

# ПЕРВИЧНОЕ ПУБЛИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ СУДОХОДНЫХ КОМПАНИЙ КАК МЕТОД ФИНАНСИРОВАНИЯ И ПРИВАТИЗАЦИИ

*И.В. ШЕВЧЕНКО, доктор экономических  
наук, профессор, профессор кафедры  
мировой экономики и менеджмента,  
Кубанский государственный университет  
e-mail: dean@econ.kubsu.ru*

*Н.В. ХУБУТИЯ, аспирант кафедры  
экономического анализа, статистики  
и финансов, Кубанский  
государственный университет  
e-mail: exclusi@list.ru*

## Аннотация

В статье рассмотрены особенности первичных публичных предложений (IPO) в судоходной отрасли. Сектор судоходства — это рынок, вызывающий большой интерес, имеющий долгую историю в России, экономика многих стран основывается на судоходстве. Рассмотрение первичного размещений ценных бумаг включает теоретический обзор IPO с акцентом на судоходный сектор. Кроме того, включен обзор судоходной отрасли, описывается рынок судоходства, методов финансирования в судоходной отрасли, дается картина финансовых циклов судоходного бизнеса со ссылкой на финансовые показатели судоходных компаний. В статье отражен систематический анализ всех связанных сторон в процессе IPO и описаны роль и интересы компании, которая становится публичной, банка, ответственного за IPO (андеррайтер), и инвесторов.

**Ключевые слова:** первичное публичное размещение акций, судоходная отрасль, рынок судоходства, IPO, цикличность IPO, занижение цены, акции, фондовый рынок, фондовая биржа, приватизация, инвестиции.

**DOI:** 10.31429/2224042X\_2021\_62\_8

Частные компании являются собственностью отдельного лица или группы лиц, которые обычно ведут бизнес и управляют им. Первичное публичное размещение акций (IPO) — это первое публичное предложение акций частной компании. Процесс IPO подразумевает первую попытку компании продать акции населению через фондовый рынок [3]. Судоходные компании обладают специфическими характеристиками, поскольку судоходство — довольно капиталоемкий рыночный сектор, как правило, это отрасль, где компа-

нии демонстрируют концентрированную государственную структуру собственности и сильно подвержены финансовым бизнес-циклам на разных уровнях.

Судоходные компании обязаны приспособливаться, чтобы соответствовать динамичному и быстро развивающемуся мировому рынку. Это служит драйвером изменения финансовых методов и инструментов, используемых для привлечения финансирования и материализации инвестиций. В последние дни наблюдается сдвиг в стратегических решениях и тактике основного бизнеса судоходных компаний от максимизации прибыли к повышению рыночной стоимости компании [3]. Чтобы реализовать свои планы по максимизации стоимости компании, судоходные компании должны уделять внимание продвижению инвестиционных планов, обещающих рост, а также добиваться положительной прибыли, которая работает лучше, чем сосредоточение внимания на методах сокращения затрат. Финансирование судоходных компаний осуществляется за счет банковских кредитов, но чаще всего за счет выпуска ценных бумаг. Этот выпуск, когда он происходит впервые, называется первичным публичным предложением (IPO).

Судоходная отрасль состоит из семи рынков, которые обслуживают разные потребности и торгуют разными товарами, но в то же время тесно связаны друг с другом.

Рынок фрахта: рынок морского транспорта, состоящий из следующих секторов: рынок морских перевозок, занимающийся одиночными рейсами, рынок тайм-чартера, где суда

арендуются на определенный срок. Рынок купли-продажи судов — это рынок, на котором торгуют подержанными судами, и рынок новостроек на котором торгуют новыми судами.

Рынок утилизации: рынок, на котором старые корабли продаются на слом судоразборным компаниям.

Рынок научных исследований и информации: специалистов технологии судостроения готовят морские технологические университеты, ЦНИИ, это позволило создать отечественную систему научных школ, занимающихся всеми вопросами совершенствования судоходства (ЦНИИМФ), а для освоения новейших разработок специалистами всей отрасли в стране был создан институт повышения квалификации (ИПК). С переходом в рыночную экономику у отечественных компаний исчезли проблемы с приобретением технологий, оборудования или программного обеспечения за границей и с обучением своих специалистов непосредственно на фирмах разработчиках.

Рынок судостроительный: рынок с высоким научным потенциалом, наличием собственной сырьевой базы, производственных мощностей и квалифицированных кадров.

Именно этот рынок образует судовой сектор.

