

## РИНОК ПЕРВИННОГО ПУБЛІЧНОГО РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ: СВІТОВИЙ ДОСВІД ТА УКРАЇНСЬКІ РЕАЛІЇ

Леся Ільченко-Сюйва

к.держ.упр, доц.  
доцент кафедри економічної політики  
Національної академії державного управління  
при Президентіві України

Світлана Радзімовська

начальник відділу інституційного інвестування  
Державного агентства України з інвестицій та інновацій

*Анотація. Стаття присвячена аналізу можливостей використання IPO акцій компаній, як одного з результативних і ефективних інструментів залучення державних та приватних інвестицій, основним проблемам та викликам сучасної глобалізованої економіки, а також ролі та місця органів державної влади у регулюванні функціонування фондових ринків.*

*Ключові слова: інвестиції, первинне публічне розміщення акцій компаній, фондовий ринок, державне регулювання.*

## РЫНОК ПЕРВИЧНОГО ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ: МИРОВОЙ ОПЫТ И УКРАИНСКИЕ РЕАЛИИ

Леся Ильченко-Сюйва,

Светлана Радзимовская

*Аннотация. Статья посвящена анализу возможностей использования IPO акций компаний, как одного из результативных и эффективных инструментов привлечения государственных и частных инвестиций, основным проблемам и вызовам современной глобализированной экономики, а также роли и места государственного регулирования функционирования фондовых рынков.*

*Ключевые слова: инвестиции, первичное публичное размещение акций компаний, фондовый рынок, государственное регулирование.*

*Resume. The article is focused on the analysis of IPO as an effective and efficient instrument in attracting public and private investments, main problems and challenges of investing in globalized economy, role and place of government regulation of capital markets.*

*Key words: investment, initial public offering (IPO), capital market, government regulation.*

---

*Актуальність обраної проблематики. Проблеми розвитку фондового ринку в Україні і по цей час залишається надзвичайно актуальними, незважаючи на значний науковий доробок. Особливої уваги потребує проблема ефективного функціонування фондового ринку за кризових умов.*

*Незважаючи на певні позитивні зрушення, на жаль, український фондовий ринок ще далекий від досконалості, і навіть, від стабільного функціону-*

вання. Хоча, сучасний світ ставить нові виклики як перед бізнес структурами його операцій з цінними паперами, так і перед органами державного управління щодо розробки та відповідного використання інструментів державного регулювання фондового ринку (особливо в умовах фінансової кризи).

Проблеми залучення тимчасово вільних коштів з метою інвестування бенетжать не тільки уряди і бізнесові структури тих країн, які розвиваються, а й власне країни ЄС та Північної Америки. Одним із сучасних фінансових інструментів залучення інвестицій, які на сьогодні набирають все більшої і більшої популярності є, так зване, первинне публічне розміщення (надалі, IPO). Проблеми IPO акцій компаній, в тому числі в формі продажу депозитарних розписок на акції, – по праву є однією із найцікавіших тем не тільки в українському економічному просторі. Згідно з інформацією компанії *Ernst&Young* [5], ще три-чотири роки тому IPO були прерогативою виключно розвинутих економік США, країн Західної Європи та Азії. Проте, сьогодні відбувається зміщення акцентів у бік зростаючих ринків. Для багатьох крупних інвесторів капіталовкладення в Росію, Індію та Китай є невід’ємною частиною глобальної стратегії розвитку. Зростає інтерес і до інших ринків, що розвиваються, зокрема до компаній з Польщі, України, Чехії, Словаччини Бразилії тощо.

*Ступінь дослідження:*

Зважаючи на значний інтерес до IPO, дослідження визначеної проблематики видається надзвичайно актуальним і на часі. Проблеми IPO в цілому, беручи до уваги відносно невелику історію використання цього інструменту інвестування, це проблематика досить поверхнево висвітлена в сучасній зарубіжній і вітчизняній літературі. Звичайно, теоретико-методичні основи інвестування і проблеми їх практичного використання неодноразово висвітлювались в роботах як класиків наукової думки (Дж. Кейнс, Дж. Локк, І. Фішер, М. Фрідман та ін.), так і сучасних вітчизняних і зарубіжних науковців і практиків, серед яких: В. Воротін, В. Геєць, О. Іваницька, В. Лагутін, І. Розпутенко, М. Руденко, В. Стельмах, В. Юрчишин, В. Ющенко, Й. Брад, П. Кругман, Г. Пьоніш, Дж. Сакс, Дж. Хансен, та ін.

