

Ю. В. Корнеєва

кандидат економічних наук, старший науковий співробітник відділу макроекономічного регулювання та міжнародних економічних відносин Науково-дослідного фінансового інституту ДННУ “Академія фінансового управління”, Київ, Україна, korneevaj@ukr.net

ПЕРВИННЕ ПУБЛІЧНЕ РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ ЯК ІНСТРУМЕНТ ПРИВАТИЗАЦІЇ ВЕЛИКИХ ДЕРЖАВНИХ ПІДПРИЄМСТВ

Анотація. Статтю присвячено аналізу використання IPO (Initial Public Offering) як одного зі способів приватизації великих державних підприємств, що здійснюється з метою залучення довгострокових інвестиційних ресурсів та підвищення рівня корпоративного управління. Первинне публічне розміщення акцій державних компаній на фондових ринках розглядається як перший крок на шляху до повної приватизації об'єкта. Підкреслено, що в контексті вдосконалення механізму приватизації необхідно насамперед вводити елементи, котрі забезпечать плановість, публічність і контроль у цій сфері. Проходження процедури лістингу на фондових біржах світу означає автоматичне запровадження передових світових стандартів розкриття інформації та уніфікації звітності. Публічний лістинг сприяє зниженню інформаційної асиметрії, що дає змогу скоротити інформаційний розрив між інвесторами й реципієнтами, а також ефективному проведенню приватизації. З огляду на низьку ліквідність вітчизняного фондового ринку, аргументовано доцільність розроблення стратегії розміщення акцій великих державних підприємств, які підлягають приватизації, на зарубіжних фондових ринках. Окреслено сучасні тенденції розвитку міжнародних фінансових ринків, проаналізовано зміни кон'юнктури та їх наслідки у зв'язку з можливостями виходу державних підприємств на зовнішні ринки капіталу. Особливу увагу приділено впливу останньої світової кризи на міжнародні фінансові ринки та напрями глобальних фінансових потоків. Доведено, що в Україні, всупереч світовій тенденції посилення регулювання фінансових ринків, потрібно запровадити ліберальні умови для інвесторів і гарантувати їм збереження капіталів; водночас обґрунтовано потребу в регулюючій системі оцінки й нагляду за дотриманням умов контрактних угод інвесторами в разі корпоратизації державних підприємств. Зазначено, що механізм виходу останніх на міжнародні фінансові ринки має базуватися на принципах відстоювання національних інтересів та разом із тим поєднувати в собі елементи захисту прав інвесторів.

Ключові слова: державне підприємство, приватизація, корпоратизація, фондова біржа, лістинг, акція, глобалізація, інституційна структура міжнародних фінансів.

Табл. 2. Літ. 39.

Iuliia Kornieieva

Ph. D. (Economics), SESE “The Academy of Financial Management”, Kyiv, Ukraine, korneevaj@ukr.net

INITIAL PUBLIC OFFERING OF SHARES AS A TOOL OF PRIVATIZATION OF LARGE STATE-OWNED ENTERPRISES

Abstract. This article analyses the use of IPO as one of the priority ways of privatization of large state-owned enterprises, carried out in order to attract long-term investment resources and improve the level of corporate governance. The initial public offering of

shares of state-owned companies in stock markets is seen as the first step towards full privatization of the facility. It is emphasized that in the context of improving the mechanism of privatization, it is first of all necessary to introduce elements that will ensure planning, publicity and control in this area. Passing the listing procedure on the world stock exchanges means the automatic introduction of advanced world standards for information disclosure and unification of reporting. The public listing helps to reduce information asymmetry and the information gap between investors and recipients and promote effective privatization. Given the low liquidity of the domestic stock market, it seems reasonable to develop a strategy for offering shares of large state-owned companies that are subject to privatization on foreign stock markets. The article also identifies current trends in the development of international financial markets and changes in the market situation and their consequences in connection with the opportunities for state enterprises to enter foreign capital markets. Particular attention is paid to the impact of the recent global crisis on international financial markets and the direction of global financial flows. Despite the world trends of strengthening regulation on financial markets in Ukraine there is a need to implement liberal arrangements for access of investors with the aim of attracting foreign capital. But in that case the prerequisite is the introducing of regulatory system for evaluation and supervision of compliance with the terms of contractual arrangements during corporatization of state-owned enterprises. It is emphasized that the mechanism for the latter to enter international financial markets should be based on the principles of upholding national interests and at the same time combine elements of investor protection to increase the attractiveness of investment objects.

Keywords: state-owned enterprise, privatization, corporatization, stock exchange, listing, share, globalization, the institutional structure of international finance.

JEL classification: D92, E22, F21, G15, G38, O16.

Ю. В. Корнеева

кандидат економічних наук, старший науковий співробітник відділу макроекономічного регулювання та міжнародних економічних відносин Научно-дослідницького фінансового інституту, ГУНУ "Академія фінансового управління", Київ, Україна

ПЕРВИЧНОЕ ПУБЛИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ КАК ИНСТРУМЕНТ ПРИВАТИЗАЦИИ КРУПНЫХ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

Аннотация. Статья посвящена анализу использования IPO (Initial Public Offering) как одного из способов приватизации крупных государственных предприятий, которое осуществляется с целью привлечения долгосрочных инвестиционных ресурсов и повышения уровня корпоративного управления. Первичное публичное размещение акций государственных компаний на фондовых рынках рассматривается в качестве первого шага на пути к полной приватизации объекта. Подчеркнуто, что в контексте совершенствования механизма приватизации необходимо в первую очередь вводить элементы, которые обеспечат плановость, публичность и контроль в этой сфере. Прохождение процедуры листинга на фондовых биржах мира означает автоматическое внедрение передовых мировых стандартов раскрытия информации и унификации отчетности. Публичный листинг способствует снижению информационной асимметрии, что позволяет сократить информационный разрыв между инвесторами и реципиентами, а также эффективному проведению приватизации. Ввиду низкой ликвидности отечественного фондового рынка, аргументирована целесообразность разработки стратегии размещения акций крупных государственных предприятий, подлежащих приватизации, на зарубежных фондовых рынках. Обозначены современные тенденции развития междуна-

родных финансовых рынков, проанализированы изменения конъюнктуры и их последствия в связи с возможностями выхода государственных предприятий на внешние рынки капитала. Особое внимание уделено влиянию последнего мирового кризиса на международные финансовые рынки и направления глобальных финансовых потоков. Доказано, что в Украине, вопреки мировой тенденции усиления регулирования финансовых рынков, нужно ввести либеральные условия для инвесторов и гарантировать им сохранность капиталов; в то же время обоснована необходимость регулирующей системы оценки и надзора за соблюдением условий контрактных соглашений инвесторами в случае корпоратизации государственных предприятий. Отмечено, что механизм выхода последних на международные финансовые рынки должен базироваться на принципах отстаивания национальных интересов и вместе с тем сочетать в себе элементы защиты прав инвесторов.

Ключевые слова: государственное предприятие, приватизация, корпоратизация, фондовая биржа, листинг, акция, глобализация, институциональная структура международных финансов.