Рынок кадров: рынок, представленный специалистами, обслуживающими перечисленные рынки, — высококвалифицированными научными кадрами, инженерами, офицерским составом, представительством фрахта и судовладельцев и пр. Рынок финансов судоходной отрасли: включает рынки морского страхования, ценных бумаг, денежно-кредитный и валютный. Рынок можно представить как совокупность балансов всех компаний судостроительной отрасли.

Эти рынки работают в среде, где одни и те же компании торгуют на всех семи рынках. Временами колебания фрахтовых ставок оказывают влияние на рынок купли-продажи, а затем на рынке новостроек. Это обусловлено тем, что взаимосвязь между рынками — это экономическое положение судоходных компаний, отраженное в их балансах. Композиция семи рынков судоходного сектора, их функционирования и интеграции, представлена как свод балансов компаний в системе (рис. 1). В балансах судоходных компаний, работающих на семи рынках, есть входящие и исходящие денежные потоки. Первоначальная подпитка рынка происходит от рынка



Рис. 1. Рыночная модель судоходной отрасли

грузовых перевозок, обеспечивающего цепочку денежными средствами от выручки за перевозки грузов, и это приток в систему. Функция рынка купли-продажи занижена, поскольку рынок подержанных судов включает в себя судовладельца, инвестора и транзакцию между ними таким образом, что доход для одного является расходом для другого, оставляя общий баланс рынка без изменений. Отток из системы происходит с рынка новостроек — это стоимость покупки новых судов. Следующая форма (см. рис. 1) показывает, как эти рынки соединяются между собой.

Одна из основных характеристик судоходства — рыночные циклы. В финансах эти циклы представляют собой непредсказуемые пики на рынке морских перевозок, как уже описано ранее, в основном на рынке грузовых перевозок, за которыми следует значительное снижение с рецессией в результате снижения ставок. Возникновение финансовых циклов связано с фрахтовыми ставками, которые повышаются в результате увеличения спроса на морской транспорт в сочетании с депрессивными условиями судоходства в условиях растущей экономики [4]. Рост фрахтовых ставок вызывает ряд последствий, поскольку судоходные компании видят, что их доходы увеличиваются, и переходят к новым инвестициям в новые и подержанные суда. Этот процесс продолжается до тех пор, пока ставки не достигнут пика. С этого момента фрахтовые ставки начинают падать, а рост экономики замедляется. Увеличение флота еще больше снижает ставки. Этот процесс создает негативную среду для инвестиций в судовую отрасль и препятствует покупке новых судов, в то же время вынуждая их простоять и утилизировать, сокращая предложение, достигая равновесия со спросом.

Рынок судоходства и все его составляющие рынки существуют в условиях финансовых циклов, для которых характерны значительные временные промежутки поиска равновесия между спросом и предложением, это и порождает непредсказуемость и рискованность рынков. В период роста спроса на суда верфь получает заказ на новый корабль,

его производство и доставка занимает много времени (от одного до пяти лет), и к этому времени уровни спроса могут снизиться до уровня, который делает эксплуатацию этого корабля не рентабельным.

Множество экономистов различают долгосрочные и краткосрочные циклы [1]. В этом отношении цикл состоит из трех составляющих. Общая картина содержит долгосрочный цикл (А.О. Курно назвал его «вековым трендом»). Значение долгосрочного тренда зависит от его изменений: восходящий тренд является признаком успешного бизнеса, а нисходящий — признаком экономического спада. Цикл первого типа может длиться до 70 лет. Второй вид цикла — краткосрочный, который также называют «бизнес-циклом» и который большинство людей и исследователей называют циклом отгрузки. Продолжительность краткосрочного цикла обычно составляет от 3 до 12 лет между двумя последовательными пиками. Эти финансовые циклы представляют наибольший интерес для аналитиков, которые также определяют циклы рынка морских перевозок. Третий тип экономических циклов — сезонные циклы, которые представляют собой сезонные колебания рынка морских перевозок в течение года. Существование компаний судоходной отрасли в условиях неопределенности приводит к необходимости разработки стратегии, основанной на ключевых переменных, и следования ей. Основными переменными являются доход от морских операций, стоимость эксплуатации и методы финансирования отрасли, каждая из которых ярко отражается в целях деятельности компаний.

