,02   | 13,70   | -             |
| Итого               | 6 099 931           | 100     | -       | <b>13,702</b> |

На третьем этапе был проведен расчет ожидаемой доходности инвесторов.

Рассмотрены затраты на проведение IPO в общей сумме привлеченных средств. Расходы составили 680 839 тыс руб., привлеченный капитал 3,5 млрд руб. Доля расходов равна 24,15% от полученных средств.

Расчет ожидаемой доходности инвесторов представлен в таблице 5.

Таблица 5 – Расчет ожидаемой доходности инвесторов

| Наименование   | Величина  | Прибыль на 1 рубль вложенных средств, руб. | Ожидания инвестора в расчете на акцию, руб. | Ожидаемая доходность инвесторов, % |
|--|-----------|--|---|------------------------------------|
| Дивиденды в 2022 году, тыс руб.                      | 1 336 000 | 0,91                                       | 304,13                                      | 120                                |
| Собственный капитал в 2022 году, тыс руб.            | 1 462 802 |  |   |                                    |
| Цена размещения, руб.                                | 333       | -  | -   |                                    |
| Доля расходов на IPO в сумме привлеченных средств, % | 0,2415    | -  | -   |                                    |

Ожидаемая доходность инвесторов составила 120 %. Кроме того, инвесторы рассчитывали на то, что компания продолжит развиваться такими же темпами и будет приносить им еще большую прибыль в будущем.

На четвертом этапе проводился расчет экономической добавленной стоимости до IPO в 2022 году, и после, по итогам 2023 года в таблицах 6 и 7.

Таблица 6 – Расчет WACC для ПАО «Группа Астра» на 2023 год

| Наименование        | Величина, тыс. руб. | Доля, % | Цена, % | WACC, %       |
|---------------------|---------------------|---------|---------|---------------|
| Собственный капитал | 4 758 556           | 0,39    | 14,62   | -             |
| Заемный капитал     | 7 591 063           | 0,61    | 10,74   | -             |
| Итого               | 12 349 619          | 100     | -       | <b>12,234</b> |

Таблица 7 – Расчет EVA для ПАО «Группа Астра»

| Показатель | 2022 г.                   | 2023 г.                   |
|------------|---------------------------|---------------------------|
| NOPAT      | 3 141 437 тыс руб.        | 3 873 224 тыс руб.        |
| WACC       | 13,70%                    | 12,23%                    |
| IC         | 6 099 931 тыс руб.        | 12 349 619 тыс руб.       |
| <b>EVA</b> | <b>2 305 747 тыс руб.</b> | <b>2 362 866 тыс руб.</b> |

Показатель экономической добавленной стоимости после проведения IPO вырос, соответственно процедуру можно считать успешной. Интересно то, что с привлечением собственного капитала в 2023 году средневзвешенная цена капитала снизилась, а должна была подняться, так как собственный капитал дороже, чем заемный. Это можно объяснить тем, что выход на IPO обеспечил увеличение возможностей привлечения заемного капитала. Отказываться от IPO нерационально, так как оно открывает новые возможности. Например, снижается стоимость земных источников, так как компания становится публичной, а, значит, раскрывает свою деятельность, становится «прозрачной». Все ее действия теперь находятся в поле зрения банков, участников фондового рынка и инвесторов. Статус публичности увеличивает доверие к компании, что позволяет банкам снизить ставки по кредитным ресурсам. В случае Группы Астра так и произошло – цена заемных источников в 2023 году после проведения IPO снизилась.