У світі простежується чітка тенденція перетворення частини державних підприємств, що працюють у конкурентному сегменті ринку, на контрольовані урядом акціонерні товариства. Головна мета таких трансформаційних процесів – підвищення ефективності діяльності компаній із державною формою власності та залучення інвестицій від нового власника в приватизований об'єкт. Наразі в Україні спостерігається гострий дефіцит фінансових ресурсів, що змушує приватні підприємства активніше використовувати інструменти фондового ринку для залучення інвестицій. Водночас зберігаються несприятливі умови для надходження прямих іноземних інвестицій.

Розроблення рекомендацій щодо залучення довгострокових інвестицій унаслідок проведення приватизації державних підприємств має надзвичайно велике значення для соціально-економічного розвитку нашої країни, адже сприятиме не тільки надходженню фінансових ресурсів, а й запозиченню передових технологій і управлінського досвіду. Вдосконалення механізму приватизації потребує передусім запровадження елементів, які гарантуватимуть плановість, публічність і контроль у окресленій сфері. Застосування сучасних інструментів приватизації, а саме продаж акцій великих державних підприємств на фондових біржах через механізм первинного публічного розміщення, цілком відповідатиме цим вимогам та сприятиме поліпшенню координації засад національної системи державних фінансів у інституціональній структурі міжнародних фінансів. Фондовий ринок дає змогу використовувати найефективніші механізми залучення, розподілу й перерозподілу інвестиційних ресурсів.

Питанням розвитку ринку цінних паперів, аналізу переваг застосування первинного публічного розміщення акцій із метою залучення довгострокових інвестиційних ресурсів приділяли увагу такі відомі зарубіжні економісти, як Р. Дорнбуш, П. Кругман, К. Макконнелл, К. Редхед, Дж. Сакс, С. Хьюс, Р. Шмалензі та ін. [1–7]. Дослідженню ефективності приватизації та аналізу можливостей створення раціональної структури власності присвячено праці Р. Вішни, Е. Острома, Д. Сеппінгтона, Дж. Стігліца, Р. Уїлліга,

М. Фрідмана, Ч. Ха-Цзюня, К. Шапіро, А. Шляйфера та ін. [8–16]. Серед вітчизняних науковців інституціональні аспекти реформування державних фінансів, можливості підвищення фінансової стабільності державних підприємств в Україні вивчали Т. І. Єфименко, С. С. Гасанов, О. М. Іваницька, Т. В. Кошук, І. О. Лютий та ін. [17–20]. Аналіз ефективності використання IPO в ході приватизації проводили, зокрема, О. В. Замазій, А. О. Кібальник [21; 22] та ін. Однак питання щодо особливостей використання механізму IPO під час приватизації великих державних підприємств у контексті врахування потенційної вигоди від присутності на міжнародних фінансових ринках і можливих загроз, пов'язаних із глобальною фінансовою нестабільністю, висвітлені недостатньо.

Метою статті є обґрунтування доцільності використання механізму первинного публічного розміщення на міжнародних фінансових ринках у процесі приватизації великих державних підприємств.

У наукових колах гостру полеміку спричиняє теза, що державна форма власності характеризується найнижчою ефективністю, а перехід до приватної власності та залучення до управління іноземних фахівців – найвищою. Видатний учений, лауреат Нобелівської премії, представник американського неолібералізму М. Фрідман критикував втручання держави в економіку, виступав за дерегуляцію політики уряду та панування в суспільстві вільного ринку як способу координації економічної активності його членів. На його думку, високого рівня розвитку можна досягти лише на основі функціонування вільного ринку та приватної власності. Зауважуючи, що тільки досягнутий високий рівень розвитку дає змогу підтримувати такий дорогий і роздутий державний сектор, М. Фрідман був прихильником приватизації держпідприємств, проте визнавав роль держави там, де втручання справді необхідне [9, с. 27–37].

Згідно з теоремою Сеппінгтона – Стігліца, зміна форми власності є неістотною за ідеальних умов, тобто симетрії інформації, нейтральності агентів до ризику та досконалості конкуренції між приватними агентами, котрі бажають придбати об'єкти державної власності. У разі їх недотримання проведення приватизації не завжди буде найкращим рішенням, адже не забезпечить підвищення ефективності роботи підприємства [10]. Оскільки створити ідеальні умови для проведення приватизації нереально, науковці доходять висновку, що держава може набагато краще управляти підприємством, ніж після переходу до приватної власності.

Відповідно до моделі, запропонованої К. Шапіро та Р. Віллігом у 1990 р., у економіці з високим рівнем корупції приватизація держпідприємств збільшує ефективність виробництва. Адже керівник компанії з державною формою власності може мати власні цілі, відмінні від суспільних, тому в разі приватизації цієї компанії він уже не керуватиме нею безпосередньо, а виконуватиме функції регулятора. Одним із основних висновків моделі Шапіро – Вілліга є важливість запровадження чітких і прозорих механізмів державного

регулювання приватизаційних процесів, які ґрунтуватимуться на своєчасному й повному доступі до фінансової інформації приватної компанії [11].

Дослідження науковців початку 2000-х років доводять, що на ефективність приватизації істотно впливають інституційні й організаційні фактори. Підкреслюється, що продаж державного підприємства іноземному інвестору значно поліпшує її кінцевий результат [23]. У зв'язку з вигодами для політиків і урядовців від діяльності державних підприємств у науковій літературі на початку XXI ст. з'явився термін “приватизація, що проводиться неохоче” (*reluctant privatization*) [24].

Приватизація є організаційно-правовим методом регулювання інвестиційної діяльності та водночас означає втрату державою контролю над важливими секторами. Підхід, коли уряд бажає швидко продати велику кількість держпідприємств одночасно, дістав назву пожежного розпродажу, котрий здійснюється за зменшеними цінами, що послаблює позицію уряду на переговорах, а отже, занижує суму одержуваних від приватизації надходжень [12]. За словами Дж. Стігліца, країна, яка продає свої природні ресурси, приватизує власну нафтову компанію та позичає гроші з майбутніх надходжень, може різко збільшити споживання, підвищивши тим самим свій ВВП, проте насправді вона стає біднішою [13, с. 14, 15]. Якщо отримані ресурси інвестувати в об'єкти інфраструктури, основні засоби, тобто високопродуктивні активи, механізм перерозподілу останніх у портфелі буде ефективним. Учений наголошує: якщо нова форма капіталу виявляється дохіднішою, то держава стає багатшою [14]. Дж. Стігліц виступає проти скорочення господарських функцій держави, наголошуючи на помилковості такої політики. Також у його працях можна знайти критичні зауваження щодо використання методології приватизації держпідприємств, що призводить до заниження їхньої реальної вартості [12].

“Часткова” приватизація може проводитися для мобілізації надходжень, і нерідко – для отримання доступу до провідних технологій або ключових ринків завдяки встановленню партнерства з великою іноземною компанією [16, с. 22]. Нерідко компанії, що інвестують кошти, не бажають передавати свої технології, а просто намагаються з максимальною користю для себе витрачати ресурси та одержувати з цього прибутки. Прикладом дієвого захисту національних інтересів може бути рішення уряду Бразилії: коли іноземні нафтові компанії не хотіли передавати їй основні технології з буріння й переробки нафти, уряд вклав чималі фінансові ресурси в розвиток потенціалу нафтової галузі через держпідприємство “Петробрас”. Приватизація в Бразилії є вдалим прикладом стимулювання розвитку фінансово-промислових груп усередині країни [16, с. 45].