Доходы, получаемые судоходными компаниями можно разделить по рынкам, при этом судостроительный рынок получает основной доход от продажи судов, их обслуживания. Максимизация доходов на рынке фрахта достигается за счет полной загрузки судна тоннами груза, увеличения вместимости судна, увеличения производительности за счет планирования, сокращения обратных рейсов, сокращения времени обработки грузов. Судовладельцы усматривают максимизацию дохода в сокращении общих эксплуатационных рас-

ходов, включающих эксплуатационные расходы (на рейс, погрузочно-разгрузочные работы и общую эксплуатацию судов), а также капитальные выплаты, которые могут включать проценты по долгу и обслуживание судна. Затраты вычитываются из выручки, остается только прибыль до налогообложения, которая выплачивается в качестве дивидендов акционерам, инвестируется или остается на балансе компании. Переменная «методы финансирования отрасли» включает в себя методы привлечения дополнительных средств для покрытия расходов или развития рынка. Последнюю переменную методом долевого финансирования можно рассмотреть через первичное публичное размещение ценных бумаг.

В последние годы стратегии мировых судоходных компаний смещаются в сторону максимизации рыночной стоимости компаний, а не увеличения прибыли [2]. Подобное стратегическое планирование, требует от фирмы постоянного стремления к росту за счет инвестиций и получения положительных результатов — повышения значений ключевых финансовых показателей.

Первичное размещение или публичность — это не автоматический процесс, решение фирмы выйти на биржу, скорее, это завершение принятия решения относительно того, какой способ финансирования является наиболее подходящим и выгодным, и это средство для получения необходимых средств для развития компании. Выход на биржу можно рассматривать как признание предыдущих достижений компании и экономичный способ получения средств для дальнейшего роста. Но основная причина, по которой фирма решает стать публичной, состоит в росте ликвидности компании в результате увеличения собственного капитала, который в литературе упоминается как первичный рынок. Увеличение капитала может быть выгодным для компании и инвесторов, которые в дальнейшем могут получать прибыль от прибыли на акции. Процесс IPO также связан со вторичным рынком по мере дальнейшей торговли акциями компании (Jenkinson, Ljungqvist, 2001). Согласно Эллингсену и Ридквисту,

наиболее частыми причинами, по которым компания становится публичной, становится приобретение капитала, улучшение имиджа компании, повышение популярности и мотивация сотрудников.

В IPO участвуют три стороны: фирма, принялшая решение стать публичной (эмитент), инвестиционный банк (андеррайтер) и инвесторы. У каждой стороны есть потенциальная цель, которую необходимо достичь посредством этого процесса. Компания, выходящая на биржу, преследует двойную цель: привлечь максимальную сумму денежных средств и сохранить при этом удовлетворенность инвесторов в целях обеспечения их будущего интереса на случай, если компании потребуется выпустить дополнительные акции.

Покупателями акций являются частные или государственные инвесторы. Инвесторы заинтересованы в покупке акций, если они оценивают все риски и принимают решение о вложении. Если их ожидания не будут положительными, они вложат свои средства в другую акцию или что-то более прибыльное. Поскольку IPO всегда сопряжено с ожидаемой неопределенностью стоимости компании, потенциальные инвесторы будут требовать более низкую цену, чтобы компенсировать этот риск. Этот процесс приводит к занижению цены компании. Именно с этим связывают феномен недооценки рыночной стоимости компании на первичном листинге.

Третья сторона первичного листинга — андеррайтер, которым является банк, выступающий в качестве посредника между компанией-эмитентом и инвесторами. В сотрудничестве с эмитентом андеррайтер участвует в продвижении акций IPO и играет активную роль в определении цены размещения. Важнейшие задачи андеррайтера заключаются в создании и поддержании хорошей репутации, поэтому ключевая задача состоит в том, чтобы удовлетворить другие стороны. В этом отношении банк заинтересован в установлении приемлемой и прибыльной для обеих сторон цены: дать инвесторам хорошую компенсацию за взятый на себя риск, а также быть прибыльным и приемлемым для эмитента.

Судоходная отрасль в Российской Федерации представлена компаниями, принадлежащими государству 53 % (рис. 2), в отличии от большинства стран Европы, где судоходная отрасль представлена компаниями частного сектора (семейным бизнесом, в основном в Греции). Таким образом, было бы предпочтительнее финансировать потребности отрасли, компаний за счет государства, а не акционерного капитала, что исключит риск, связанный с раскрытием информации. Кроме того, судоходство не было особенно привлекательным для инвесторов, так как они не отдавали предпочтение акциям судоходных компаний из-за большого числа дефолтов как на мировом рынке судоходства, так и на отечественном. Рыночные условия и события, такие как повышение фрахтовых ставок, нестабильность рынка нефти из-за политических проблем, рост американского и китайского рынков, изменили отношение и предпочтения инвесторов, которые начинают инвестировать в судоходные компании. Это было усилено волнами IPO судоходства после 2000 г. и привело к суперциклу (2002—2008 г.) и циклу роста (2010—2013 г.) для судоходной отрасли. Подобные подъемы объясняются рядом причин, в том числе ограниченными возможностями финансирования банками в виде кредитов судоходным компаниям из-за мировых кризисов 2008, 2014, 2019 гг., сильно повлияли на банки.