*Завдання статті.* Отже, в контексті зазначеного вище можна сформулювати перелік наступних завдань:

- проаналізувати існуючий досвід у IPO в Україні та світі,
- визначити позитивні і негативні сторони використання IPO,
- проаналізувати і систематизувати наявний досвід України щодо IPO акцій компаній,
- визначити необхідність та місце державного регулювання IPO в Україні і світі,
- визначити перспективи подальших досліджень.

Первинні публічні розміщення акцій співіснують з іншими формами фінансування проектів (інвестування), конкуруючи з ними або доповнюючи їх. Останнім часом багато компаній одночасно розглядають різні методи фінансування, і зокрема готуються до IPO, а також до залучення стратегічних інвесторів або венчурного капіталу.

Компанії з країн, що розвиваються, продовжують виходити як на локальні, так і на закордонні ринки. Досвід останніх років показує, що успішне IPO все менше залежить від везіння та вдалої маркетингової кампанії, а все більше – від ретельної підготовки, розуміння суті бізнесу та законодавчих вимог.

Глобалізація ринків капіталу, яка розпочалася з 80-х років минулого століття, привела до зростання кількості міжнародних IPO, роблячи залежними один від одного ринки капіталу різних країн. Одним із ключових рішень для компанії – вибір фондової біржі для розміщення своїх акцій. Біржі різняться між собою за вимогами до емітентів, технічними параметрами, нормами і стандартами регулювання та системою звітності. А отже, компаніям варто вибирати той фондовий ринок, який відповідатиме цілям публічного розміщення акцій і сприятиме зростанню їх привабливості для інвесторів [2].

Серед основних елементів, на які при виборі фондової біржі, компанії повинні звертати увагу є такі: ліквідність ринку, вартість капіталу, географічне положення майданчика, галузева структура ринку, витрати на дотримання нормативно-законодавчих вимог, вимоги до корпоративного управління, місцезнаходження ключових інвесторів, тимчасові рамки для IPO, престиж та рівень світового визнання біржі.

Згідно з даними *Ernst & Young* [5], за два роки активність на ринку IPO в міжнародному масштабі сягнула рекордних висот. Так, наприклад, протягом 2006 р. було здійснено близько 1,6 тис. угод з IPO, в ході яких залучено \$257 млрд., що вдвічі більше від вартості угод у попередній період.

У 2007 р. так само, як і у 2006 р., головним чинником зростання стали масштабні угоди, при власне у 2007 р. відбулося наймасштабніше IPO. Лідером за обсягом залучених коштів став *Industrial & Commercial Bank of China*, якому вдалося залучити майже 22 млрд. дол. США. Друге місце посів *Bank of China* з обсягом залучених коштів – 11,2 млрд. дол. США. На третьому місці опинилася компанія *ОАО «Роснефть»* із 10,7 млрд. дол. США. Слід зазначити, що 6 із 20 угод, які посідають перші місця у списку наймасштабніших IPO, припадають на ринки, що розвиваються. При цьому під час кожної із цих 20 угод було залучено понад 1,3 млрд. дол. США. У цьому контексті слід зауважити, що в цьому переліку масштабних угод українські компанії поки що не спостерігаються.



Рис.1. Розподіл IPO по регіонах у 2007 р.

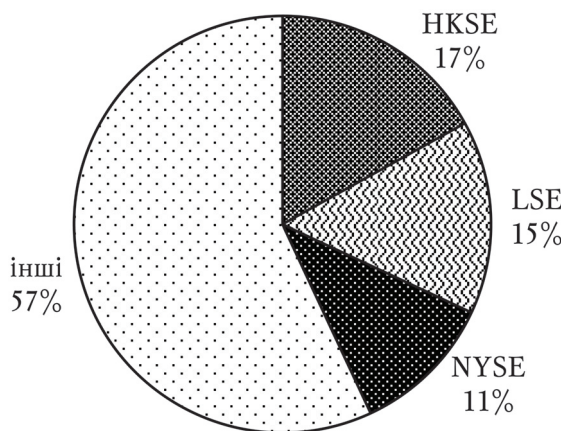
Той факт, що дві найбільші угоди були пов'язані з китайськими банками, свідчить про те, що Азійсько-тихоокеанський регіон посів друге місце у світі, отримавши 34 % загального обсягу залученого капіталу. На регіони Європи, Близького Сходу та Африки припадає 42 %, Північна Америка залучила 20 % загального обсягу капіталу, а Центральна та Південна Америка разом (включаючи острови Карибського басейну) – 4 % (рис.1).