Вважається, що під час здійснення демократичних реформ приватизація є невід'ємною складовою інституційних змін. Водночас недостатній рівень розвитку інституційних умов у країнах із трансформаційними економіками знижує її ефективність. Саме тому доцільно вдаватися до сучасних способів приватизації держпідприємств, котрі гарантують прозорість про-

цедури та унеможливають застосування корупційних схем. Окрім того, необхідно вдосконалити комплексну стратегію проведення приватизації з метою її відповідності економічним реаліям, а також розробити дієві механізми приватизації великих державних підприємств у контексті захисту національних інтересів та дотримання концепції сталого розвитку.

У Листі про наміри щодо підтвердження зобов'язання України стосовно реалізації політики та виконання завдань економічної програми, що підтримується в межах угоди з МВФ про Механізм розширеного фінансування (EFF), опублікованому 2 березня 2017 р., великий і неефективний державний сектор визначений як один зі значних викликів на шляху до запровадження реформ та економічного зростання в Україні [25, с. 1]. Відповідно, в Меморандумі про економічну і фінансову політику наголошено, що державна політика зосереджується на прискоренні структурних реформ задля реформування великого сектору державних підприємств, поліпшення бізнес-клімату та подолання корупції, залучення інвестицій і збільшення економічного потенціалу [25, с. 3]. Згідно з узятими зобов'язаннями, наша країна повинна здійснити реформу державних підприємств, що включає нагляд за фіскальними ризиками держпідприємств, урядування й реформування останніх, ліквідацію тих із них, які не функціонують, та приватизацію [25, с. 24, 25].

У ст. 1 Закону України “Про приватизацію державного майна” від 04.03.1992 № 2163-XII прописано, що приватизація проводиться з метою підвищення соціально-економічної ефективності виробництва та залучення коштів на структурну перебудову економіки України [26]. Ст. 15 цього Закону визначає способи приватизації, а саме: шляхом продажу об'єктів приватизації на аукціоні, за конкурсом із відкритістю пропонування ціни за принципом аукціону; продажу акцій (часток, паїв), що належать державі в господарських товариствах, на аукціоні, за конкурсом, на фондових біржах та іншими способами, що передбачають загальнодоступність і конкуренцію покупців; продажу на конкурсній основі єдиного майнового комплексу державного підприємства, що приватизується, або контрольного пакета акцій акціонерного товариства при поданні покупцем документів, передбачених ч. 1 ст. 12 цього Закону; викупу об'єктів приватизації; продажу акцій на міжнародних фондових ринках, у т. ч. у вигляді депозитарних розписок; іншими способами, які встановлюються спеціальними законами, що регулюють особливості приватизації об'єктів окремих галузей [26]. Ст. 16 (Закон доповнено цією статтею згідно із Законом від 13.01.2012 № 4336-VI) стосується безпосередньо продажу акцій на міжнародних фондових ринках, котрий здійснюється відповідно до законодавства і правил функціонування зазначених ринків із урахуванням вимог законодавства про депозитарну систему в порядку, встановленому Кабінетом Міністрів України. Як бачимо, в Законі України “Про приватизацію державного майна” передбачено можливість приватизації шляхом продажу акцій держпідприємств на міжнародних фондових біржах.

У Меморандумі про економічну і фінансову політику в рамках угоди з МВФ про Механізм розширеного фінансування від 2 березня 2017 р. зазначено, що Україна має обмежені досягнення в приватизації національних великих державних підприємств [25, с. 25]. В. М. Геєць дає таку характеристику: “Приватизація в Україні відбувалася хоч і відповідно до прийнятих Верховною Радою України законів, але з масовими порушеннями і мала високу ступінь в першу чергу моральної нелегітимності”. Вчений зауважує, що за підсумками 2000–2010 рр. приватизовані підприємства за результатами своєї діяльності показали гірші результати, ніж до приватизації [27, с. 5].

Бюджетні надходження від приватизації наразі надзвичайно важливі для нашої країни. Так, за підсумками 2016 р. вони становили 0,189 млрд грн замість запланованих 17,1 млрд грн, які згідно із Законом про Державний бюджет України Фонд державного майна України (ФДМУ) повинен був спрямувати в бюджет. Протягом 2015 р. від приватизації до держбюджету надійшло 0,152 млрд грн, тоді як планувалося 17 млрд грн (табл. 1) [28]. Зазначене вказує на недосконалість приватизаційних процесів в Україні.

За даними ФДМУ, станом на 1 жовтня 2016 р. лише 8,34 % від загальної кількості приватизованих об'єктів (124 022 од.) було приватизовано шляхом продажу цінних паперів акціонерних товариств. Усі об'єкти реалізовані через національні фондові біржі, без використання можливостей міжнародних ринків капіталу. У 2016 р. ФДМУ продав державний банк ПАТ “Український банк реконструкції та розвитку” за 82,827 млн грн китайському інвестору “Bohai Commodity Exchange Co., Ltd.” (BOCE) [29]. Є окремі відомості про певні об'єкти, продані іноземним інвесторам, проте немає консолідованої статистики стосовно того, яка саме частина надходжень від приватизації може вважатись іноземними інвестиціями. Між тим відображення такої статистики сприяло би підвищенню прозорості приватизаційних процесів. Загальна динаміка надходження прямих іноземних інвестицій в Україну наведена в табл. 2.

Таблиця 1. Динаміка планових і фактичних надходжень до державного бюджету України від приватизації державного майна протягом 2010–2016 рр.

Рік	Планові надходження, млрд грн	Фактичні надходження, млрд грн	% від річного планового завдання
2010	10,0	8,5	85,0
2011	10,0	11,480	114,80
2012	10,0	6,765	67,65
2013	10,9	1,479	13,57
2014	19,4	0,447	2,40
2015	17,0	0,152	0,90
2016	17,1	0,331	1,93

Джерело: Статистичні дані Фонду державного майна в Україні / ФДМУ. URL: <http://www.spfu.gov.ua/>.

Таблиця 2. Динаміка надходжень прямих іноземних інвестицій в Україну впродовж 2010–2016 рр.

Рік	Загальний обсяг, млн дол. США [1]	Чистий приплив, % ВВП [2]
2010	5 851,2	4,80
2011	6 033,7	4,40
2012	5 290,7	4,60
2013	5 462,1	2,40
2014	2 451,7	0,63
2015	3 763,7	3,36
2016	4 405,8	–

Джерело: Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

Невиконання бюджету в частині надходжень від приватизації засвідчує недосконалість системи регулювання приватизаційних процесів в Україні. Безперечно, перешкод проведенню приватизації чимало, особливо в країнах із трансформаційними економіками. Проте варто враховувати потенційну можливість залучення іноземних інвесторів на міжнародних фінансових ринках, якщо розміщувати акції держпідприємств на зарубіжних фондових біржах, що широко практикується у світі. Серед компаній, чії акції вільно обертаються на фондових біржах, велика кількість частково державних. ОЕСР визначає такі компанії як ті, де уряд володіє від 10 до 50 % акцій. У багатьох із них держава забезпечує ефективний контроль, не виступаючи основним акціонером. Порівняно з розвинутими державами в країнах, що розвиваються, та транзитивних економіках розміщення акцій держпідприємств на фондових ринках розпочалося набагато пізніше. Згідно з доповіддю ОЕСР, станом на 2014 р. частка державних компаній, котрі розміщують свої акції на фондових біржах, становить близько 13 % світової ринкової капіталізації [30, с. 14].