Рис. 2. Структура форм собственности российского судоходства

Другими причинами, которые способствовали этому изменению, были высокие цены на суда в конце XX в. и начале XXI в., тогда появилось новое поколение судовладельцев в мировом секторе и возникла необходимость

укрупнения и расширения судоходных компаний. Судоходные компании используют средства, полученные в результате IPO, для покупки новых судов, погашения старых банковских кредитов или других обязательств, или используют их в качестве оборотного капитала для операционных целей.

Преобладание государственной формы собственности среди компаний судоходной отрасли можно рассматривать как перспективу и угрозу. В условиях нынешней сложной экономической и ситуации в Российской Федерации приватизация, безусловно, является рискованной и может привести к негативным последствиям. Кроме того, без качественной разработки стратегии приватизации привлекательные объекты государственной собственности могут быть проданы за бесценок, а неэффективные компании останутся в собственности государства. Успешность приватизации в первую очередь зависит от рационального, взвешенного и системного подхода к выбору ее методов. Стоит заметить, что в Российской Федерации методы приватизации преимущественно отождествляются с продажей крупного пакета акций компаний. Однако в большинстве других стран под приватизацией имеется в виду и частичное ослабление влияния государства посредством продажи его миноритарного пакета акций с целью привлечения капитала. Первичное публичное размещение акций (IPO) является одним из самых эффективных, прозрачных и конкурентных методов приватизации компаний государственного сектора экономики в мировой практике.

Следует отметить, что ключевой особенностью приватизационного IPO выступает реализация государством наряду с главными и специфическими целями, таких, как: снижение нагрузки на бюджет страны за счет сокращения объемов государственных субсидий и расходов на пополнение уставного капитала компаний государственного сектора экономики, повышение инвестиционного имиджа страны в случае проведения IPO на зарубежных фондовых биржах, привлечение национального капитала путем проведения

так называемых народных IPO, сохранение и создание новых рабочих мест. Кроме того, приватизация государственных компаний с применением механизма IPO, при которой, как правило, проводится размещение миноритарного пакета акций, позволяет, с одной стороны, привлечь инвестиции, а с другой — сохранить контроль государства над деятельностью компании, нивелирует конфликты интересов государства и других инвесторов, что особенно важно при осуществлении приватизации стратегических компаний для повышения эффективности их постприватизационного развития и обеспечения экономической безопасности страны.

Снижение экономических циклов судоходства в 1970-х, 1980-х и 2000-х гг. связано с разрывом между предложением судов и спросом в морской торговле. Рынки капитала появились в судоходном секторе как альтернативный источник финансирования. Финансирование судоходных компаний за счет рынков капитала началось в Европе в 1980-х и 1990-х гг., а позже, в период с 2003 по 2008 г. в США был проведен ряд IPO-размещений. В последние годы NYSE и NASDAQ, LSE, OMX AB, TSE, HKE ASX являются фондовыми рынками, на которых торгуется большинство судоходных компаний.

Решения, связанные с инвестициями в судоходную отрасль, являются основным видом деятельности процесса и представляют собой фактор риска. Это связано с тем, что судоходный бизнес характеризуется изменчивой и постоянной нестабильностью, характерной для различных сегментов рынка морских перевозок. Движущие факторы для такого рода бизнеса включают производный тип спроса на услуги по доставке, который, по-видимому, реагирует на экономический рост, факт, что фрахтовые ставки и цены на суда зависят от финансовых циклов, и особые характеристики отрасли судоходства.

На момент проведения IPO у судоходной компании могут возникнуть непредвиденные или даже противоположные результаты из-за капиталоемкости бизнеса, который связывает базовые реальные активы — корабли — с

высоким уровнем риска. В результате методы финансирования, используемые судоходными компаниями, зависят от ядра судоходного сектора. Основным компонентом, который играет важную роль в стимулировании роста судоходной отрасли, является рынок капитала. Ряд основных функций выполняют рынки капитала для увеличения стоимости листинговых компаний и продвижения компаний в период IPO.

Рынки капитала, поскольку они являются первичными рынками, играют роль агентов, которые предоставляют необходимые средства для финансирования новых инвестиционных проектов и поддерживают рост листинговых компаний. Кроме того, в качестве вторичных рынков рынки капитала предоставляют компетентный способ торговли ликвидными ценными бумагами.