У 2007 р. максимальна кількість угод спостерігалась у секторах технологій, матеріалів, фінансових послуг, а також споживчих товарів та послуг. За обсягом залученого капіталу серед 20 провідних угод IPO лідирують сектори ПЕК, фінансових послуг, капітального будівництва. Також, за даними 2007 р. можна простежити тенденцію щодо подальшої глобалізації ринків капіталу. Зокрема, спостерігалось зростання кількості міжнародних розміщень і посилення конкуренції між біржами, що створило небачені раніше можливості як для інвесторів, так і для компаній, що мають намір здійснити IPO.

Торік перше місце за обсягами здійснених IPO посіла Гонконгська фондова біржа (HKSE), на частку якої припало 17 % загального обсягу капіталу, залученого в усьому світі шляхом публічного розміщення. Друге місце зайняла Лондонська фондова біржа (LSE) – 15 %. При цьому вона стала центром міжнародних операцій з IPO [3], які здійснювалися як на головному майданчику біржі, так і на ринку альтернативних інвестицій [5]. На третьому місці опинилась Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), якій належало 11 % загального обсягу залученого капіталу (рис.2).

У 2007 році також відмічалось і зростання кількості розміщень компаній із країн США до 33 % у порівнянні з 23 % в 2006 році та 16 % у 2005 році. Відзначено збільшення середнього розміру капіталу, у рамках IPO, який перевищив \$1мрд. у порівнянні з 2006 роком та \$380 млн. у 2005 р.

Отже, зупинімося на етапах, які повинна пройти компанія для IPO. Серед них: оцінка вартості бізнесу, організаційна та юридична структуризація компанії, проведення зовнішнього аудиту, залучення юридичного радника та PR-агентства, підготовка емісійних документів та реєстрація випуску, підготовка



**Рис.2. Частка операцій проведених на світових фондових біржах у 2007 р.**

аналітичних матеріалів для інвесторів, проведення презентації менеджменту, визначення вартості розміщення, безпосереднє здійснення IPO на фондових біржах, підтримка вторинного ринку та дотримання вимог біржі.

Вочевидь здійснення IPO має свої позитивні і негативні сторони.

Позитивними факторами є:

- можливість отримання довгострокового фінансування для розвитку бізнесу;
- ринкова оцінка реальної вартості компанії;
- перехід на нові стандарти управління та вихід на нові фінансові ринки;
- зростання прибутків від приросту капіталу;
- диверсифікація активів;
- отримання реальної ринкової оцінки компанії;
- зростання довіри до компанії та залучення нових бізнес-партнерів, а отже і отримання фінансування для подальшого зростання компанії.

У свою чергу, до негативних чинників слід віднести такі:

- фінансові затрати, пов'язані з проведенням IPO;
- складність та тривалість процедури підготовки до IPO;
- необхідність виконання жорстких вимог (у тому числі щодо розкриття інформації) і, як наслідок, підвищення відкритості компанії;
- необхідність підвищення рівня корпоративного управління;
- залежність від фінансових коливань на міжнародних ринках, що в свою чергу спричиняє фінансову вразливість підприємств.

На сьогодні можна констатувати той факт, що ринок первинних публічних розміщень має тенденцію до постійного зростання, навіть незважаючи на фінансову кризу [1; 4].

Як показує досвід компаній що проводили IPO, одним із основних елементів успішного розміщення є вибір майданчика. Для компаній із країн, що розвиваються, найбільш ефективним майданчиком є Лондонська фондова біржа, оскільки вона надає можливість виходу на різноманітні групи інвесторів. Після здійснення IPO важливою є підтримка (супровід) обігу акцій компанії на вторинному ринку.