Приватні українські компанії дедалі частіше проходять лістинг на зарубіжних фондових біржах. Серед вітчизняних компаній найбільшою популярністю користуються біржі Варшави, Франкфурта-на-Майні та, рідше, Лондона – через більшу вартість розміщення. За даними Світового банку, на кінець 2015 р. на біржах у лістингу перебувало 158 українських компаній [31]. Першою лістинг на іноземній біржі пройшла АСК “Укррічфлот”, приватизована в 1992 р. Акції цієї компанії були включені в лістинг Віденської фондової біржі в серпні 1998 р. Основними цілями розміщення акцій на зарубіжних фондових біржах є залучення довгострокових фінансових ресурсів та підвищення ліквідності акціонерного капіталу.

Первинне публічне розміщення (*Initial Public Offering* – IPO) цінних паперів є одним із ефективних механізмів залучення довгострокового інвестиційного капіталу для підприємства. Класичне визначення відповідного терміна – перше розміщення акцій на ринку, тобто передбачається, що до цієї пропозиції акції певної корпорації на організованому ринку не перебу-

вали в обігу. Під публічним розміщенням мається на увазі, що пропозиція акцій зроблена широкому колу інвесторів, без обмежень. Водночас під IPO розуміється не тільки первинне публічне розміщення, а й кожний наступний випуск акцій, що означатиме додаткову емісію – *followon*, тобто дорозміщення. Вторинне публічне розміщення акцій (*Secondary Public Offering* – SPO) – пропонування на біржі великого пакета акцій, котрий належить чинним акціонерам. Відкрита підписка передбачає необмежену кількість потенційних покупців таких цінних паперів. Іноді до IPO відносять і приватну пропозицію (*Private Offering*) – розміщення акцій серед заздалегідь відомого вузького кола інвесторів на біржовому чи позабіржовому ринку; та пряме публічне розміщення (*Direct Public Offering* – DPO), тобто силами емітента безпосередньо інвесторам, без залучення послуг фінансового посередника (андеррайтера). Виокремлюють три методи публічного розміщення: метод фіксованої ціни, метод аукціону та метод формування книги заявок. Перший дає змогу інвестиційному банку, котрий виступає андеррайтером, протягом певного часу збирати заявки на купівлю акцій за наперед визначеною ціною. Другий метод активно використовується під час приватизації держпідприємств та передбачає рівні можливості для всіх інвесторів, які подають заявки на акції із зазначенням бажаної ціни й кількості цінних паперів. Заявки інвесторів за найвищою ціною виконуються повністю, а решта розподіляється між інвесторами пропорційно. Всі заявки є анонімними, що запобігає будь-якій дискримінації при проведенні торгів. До недоліків цього методу можна віднести його непередбачуваність для емітента. Тому цю схему слід застосовувати при продажу акцій тих держпідприємств, котрі є відомими та працюють у добре вивчених галузях економіки, що знизить інвестиційні ризики для інвесторів. Третій метод включає формування таких типів заявок, як *Strike Bid* – на купівлю певного числа акцій незалежно від кінцевої ціни; *Limit Bid* – на купівлю акцій за максимальною ціною, на котру погоджується інвестор; *Step Bid*, яка передбачає, що інвестор купуватиме різні обсяги акцій залежно від зміни їхньої ціни [32].

IPO акцій державних компаній на фондових ринках розглядається як перший крок на шляху до повної приватизації об'єкта. Великі державні підприємства зазвичай приватизовані через лістинг. Механізм емісії й продажу акцій держпідприємства на фондовому ринку є однією з основних форм приватизації у світі починаючи з 1980-х років. Оскільки публічне розміщення цінних паперів дає змогу залучати чималі обсяги фінансових ресурсів, цей механізм потрібно окремо проаналізувати в контексті розвитку стратегії залучення фінансових ресурсів суб'єктами господарювання державного сектору на внутрішніх і міжнародних ринках капіталу.

У ході аналізу скоригованої рентабельності В. А. Меггінсон і Дж. М. Неттер довели економічну обґрунтованість інвестицій у такі активи в довгостроковій перспективі [33]. Внаслідок продажу акцій через публічне розміщення в держпідприємства з'являються нові можливості щодо залучення

фінансових ресурсів, адже змішана форма власності дає змогу уряду розділити ризики з приватними інвесторами.

Відповідно до ст. 28 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 № 3480-IV, публічне розміщення цінних паперів – це спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оприлюднення в будь-який інший спосіб повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб [34]. Під процедурою первинного розміщення зазвичай мається на увазі випуск акцій, котрий передбачає збільшення статутного капіталу або зміну юридичної форми компанії, а саме надання їй статусу публічної корпорації. Тобто IPO передбачає первинний публічний продаж акцій компанії та їх лістинг на фондовій біржі. Згідно зі ст. 1 цього Закону, лістинг – це сукупність процедур із включення цінних паперів до реєстру фондової біржі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів і емітента умовам та вимогам, установленим у правилах фондової біржі [34].

У 2016 р. опубліковано доповідь ОЕСР стосовно практики розміщення цінних паперів державними підприємствами на фондових ринках, де зроблено акцент на виявленні мотиваційних стимулів до лістингу, а також проведено аналіз відмінностей у процедурі лістингу для приватних і державних компаній. У доповіді підкреслено важливість лістингу для державних компаній як чинника поліпшення корпоративного управління та визначено, що для кожної країни характерний власний перелік історичних, економічних, політичних і фінансових чинників, котрі впливають на рішення уряду щодо розміщення акцій держпідприємства на біржі [30]. Сучасні дослідження показують, що отримати максимальну вигоду від лістингу таких підприємств можна тільки за умови наявності розвинутого фондового ринку й відповідної правової системи, яка гарантуватиме захист прав інвесторів, особливо міноритарних [35].

Експерти PricewaterhouseCoopers зазначають, що найпоширенішою помилкою при організації IPO є неправильний вибір часу виходу на фондову біржу внаслідок неточного розрахунку періоду, необхідного для підготовки публічного лістингу [36]. Прийняття рішень щодо проходження лістингу держпідприємством під певним політичним тиском може призвести до зниження ефективності емісії та потенційних обсягів залучених інвестицій. Надзвичайно важливо розробити стратегію виходу на ринок, правильно вибрати час (коли на ринку є пошвавлення), що дасть змогу не лише зробити це швидше, а й залучити більше фінансових ресурсів. Вплив глобальної фінансової нестабільності на систему управління державними фінансами неможливо ігнорувати, адже кон'юнктура на зовнішніх фінансових ринках визначає можливості залучення фінансових ресурсів і напрями фінансових потоків. Є думка, котра базується на емпіричних дослідженнях, що приватизація в період рецесії погіршує макроекономічні результати, а продаж об'єктів державної власності іноземному інвестору – поліпшує [35].