В этом отношении рынки капитала могут играть важную роль, способствуя будущему созданию стоимости, отражаемой в ценах корпоративных ценных бумаг. После успешного IPO и развития рынка судоходные компании ищут финансирование из других источников для субсидирования своей деятельности. В последние 20 лет в финансировании судоходства были отмечены постоянные сдвиги, частично вызванные экономическим подъемами-спадами и главным образом кризисом на мировых рынках. Эти сдвиги были усилены несколькими движущими силами: разрушением капитальных резервов многих судоходных компаний, значительным сокращением банковского финансирования, высокими требованиями к капиталу для замены старых судов, а также интернационализацией и интеграцией мировых рынков капитала.

Участие фондовых рынков в финансировании судоходства не расширяется, хотя они играют очень важную роль в судоходном бизнесе. Это обусловлено с характером сектора судоходства, в котором преобладает государственная форма собственности, и нерешительностью судовладельцев, связанной с риском потери контроля над компанией при выходе на рынки, а также нежеланием открывать конфиденциальную информацию компании. Это сопровождается негативным

отношением к покупке акций институциональными и частными инвесторами из-за нестабильных денежных потоков.

### Вывод

В статье представлено исследование IPO судоходных компаний, в котором рассматриваются IPO и феномены IPO в более общем виде. IPO выступает инструментом, благодаря которому частные судоходные компании впервые становятся публичными посредством фондовых рынков. Первичное размещение — это фактически продажа акций компанией-эмитентом ряду инвесторов (общественности). Хотя это относительно простое определение, весь процесс, а также подготовка и решение о публичном размещении — это набор сложных задач, которые требуют тщательной и своевременной подготовки, понимания, опыта и рыночной информации. Важным фактором, который необходимо принимать во внимание, является неопределенность рынка, так как это распространенный фактор на протяжении всего процесса, существенно ухудшающий возможное низкое качество общественной информации. Инвесторы обычно не имеют обширных знаний о компании-эмитенте до размещения, а эмитенты не знают инвесторов, которые могут быть заинтересованы, или степени их заинтересованности. Андеррайтеры — инвестиционные банки действуют как посредники между эмитентами и инвесторами, и одна из их задач — решить некоторые, но не все эти информационные проблемы. Необходимо принять важные решения и решить вопросы, которыми должны заниматься эмитенты, инвестиционные банки и регуляторы рынка, а также эмитент, в том числе ценообразование и сроки IPO.

Лучшие методы ценообразования и продаж сильно зависят от конкретной группы. Например, инвестиционные банки заинтересованы в максимизации прибыли не только для банков, но и для своих клиентов-инвесторов. Как следствие, у инвестиционных банков могут быть противоречивые интересы по сравнению с интересами эмитентов. Однако рациональный начальный уровень методов оценки

IPO — предположить, что основная цель — максимизировать ожидаемую прибыль для эмитента, поскольку это первоначальная причина для решения о публичном размещении. В Российской Федерации доля государства в судостроительном секторе является избыточной, а результативность деятельности государственных компаний чрезвычайно низка, поэтому разработка новой программы приватизации на сегодня является актуальным вопросом. Обобщая мировой опыт приватизации методом первичного размещения акций, отметим, что ее эффективность главным образом зависит от правильного построения стратегии и дальнейшего постприватизационного развития с учетом концепции реформирования экономики в целом и государственного сектора в частности. Спрос инвесторов на судоходные акции обычно ограничивается рыночными условиями и ограниченным пониманием инвесторами рыночных условий и динамики. Повышенный риск — еще один фактор, сдерживающий инвестиции в судоходство. После изучения характеристик IPO можно сделать вывод о том, что сокращение объема первичного размещения в последнее время связано с упадком рынка и состоянием финансового цикла, связанного с мировой эпидемией в последние годы.

### Библиографический список

1. Делоф М., Де Маеснейр В., Ингельбрехт К. Как инвестиционные банки оценивают первичное публичное размещение акций (IPO) // Журнал по бизнесу, финансам и бухгалтерскому учету. 2007. № 4. С. 127—133.
2. Шульц П.Х., Заман М.А. Послепродажная поддержка и занижение цен на первичные публичные предложения // Журнал финансовой экономики. 1994. Т. 35 (2). С. 199—219.
3. Arosio R., Guidici G., Paleari S. What drives the initial market performance of Italian IPOs? Bergamo, 2000.
4. Cournot A.A. Recherches sur les principes mathematiques de la theorie des richesses. Paris, 1838.
5. Initial Public Offerings. U.S. Securities and Exchange Commission URL: <http://www.sec.gov/answers/ipo.htm>.