На сьогодні Україна стикнулась з проблемою залучення додаткових фінансових ресурсів, особливо проблемним питанням для українських компаній (як приватних, так і державних) залишається залучення довгострокових ресурсів. На жаль, можна констатувати той факт, що Україна, навіть незважаючи на певний досвід у залученні інвестицій, не може похвалитись значними позитивними зрушеннями (див. табл.)

Актуальною залишається проблема залучення українськими компаніями коротко- і довгострокового капіталу з міжнародних фінансових ринків. Однак прямий доступ до міжнародних фінансових ринків поки неможливий: бракує відповідної нормативно-правової бази та її відносини між державною владою і бізнесом залишають бажати кращого.

На жаль, на сьогодні для українських компаній IPO, здебільшого відноситься до покращення іміджу компанії, а не до одного з ефективних механізмів залучення вільних коштів як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринку.

Повернемося до переваг IPO.

1. *Підвищення об'ємів інвестування.* Доступ до більшого (в сотні разів) ніж український фондового ринку. До того ж міжнародний ринок характеризується ефективною організацією, має незрівнянно широкий інструментарій і механізми, які дозволяють отримувати необхідне інвестування навіть більшим за розміром компаніям.
2. *Безвідсоткове фінансування.* Можливість запобігання зовнішніх (прямих і гарантованих державою) боргових зобов'язань у процесі залучення додаткового фінансування, оскільки за своєю природою акціонерне фінансування не створює зовнішньої заборгованості і звільняє від необхідності виплачувати відсотки. Однак, залучення акціонерного капіталу в Україні підлягає оподаткуванню [6], що продовжує бентежити українських бізнесменів при прийнятті рішень щодо IPO. Крім того продані акції повинні бути забезпечені, і по ним потрібно виплачувати дивіденди. Цей факт нейтралізує достатньо розповсюджену думку про «безкоштовне» залучення фінансування завдяки IPO.
3. *Більш висока ринкова оцінка компанії.* Отримання реальної ринкової оцінки компанії, зазвичай більш високої в порівнянні з українською.
4. *Розвиток ліквідного бізнесу.* Поява характеристики динамічних змін структури володіння бізнесом. Поява в структурі власників тих учасників, які безпосередньо зацікавлені у володінні частиною саме цієї компанії. Цей факт робить можливим для поточних власників бізнесу динамічно змінювати свою частку, і навіть повністю вийти з бізнесу, отримавши достойну компенсацію.

**Таблиця. Інвестиції в основний капітал за джерелами фінансування (у факт.цінах, млн. грн.)\***

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Всього</b>	<b>23629</b>	<b>32573</b>	<b>37178</b>	<b>51011</b>	<b>75714</b>	<b>93096</b>	<b>125254</b>	<b>188486</b>
у тому числі за рахунок								
коштів державного бюджету	1210	1749	1863	3570	7945	5077	6846	10458
коштів місцевих бюджетів	975	1332	1365	2095	3544	3915	5446	7324
власних коштів підприємств та організацій	16198	21770	24470	31306	46685	53424	72337	106520
коштів іноземних інвесторів	1400	1413	2068	2807	2695	4688	4583	6660
коштів населення на будівництво власних квартир <sup>1</sup>	...	...	...	...	...	...	7019	9879
коштів населення на індивідуальне житлове будівництво	1176	1415	1573	1822	2577	3091	5110	8549
кредитів банків та інших позик	391	1400	1985	4196	5735	13740	19406	31182
інших джерел фінансування	2279	3494	3854	5215	6533	9161	4507	7914

Джерело: за даними Держкомстат України

5. *Залучення інвестицій (у формі акціонерного фінансування) при збереженні контролю над бізнесом.* Можливість зберегти контрольний пакет акцій, і при цьому отримати значне фінансування. Роздрібний продаж акцій компанії «в різні руки», дає можливість минулим власникам компанії втримати руку на пульсі бізнесу компанії.
6. *Підвищення статусу компанії.* Автоматичне підвищення статусу компанії, рейтингу довіри (в тому числі кредитного).
7. *Залучення дешевих кредитних ресурсів.* Можливість залучення позичкових коштів за кордоном (більш дешевих ніж в Україні).
8. *Диверсифікація ризиків.* Зниження ризиків власника компанії за рахунок їх переведення до міжнародної сфери. Залучення західного капіталу багато в чому знижує ризики компанії, яка боїться реприватизаційного переслідування.