При використанні IPO на міжнародних фондових біржах як способу приватизації об'єктів державної власності з метою залучення інвестицій у

країну необхідно враховувати зміни на фінансових ринках, щоб розробити дієву стратегію виходу підприємства на публічний лістинг. Світова фінансова криза 2008–2009 рр. засвідчила відсутність ефективного механізму регулювання міжнародної фінансової системи та загострення боргових проблем багатьох країн, що спричинило глобальну боргову кризу. Глибинною причиною останньої світової фінансової кризи є вплив капіталу з реального сектору економіки у фінансовий. Відірваність фінансового сектору від реальної економіки можна проілюструвати за допомогою порівняння світового ВВП, який у 2016 р. становив 74,152 трлн дол. США, та обсягів зобов'язань за позабіржовими фінансовими деривативами, котрі за перше півріччя 2016 р. сягнули 544,052 трлн дол. Обсяги фінансових деривативів на позабіржовому ринку наприкінці 2013 р. дорівнювали 710,6 трлн дол., тобто майже в десять разів більше за світовий ВВП; 2014 р. – 630 трлн дол. (у вісім разів), а за підсумками I кв. 2016 р. обсяг деривативів перевищував глобальний ВВП уже в сім разів [31; 37]. Така динаміка вказує на стрімке зростання світового спекулятивного капіталу, що призводить до виникнення спекулятивних бульбашок, неконтрольованості фінансової системи, глобальної фінансової нестабільності та, як наслідок, до домінування фінансових ринків над традиційною промисловою економікою, що визначає напрями руху капіталу й ускладнює залучення фінансових ресурсів для підприємств, котрі працюють у реальному секторі. В результаті скорочується кількість потенційних інвесторів держпідприємств, що працюють у промисловості, адже приватизація передбачає довгострокові вкладення й тривалі терміни окупності інвестицій. Натомість фінансові ринки приваблюють інвесторів можливістю досить швидкого отримання прибутків.

За висновками експертів Банку міжнародних розрахунків, ризики на міжнародних фінансових ринках виникають через поєднання двох факторів – посилення глобальної ліквідності та закінчення внутрішніх фінансових циклів. Серйозне занепокоєння викликає тенденція збереження вкрай низьких процентних ставок, інколи від'ємних навіть у номінальному вираженні, а в окремих випадках навіть менших, ніж очікувані центральними банками. Ця тенденція має довгострокові наслідки, а збитки інвесторів із часом тільки зростають. Низькі процентні ставки призводять до поступового скорочення надбавки за ризик, заохочуючи інвесторів вкладати кошти у високоризикові активи. Крім того, вкрай малі процентні ставки негативно впливають на оцінку активів, що підвищує їхню чутливість до негативних економічних новин (*snapback risk*). Через низькі або навіть від'ємні процентні ставки за облігаціями акції, природно, ставали дедалі привабливішим інструментом вкладання коштів для інвесторів, а менші реальні процентні ставки підвищили теперішню вартість майбутніх корпоративних доходів. Як наслідок, циклічно скориговані коефіцієнти P/E в Сполучених Штатах і Великобританії виявились істотно більшими від історичних середніх, що, можливо, свідчить про натягнутість оцінок [38, с. 16, 31]. Тож низька прибутковість за борговими цінними паперами спонукає інвесторів вкладати кошти в інструменти

ринку капіталу, що сприяє успішній приватизації. Однак треба створити такі умови, котрі уможливають переорієнтацію короткострокових інтересів портфельних інвесторів на довгострокове вкладення коштів.

Світова фінансова криза на міжнародних фінансових ринках призвела до певних структурних зрушень. Істотне посилення регулювання спричинило обмеження доступу до фінансових ресурсів, водночас системи регулювання операцій на фінансовому ринку, гарантування прав інвесторів та широке коло інструментів для розміщення коштів значно розширили коло інвесторів, зацікавлених у вигідному розміщенні своїх заощаджень [39]. Використовуючи кон'юнктуру на фінансових ринках, потрібно залучати тих інвесторів, котрі намагаються вкладати кошти з найменшими ризиками. В цьому контексті необхідно скоригувати систему регулювання приватизації в бік поліпшення захисту прав інвесторів, розширити можливості надання державних гарантій, що допоможе зацікавити інвесторів, які принесуть не лише фінансовий капітал, а й важливі для побудови конкурентоспроможної економіки технології.

У зв'язку зі зниженням місця України в міжнародному інвестиційному рейтингу, втратою довіри інвесторів, слабкістю банківської системи тощо капітал надходить у вітчизняну економіку в незначних обсягах. Тому, попри світові тенденції щодо посилення регулювання фінансових ринків, у нашій країні навпаки потрібно запроваджувати ліберальні умови й водночас гарантувати інвесторам збереження їхніх коштів. У цьому контексті надзвичайно важко знайти баланс між захооченням інвесторів і захистом національних інтересів. Окрім того, нестабільна ринкова ситуація потребує швидкої та своєчасної реакції на зміни.

Згідно з Декларацією саміту з фінансових ринків і світової економіки (*Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*), прийнятою лідерами Великої двадцятки у 2008 р., основними принципами сучасної економічної політики мають бути підвищення транспарентності й поліпшення звітності. Забезпеченню прозорості процесу приватизації, а також контролю діяльності приватизованих активів великою мірою сприятиме запровадження надійної й ефективної системи стандартизації та уніфікації передання інформації, тобто такої, котра дасть змогу скоротити інформаційний розрив між інвесторами й реципієнтами. Зниження інформаційної асиметрії у фінансовій сфері є одним із найважливіших завдань модернізації фінансової системи як світової, так і української. Проходження лістингу на фондових біржах автоматично сприятиме запровадженню передових міжнародних стандартів щодо розкриття інформації та уніфікації звітності.

Такий лістинг передбачає отримання компанією статусу публічної. Зрозуміло, що сам факт проходження лістингу акціями держпідприємства не означатиме автоматично поліпшення якості корпоративного управління, проте істотно сприятиме цьому, зокрема підвищенню його стандартів. Адже професійний топ-менеджмент, обраний на конкурентних засадах, а не за вказівкою уряду (приміром, з політичних мотивів), враховуватиме інтереси всіх акціонерів. Захист прав міноритаріїв у разі участі в капіталі держав-

ної корпорації в країнах із низьким рівнем захисту прав інвесторів зазвичай великою мірою визначає інвестиційний клімат у країні. До переваг дотримання вимог лістингу на фондовому ринку, безперечно, варто віднести також підвищення прозорості діяльності компанії, приведення стандартів бухгалтерського обліку у відповідність із міжнародними нормами, чому сприяє регулярне здійснення зовнішнього аудиту. Практика розкриття інформації позитивно відображається на управлінні компанією, обмежуючи можливості розроблення корупційних схем.