## Список использованных источников

- 1 "Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая)" от 30.11.1994 N 51-ФЗ (ред. от 11.03.2024)
- 2 "Налоговый кодекс Российской Федерации (часть первая)" от 31.07.1998 N 146-ФЗ (ред. от 23.03.2024)
- 3 Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ "Об акционерных обществах" (ред. от 25.12.2023)
- 4 Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг" (ред. от 11.03.2024)
- 5 Положение Банка России от 11.08.2014 N 428-П (ред. от 18.12.2018)
- 6 Галанов В. А. Рынок ценных бумаг: Учебник. М.: ИНФРА-М, 2016. 378 с.
- 7 Долгосрочная финансовая политика хозяйствующих субъектов: учебное пособие / Н. М. Пахновская. – Оренбург: ООО ИПК «Университет», 2014. – 357 с.
- 8 И. А. Бланк. Управление формированием капитала. 2-е изд., стер. - М.: Омега-Л, 2010. - 512 с.
- 9 Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. 2-е изд., перераб. и доп. М.: ТК Велби, Изд-во «Проспект», 2017. 1024 с
- 10 Когденко В.Г., Мельник М.В., Быковников И.Л. Краткосрочная и долгосрочная финансовая политика — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2017. — 471 с.
- 11 С. Росс. Основы корпоративных финансов: Пер. с англ.- М.: Лаборатория, 2011–720 с.
- 12 Финансы. Учебник для вузов. /Под ред. С. И. Лушина, В.А.Слепова. - М.: Экономистъ, 2010.-680 с.
- 13 Бобоалиев С.С. Тенденции развития рынка IPO в России // Валютное регулирование. Валютный контроль. – 2020. – № 9. – С. 37–40.
- 14 Богатырёв В.Д., Щеглов С. В. Первичное размещение акций как источник финансирования и импульс развития бизнеса // Научные труды Вольного экономического общества России. 2019;
- 15 Егикян М.А. IPO в России: проблемы и перспективы развития [Электронный ресурс]. - Режим доступа - Egikjan.pdf (ieau.ru) (дата обращения: 27.04.2024);
- 16 Ермолаева О. В. Эмиссия облигаций как Источник финансирования деятельности организаций // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2017. №3 (333);
- 17 Жук Д.А. Эмиссия ценных бумаг как инструмент финансирования проектов. Процесс эмиссии // Вестник науки и образования. 2017. №10 (34);
- 18 Иртюго А. IPO в России 2011–2021: путь вниз [Электронный ресурс]. - Режим доступа: IPO в России 2011 — 2021: путь вниз | Sonomu (дата обращения: 27.04.2024);
- 19 Лучкина Е.В. Что такое IPO и порядок его проведения // Вестник магистратуры. 2023. №8 (143);

- 20 Медведева М. А. Перспективы развития IPO на российском рынке // Финансовые рынки и банки. 2021. №4;
- 21 Попова О. В., Полянин А.В., Сидорин А. А. Повышение роли фондового рынка в финансировании инвестиционной деятельности бизнеса и власти // Среднерусский вестник общественных наук. 2018. №5;
- 22 Соснило А.И., Оноре А. С., Оноре Г. С. Анализ и оценка эффективности IPO российских компаний // Экономика и экологический менеджмент. 2023. №1;
- 23 Трушина И. А. Анализ методов финансирования инвестиционных проектов // Евразийский Союз Ученых. 2016. №2–3 (23);
- 24 Аналитическая статья Газпромбанка. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: GPB\_Astra\_initiation.pdf (yandex.ru) (дата обращения 27.04.2024);
- 25 База данных IPO/SPO. [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.preqvcsa.ru/placements/> (дата обращения 27.04.2024);
- 26 Значения кривой бескупонной доходности государственных облигаций (% годовых). [Электронный ресурс]. – Режим доступа: Значения кривой бескупонной доходности государственных облигаций (% годовых) | Банк России (cbr.ru) (дата обращения 27.04.2024);
- 27 Консолидированная финансовая отчетность ПАО «Группа Астра». [Электронный ресурс]. – Режим доступа: 2023 IFRS Astra Group 2.pdf (дата обращения 25.04.2024)
- 28 Московская Биржа. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: Московская Биржа (moex.com) (дата обращения 27.04.2024);
- 29 Официальный сайт ПАО «Группа Астра». [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [astragroup.ru](http://astragroup.ru) (дата обращения 27.04.2024).