Всі ці переваги може отримати компанія, яка строго виконуватиме вимоги виходу на фінансові ринки з ІРО. Вимоги доволі жорсткі і, на сьогодні, одразу ж обмежують коло потенційних українських компаній до декількох десятків. Зупинімося детальніше на вимогах, які висуваються до компаній, і не тільки українських, що мають бажання виступити з ІРО.

1. *Успішна фінансово-економічна діяльність, стійке зростання:* фінансових показників (обороту активів), частки ринку, ліквідний баланс, необтяжений надмірною кредиторською заборгованістю.
2. *Розмір активів або річного обороту не менше 5–10 млн. дол. США* (оптимальним вважається від 25 млн. дол. США), а на думку деяких експертів виводити акції на міжнародний ринок немає сенсу, якщо 15-30 % статутного капіталу, пропонованих при ІРО коштують менше 50–200 млн. дол. США.
3. *Проходження аудиту за міжнародними стандартами,* наявність звітності, яка підготовлена за міжнародними формами.
4. *Приваблива сфера бізнесу.* Здійснювати діяльність у привабливих для інвесторів секторах економіки (а для високотехнологічних компаній обов'язково мати зареєстровані *ноу-хау*).
5. *Наявність довгострокової і зрозумілої стратегії розвитку бізнесу,* а також кваліфікованого менеджменту, який доводить свою компетентність протягом декількох останніх років діяльності компанії.
6. *Повна прозорість.* Розкриття інформації про акціонерів і прозора структура власності, а також управління компанією.

З одного боку, вимоги можуть видатися занадто жорсткими, з іншого – якщо придивитися до них уважніше, виявиться, що окрім одного пункту (розмір компанії) все останнє – це просто характеристики успішної цивілізованої компанії, яка має загальну стратегію розвитку і прагне до міжнародного рівня ведення бізнесу. ІРО – це можливість «розповісти» інвесторам про свою компанію і залучити капітал.

За останні два-три роки термін «ІРО» став популярним в Україні. На сьогодні, на жаль, лише п'ять українських компаній вже вийшли на міжнародний ринок ІРО. Серед них: «Укрпродукт», «Кардинал», «XXI століття», «Астарта», «ТММ».

На думку провідних фахівців українських компаній [3], які вже провели IPO, цей процес потребує значної підготовчої роботи [2]. Компаніям, які бажають отримати невеликий обсяг фінансових ресурсів (50-200 млн. євро), для розміщення акцій доцільно вибрати Варшавську фондову біржу, а компаніям із більшою капіталізацією підійдуть інші майданчики, зокрема фондові біржі Лондона, Нью-Йорка чи Франкфурта.

При проведенні IPO компанії можуть зустрітися з певними труднощами, зокрема недостатньо кваліфікованих спеціалістів, значними фінансовими витратами, необхідністю реструктуризації організації бізнесу, тривалістю підготовки до IPO (весь процес підготовки та проведення IPO триває від 6 місяців до року).

Однак, у процесі підготовки та здійснення IPO компанія досягає нового ступеня свого розвитку. Вона стає публічною та відкритою і повинна надавати періодичні фінансові звіти, достатню інформацію про себе, своєчасно розкривати інформацію, яка може вплинути на вартість акцій. Публічність компанії дає їй можливість отримати нові зв'язки, забезпечити щорічне зростання, якість та розвиток виробництва. Крім того, після проведення IPO компанія може підвищити рівень корпоративного управління, зокрема запровадити посади незалежних директорів, які здійснюють вплив на прийняття важливих рішень щодо діяльності підприємства.

Доступ до ринків капіталу та IPO на місцевому і міжнародному рівні вкрай важливий для української економіки, оскільки він є ключовою складовою розвитку України й українського бізнесу.