Механізм IPO досить дорогий, тому доцільно використовувати його лише для великих підприємств, але спочатку вжити комплекс заходів із реструктуризації й фінансового оздоровлення підприємства. Це дасть змогу ефективніше використовувати виробничі ресурси підприємства, забезпечити його рентабельність, прибутковість, що підвищить його вартість та допоможе залучити більше фінансових ресурсів.

Основною відмінністю між приватними й державними компаніями в реалізації цінних паперів через біржу є те, що остаточне рішення стосовно лістингу та розміру пакета акцій для останніх може прийматися на основі впливу некомерційних чинників. Усе залежить від кінцевої мети уряду – повна приватизація компанії чи збереження часткового контролю над нею за рахунок змішаного володіння. Зрозуміло, що в разі державного регулювання держпідприємствам не загрожує небезпека насильницького поглинання. На відміну від емісії приватного сектору, лістинг таких підприємств може передбачати певні привілеї для вітчизняних інвесторів, персоналу та громадян. На випадок продажу акцій стратегічних компаній уряд завжди передбачає обмеження щодо кількості цінних паперів, виставлених на продаж, та висуває жорсткі вимоги до інвесторів. Знайти баланс між комерційними й некомерційними цілями діяльності підприємства досить важко. Компанії, котрі пройшли лістинг і розміщують свої акції на фондовому ринку, повинні узгоджувати дві протилежні за своїм змістом цілі: максимізацію прибутку акціонерів, зростання вартості компанії, в чому зацікавлені приватні акціонери, які зазвичай є міноритаріями, та досягнення певних соціальних цілей, покладених на підприємство урядом.

Статус публічної компанії слугує гарантом надійності, масштабності й фінансових можливостей підприємства, що дає змогу залучати чималі обсяги фінансування на вигідних умовах та супроводжується зростанням ринкової вартості. Внаслідок проходження біржового лістингу спрощується процедура проведення торгових операцій із корпоративними акціями. Однією з переваг використання IPO є підвищення капіталізації фондового ринку, збільшення обороту торгів та розширення спектра ліквідних інструментів. Український фондовий ринок через низьку ліквідність і слабку інфраструктуру відносять до найменш розвинутих, граничних (*frontier market*). Саме тому необхідно розглядати можливості виходу держпідприємств на міжнародні ринки капіталу з метою залучення інвестицій на довгостроковий період. Ефективна система управління державними фінансами в частині регулю-

вання приватизаційних процесів, яка враховує зміни зовнішньої кон'юнктури на міжнародних фінансових ринках і особливості модернізованої інституційної системи міжнародних фінансів, забезпечить у майбутньому створення спеціалізованих трастових фондів для скоординованої допомоги державним підприємствам, котрі потребують додаткового фінансування.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Наразі особливої актуальності набуває аналіз ефективності механізму приватизації державних підприємств у контексті структурних зрушень на світових фінансових ринках під впливом модернізації інституційної структури міжнародних фінансів. Інституційне середовище останніх є неоднорідним, що слід враховувати при розробленні стратегії виходу на ринок суб'єктів господарювання державного сектору економіки. Розвинутий ринок фінансових деривативів дає змогу інвесторам отримувати високі прибутки, що істотно знижує попит на інструменти ринку прав власності. Остання світова фінансова криза призвела до певних зрушень на фінансових ринках. Зокрема, обсяг спекулятивного капіталу дещо скоротився завдяки посиленню регулювання на міжнародних ринках капіталу в рамках таких документів, як Закон Додда – Франка у США (2010 р.). Тож з'явилася нагода залучати інвесторів, котрі шукають найменш ризиковий варіант, надаючи державні гарантії в обмін на капітал і технології.

Незважаючи на світову тенденцію посилення регулювання на фінансових ринках, в Україні потрібно створити ліберальні умови доступу для інвесторів. Водночас метою довгострокової інвестиційної політики є поліпшення інвестиційного клімату в країні загалом, а не цілеспрямоване заохочення іноземних інвесторів до здійснення прямих інвестицій, що вже є похідним від основного завдання. В цьому контексті важливо розробити дієвий механізм або систему прийняття рішень про допуск іноземних інвесторів до приватизації. Ефективну роботу такої системи забезпечить не ручне керування, а автоматизована система фінансового управління, яка гарантуватиме прозорість у довгостроковому плануванні. Заходи зі зниження інформаційної асиметрії сприятимуть скороченню інформаційного розриву між інвесторами й реципієнтами та успішному проведенню приватизації. Країни з малопривабливим інвестиційним кліматом зобов'язані враховувати в інвестиційній стратегії певну компенсацію високого ризику для інвестора, котра має бути включена у вартість об'єкта.

Усім переліченим критеріям відповідає поширена у світі практика приватизації державних підприємств шляхом продажу акцій на фондових біржах. Застосування IPO стимулює економічне зростання за допомогою залучення прямих іноземних інвестицій, а також сприяє структурній перебудові завдяки довгостроковим інвестиціям у реальний сектор. До переваг IPO також варто віднести відсутність зобов'язань із обслуговування позики та необмежений термін залучення капіталу, що дає змогу розглядати цей механізм як альтернативу іншим інвестиційним джерелам для підприємства.

Приватизація в Україні здійснюється тривалий час, у процесі її проведення виникають певні труднощі, порушення й зловживання через викорис-

тання непрозорих механізмів. У світі спостерігається тенденція застосування механізму IPO для приватизації великих держпідприємств, що сприяє залученню інвестицій, технологій, управлінського досвіду тощо. Продаж акцій на міжнародних фондових ринках визначений в українському законодавстві як один із способів приватизації державних підприємств, однак не практикується. Між тим використання IPO для приватизації великих держпідприємств допомогло б розв'язати проблему визначення ринкової вартості компанії, адже біржові котирування відображають оцінку ринком її поточної вартості. Процедура проходження лістингу на міжнародних фондових біржах гарантуватиме перехід частково державних компаній на світові стандарти фінансової звітності, підвищить прозорість проведення операцій, що істотно поліпшить національну систему управління державними фінансами загалом та її координацію в інституціональній структурі міжнародних фінансів зокрема.

Список використаних джерел

1. Dornbusch R. A portfolio balance model of the open economy. *Journal of Monetary Economics*. 1975. No. 1 (1). P. 3–20.
2. Cardoso E., Dornbusch R. Foreign private capital flows. *Handbook of development economics*. 1989. P. 1387–1439.
3. Schmalensee R. Risk and return on long-lived tangible assets. *Journal of Financial Economics*. 1981. No. 9 (2). P. 185–205.
4. McConnell J., Servaes H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*. 1990. No. 27 (2). P. 595–612.
5. Redhead K., Hughes S. Financial risk management. Cambridge: Gower Pub Co, 1988. 257 p.
6. Krugman P., Graham E. Foreign Direct Investment in the United States. N. Y.: McGraw-Hill, 1995. 232 p.
7. Sachs J. Economic reform and the process of global integration. *Brookings papers on economic activity*. 1995. No. 1. P. 1–118.
8. Ostrom E. Reforms, Property-Rights Systems and Development. *APSA-CP Newsletter of the Organized Section in Comparative Politics of the APSA*. 1999. No. 10 (1). P. 20–22.
9. Friedman M., Friedman R. Free to Choose. N. Y.: Harcourt Brace Jovanovich, 1981. 351 p.
10. Sappington D., Stiglitz J. E. Privatization, information and incentives. *Journal of Policy Analysis and Management*. 1987. No. 6 (4). P. 567–582.
11. Shapiro C., Willig R. D. Economic rationales for the scope of privatization. *The Political Economy of Public Sector Reform and Privatization* / eds.: E. N. Suleiman, J. Waterbury. Westview Press: Boulder CO, 1990. P. 55–87.
12. Stiglitz J. Distinguished Lecture on Economics in Government: The Private Uses of Public Interests: Incentives and Institutions. *Journal of Economic Perspectives*. 1998. Vol. 12. No. 2. P. 3–22.
13. Stiglitz J. Making Natural Resources into a Blessing rather than a Curse. *Covering Oil: A Reporter's Guide to Energy and Development* / eds.: A. Schiffrin, S. Tsalik. N. Y.: Open Society Institute, 2005. URL: <http://www.renewwatch.org/reports/072305.pdf>.
14. Stiglitz J. Covering Resource Wealth: Presentation at the Initiative for Policy Dialogue. Baku: Public Finance Monitor Center Workshop, 2003. URL: <http://www2.gsb.columbia.edu/ipd/bakutranscript.pdf>.
15. Shleifer A., Vishny R. Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*. 1994. Vol. 109. P. 995–1025.
16. Ха-Цзюнь Ч. Реформы в управлении государственных инвестициях. ДЭСВ Организация Объединенных Наций. Нью-Йорк: ПРООН, 2007. 69 с.
17. Єфименко Т. І., Конопльов С. А. Інституціональні аспекти реформування державних фінансів. *Фінанси України*. 2016. № 6. С. 7–30. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2016_6_3.

18. Модернізація фінансової системи України в процесі євроінтеграції: у 2 т. Т. 1 / Т. І. Єфименко, С. С. Гасанов, В. П. Кудряшов та ін.; за ред. О. В. Шлапака, Т. І. Єфименко; ДННУ "Акад. фін. управління". Київ, 2014. 760 с. URL: http://afu.minfin.gov.ua/getfile.php?page_id=449&num=3.

19. Фінансова система України: взаємодія корпоративного та державного секторів / Т. І. Єфименко, І. О. Лютий, С. С. Гасанов та ін. Київ: ДННУ "Акад. фін. управління", 2012. 244 с. URL: http://afu.minfin.gov.ua/getfile.php?page_id=452&num=9.

20. Гасанов С. С., Іваницька О. М., Кошук Т. В. Напрями підвищення фінансової стабільності державних підприємств в Україні. *Фінанси України*. 2015. № 12. С. 48–62. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2015_12_6.

21. Замазій О. В. ІРО як інструмент залучення інвестицій українськими підприємствами. *Економічний аналіз*. 2014. Т. 16. № 2. С. 65–74.

22. Кібальник Л. О. Вплив світової фінансової кризи на процес приватизації загальнодержавної власності в Україні. *Вісник Черкаського університету. Сер.: економічні науки*. 2010. Вип. 177. С. 13–20.

23. Villalonga B. Privatization and efficiency: differentiating ownership effects from political, organizational, and dynamic effect. *Journal of Economic Behavior & Organization*. 2000. No. 42 (1). P. 43–77.

24. Bortolotti B., Faccio M. Reluctant Privatization. *EGGI Working Paper*. 2004. No. 4.

25. Україна: Лист про наміри та Меморандум про економічну та фінансову політику від 02.03.2017. Київ. 32 с. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=46564506>.

26. Про приватизацію державного майна: закон України від 04.03.1992 № 2163-XII. *Відомості Верховної Ради України (ВВР)*. 1992. № 24. Ст. 348.

27. Геєц В. М. Преодоление квазирыночности – путь к инвестиционно ориентированной модели экономического роста. *Экономика Украины*. 2015. № 6 (635). С. 4–17.

28. Звіт про роботу Фонду державного майна України в 2016 році. URL: http://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/zvit-uryad-f1-44_9551.pdf.

29. Статистичні дані Фонду державного майна України / ФДМУ. URL: <http://www.spfu.gov.ua/>.

30. Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparison of Governance Practices. Paris: OECD Publishing, 2016. URL: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264244603-en>.

31. Статистичні дані Світового банку. URL: <http://data.worldbank.org/country/ukraine>.

32. Ярошевич В., Матвеев К. Механізми первичного публічного розміщення акцій. *Банківський весник Національного банку Белоруссии*. 2014. № 10. С. 46–52. URL: <https://www.nbrb.by/bv/articles/10045.pdf>.

33. Megginson W. L., Netter J. M. From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*. 2001. Vol. 39 (2). P. 321–389.

34. Про цінні папери та фондовий ринок: закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. *Відомості Верховної Ради України (ВВР)*. 2006. № 31. Ст. 268. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

35. Dewenter K. L., Malatesta P. H. Public Offerings of State-Owned and Privately-Owned Enterprises: An International Comparison. University of Washington: School of Business, 1996. 30 p. URL: <http://www.afajof.org/SpringboardWebApp/userfiles/afa/file/Supplements%20and%20Data%20Sets/Appendicies%20for%20Public-Offerings%20of%20State-Owned%20and%20Privately-Owned%20Enterprises%20An%20Inter>.

36. Путьводитель по выходу на IPO: руководство по размещению ценных бумаг / PricewaterhouseCoopers. URL: http://www.pwc.ru/en_RU/ru/capital-markets/assets/roadmap-foran-ipo-rus.pdf.

37. BIS Statistical Bulletin 2016 / Bank for International Settlements. URL: <http://www.bis.org/statistics/bulletin1612.pdf#page=229>.

38. 86th Annual Report of Bank for International Settlements. Basel, 2016. URL: http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2016e_ec.pdf.

39. Циганов С. А. Вплив глобалізації світової економіки на розвиток фінансового ринку. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2014. № 3 (74). С. 105–115.