Бум IPO українських компаній експерти вітчизняного фондового ринку прогнозували наприкінці 2008 початок 2009 р. Але зважаючи на загальносвітову фінансову кризу, скоріш за все ці прогнози будуть зсунуті на від півроку до року. Найбільш активними у цій сфері будуть компанії секторів комерційної нерухомості, девелоперські компанії, компанії, як надають фінансові послуги. Прогнозовані обсяги розміщень складуть близько 2-3 млрд. дол. США. Найближчими роками основна маса розміщень вітчизняних компаній концентруватиметься на Франкфуртській, Варшавській та Лондонській фондових біржах. При цьому, ймовірніше, частка Лондонської фондової біржі буде знижуватись.

Після злиття *NYSE* та *Euronext* на світовому ринку з'явився потужний біржовий холдинг, здатний запропонувати компаніям лістинг на фондових майданчиках ЄС та США. Ця структура може зацікавити як компанії з маленькою капіталізацією, так і великі українські фінансово-промислові групи, які зацікавлені у перспективі отримати лістинг одночасно на кількох фондових майданчиках. Крім того, в Європі починає формуватися новий перспективний центр торгівлі цінними паперами на базі біржової групи *OMX*. У проєкті бере участь американський фондовий майданчик *NASDAQ* та сім провідних банків (*Citigroup*, *Credit Suisse*, *Deutsche Bank*, *Goldman Sachs*, *Merrill Lynch*, *Morgan Stanley*, *UBS*), на які припадає близько половини угод з акціями європейських компаній, у тому числі і українських. Спільний проєкт став можливим завдяки прийняттю нової директиви Європейського Союзу «Про ринки фінансових інструментів» [1], яка скасовує монополію бірж на організацію торгівлі деякими видами цінних паперів, однак підвищує ви-



моги до розкриття інформації. Прогнозується, що новий фондовий майданчик стане доступним для емітентів не раніше 2009 року.

Отже, зважаючи на галопуюче зростання обсягів залучених фінансових ресурсів через ВРО як українськими, так і закордонними компаніями за сучасних умов, посилення фінансових взаємозв'язків між економічними агентами, змінює роль та місце органів державної влади у регулюванні такої сенситивної сфери як фінанси. Вочевидь, той позитив, що може бути привнесений в економіку будь-якої країни за рахунок IPO, варто було б підкріпити діями відповідних регулюючих органів. Так, наприклад, для України принциповим є врегулювання відносин між державою і бізнесом, чітке застосування (адаптація) норм права ЄС до функціонування фондових ринків та безпосередньо вимог до компаній, що планують проведення IPO. Звичайно, держава, як суб'єкт, що володіє стратегічно важливими підприємствами може виступити з ініціативою проведення IPO для державних підприємств. Більшість з цих питань, на нашу думку, потребує подальшого ґрунтовного дослідження економічної ефективності таких розміщень.

Висновки і рекомендації, перспективи подальших досліджень.

У контексті сказаного вище можна зробити наступні висновки, рекомендації, а також визначити напрями для подальших наукових досліджень, а саме:

- по-перше, ретельного вивчення нормативно-правове врегулювання діяльності підприємств з акціонерною формою власності, однією з можливостей є прийняття Закону України «Про акціонерні товариства»;
- позитивне стимулювання популяризації IPO серед українських компаній, а також декларування серйозних намірів України на міжнародному ринку капіталу, може стати приватизація частини великого державного підприємства (або банку) через механізми IPO;
- дотримання жорстких вимог дотримання вже існуючих стандартів розкриття інформації про власників і фінансові показники компаній (Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг, ФБ ПФТС);
- проведення аудиту згідно з міжнародними стандартами.

Розширення можливостей проектного фінансування (через різні механізми) в тому числі ч шляхом IPO в економіці України потребує детального вивчення, деталізації і глибокого системного і порівняльного аналізу.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради «Про ринки фінансових інструментів»
2. Інтернет-сторінка компанії «XXI століття» – [www.21.com.ua](http://www.21.com.ua)
3. Кинах Я. «Стать публичной кампанией на закрытом рынке – значит покорить его» – <http://aent.net.ua/review/archives/2007/02/21/10332>
4. Офіційний сайт Європейської комісії – [www.europa.int](http://www.europa.int)
5. Ernst & Young – [www.ey.com/ukraine/](http://www.ey.com/ukraine/)
6. <http://www.uapravo.net/data/akt682/page1.htm>
7. London Stock Exchange – <http://www.londonstockexchange.com/en-gb/about/newsroom/pressreleases/2007/AIM/>