References

1. Dornbusch, R. (1975). A portfolio balance model of the open economy. *Journal of Monetary Economics*, 1(1), 3–20.
2. Cardoso, E. A., Dornbusch, R. (1989). Foreign private capital flows. *Handbook of development economics*, 2, 1387–1439.
3. Schmalensee, R. (1981). Risk and return on long-lived tangible assets. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 185–205.
4. McConnell, J., Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595–612.
5. Redhead, K., Hughes, S. (1988). *Financial risk management*. Gower Pub Co.
6. Krugman, P., Graham, E. (1995). *Foreign Direct Investment in the United States*. McGraw-Hill.
7. Sachs, J. D., Warner, A., Åslund, A., & Fischer, S. (1995). Economic reform and the process of global integration. *Brookings papers on economic activity*, 1, 1–118.
8. Ostrom, E. (1999). Reforms, Property-Rights Systems and Development. *APSA-CP Newsletter of the Organized Section in Comparative Politics of the APSA*, 10(1), 20–22.
9. Friedman, M., Friedman, R. (1981). *Free to Choose*. New York: Harcourt Brace Jovanovich.
10. Sappington, D., Stiglitz, J. E. (1987). Privatization, information and incentives. *Journal of Policy Analysis and Management*, 6(4), 567–582.
11. Shapiro, C., Willig, R. D. (1990). Economic rationales for the scope of privatization. In Suleiman, E. N., Waterbury, J. (Eds.). *The Political Economy of Public Sector Reform and Privatization* (pp. 55–87). Westview Press: Boulder CO.
12. Stiglitz, J. (1998). Distinguished Lecture on Economics in Government: The Private Uses of Public Interests: Incentives and Institutions. *Journal of Economic Perspectives*, 12(2), 3–22.
13. Stiglitz, J. (2005). Making Natural Resources into a Blessing rather than a Curse. In A. Schiffrin, S. Tsalik (Eds.). *Covering Oil: A Reporter's Guide to Energy and Development*. New York: Open Society Institute. Retrieved from <http://www.renewwatch.org/reports/072305.pdf>.
14. Stiglitz, J. (2003). *Covering Resource Wealth. Presentation at the Initiative for Policy Dialogue*. Baku: Public Finance Monitor Center Workshop. Retrieved from <http://www2.gsb.columbia.edu/ipd/bakutranscript.pdf>.
15. Shleifer, A., Vishny, R. (1994). Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109, 995–1025.
16. Kha-Czyun', Ch. (2007). *Reformy v upravlenii gosudarstvennyh investicijah* [Reforms in the management of public investment]. DJeSV Organizacii Ob`edinennyh Nacij [UN DESA]. New York: UNDP [in Russian].
17. Yefy`menko, T. I., Konopl`ov, S. L. (2016). Insty`tucional`ni aspekty` reformuvannya derzhavny`kh finansiv [Institutional aspects of reforming public finances]. *Finansy` Ukrainy`* [Finance of Ukraine], 6, 7–30. Retrieved from http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2016_6_3 [in Ukrainian].
18. Shlapak, O. V., Yefy`menko, T. I. (Eds.). (2014). *Modernizaciya finansovoyi sy`stemy` Ukrainy` v procesi yevrointehraciji* [Modernization of the financial system of Ukraine in the process of European integration] (Vol. 1). Ky`yiv: DNU "Akademiya finansovoho upravlinnya". Retrieved from http://afu.minfin.gov.ua/getfile.php?page_id=449&num=3 [in Ukrainian].
19. Yefy`menko, T. I., Lyuty`j, I. O., Hasanov, S. S. et al. (2012). *Finansova sy`stema Ukrainy` : vzayemodiya korporaty`vnoho ta derzhavnoho sektoriv* [The financial system of Ukraine: interaction of corporate and public sectors]. Ky`yiv: DNU "Akademiya finansovoho upravlinnya". Retrieved from http://afu.minfin.gov.ua/getfile.php?page_id=452&num=9 [in Ukrainian].
20. Hasanov, S. S., Ivany`c`ka, O. M., & Koshhuk, T. V. (2015). Napryamy` pidvy`shhennya finansovoyi stabil`nosti derzhavny`kh pidpry`yemstv v Ukraini [Directions of financial stability improvement of state-owned enterprises in Ukraine]. *Finansy` Ukrainy`* [Finance of Ukraine], 12, 48–62. Retrieved from http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2015_12_6 [in Ukrainian].
21. Zamazij, O. V. (2014). IPO yak instrument zaluchennya investy`cij ukrayins`ky`my` pidpry`yemstvamy` [IPO as a tool to attract investment for Ukrainian companies]. *Ekonomichny`j analiz* [Economic analysis], 16(2), 65–74 [in Ukrainian].

22. Kibal'ny'k, L. O. (2010). Vplyv svitovoyi finansovoyi kryzy` na proces pry'vaty`zacyi zagal' noderzhavnoyi vlasnosti v Ukraini [The impact of global financial crisis on the privatization of national property in Ukraine]. *Visnyk Cherkas'kogo universy'tetu. Seriya "Ekonomichni nauky"* [Cherkasy University bulletin: economics sciences], 177, 13–20 [in Ukrainian].

23. Villalonga, B. (2000). Privatization and efficiency: differentiating ownership effects from political, organizational, and dynamic effect. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 42(1), 43–77.

24. Bortolotti, B., Faccio, M. (2004). Reluctant Privatization. *EGGI Working Paper*, 4.

25. Ukrayina: Ly'st pro namiry` ta Memorandum pro ekonomichnu ta finansovu polity`ku vid 2 bereznya 2017 roku. [Ukraine: Letter of Intent and Memorandum of Economic and Financial Policies of March 2, 2017]. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=46564506> [in Ukrainian].

26. Verkhovna Rada of Ukraine. (1992). Zakon Ukrayiny` Pro pry'vaty`zacyu derzhavnoho majna [The Act of Ukraine about state property privatization]. *Vidomosti Verkhovnoyi Rady` Ukrayiny`* [Bulletin of Verkhovna Rada of Ukraine], 24, 348 [in Ukrainian].

27. Geec, V. M. (2015). Preodolenie kvaziry`nochnosti – put` k investicionno orientirovanoi modeli e'konomicheskogo rosta [Overcoming of quasi-market is the path to an investment-oriented model of economic growth]. *E'konomika Ukrainy`* [Economy of Ukraine], 6 (635), 4–17 [in Russian].

28. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2016). *Zvit pro robotu Fondu derzhavnogo majna Ukrayiny` v 2016 roci* [Report of State Property Fund of Ukraine in 2016]. Retrieved from http://www.spfu.gov.ua/userfiles/pdf/zvit-uryad-f1-44_9551.pdf [in Ukrainian].

29. Property Fund of Ukraine. (n. d.). *Statistical data*. Retrieved from <http://www.spfu.gov.ua/> [in Ukrainian].

30. OECD. (2016). *Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparison of Governance Practices*. Paris: OECD Publishing. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.1787/9789264244603-en>.

31. World Bank. (n. d.). *Statistical data*. Retrieved from data.worldbank.org/.

32. Yaroshevich, V., Matveev, K. (2014). Mehanizmyi pervichnogo publichnogo razmescheniya aktsiy [Mechanisms of initial public offering of shares]. *Bankovskiy vesnik Natsionalnogo banka Belorussii* [Bulletin of the National Bank of Belarus], 10, 46–52. Retrieved from <https://www.nbrb.by/bv/articles/10045.pdf> [in Russian].

33. Megginson, W. L., Netter, J. M. (2001). From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321–389.

34. Verkhovna Rada of Ukraine. (2006). Zakon Ukrayiny` Pro cinni papery` ta fondovy`j ry`nok [The Act of Ukraine about securities and stock market]. *Vidomosti Verkhovnoyi Rady` Ukrayiny`* [Bulletin of Verkhovna Rada of Ukraine], 31, 268. Retrieved from <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/3480-15> [in Ukrainian].

35. Dewenter, K. L., Malatesta, P. H. (1996). *Public Offerings of State-Owned and Privately-Owned Enterprises: An International Comparison*. University of Washington: School of Business. Retrieved from <http://www.afajof.org/SpringboardWebApp/userfiles/afa/file/Supplements%20and%20Data%20Sets/Appendicies%20for%20Public-Offerings%20of%20State-Owned%20and%20Privately-Owned%20Enterprises%20An%20Inter>.

36. PricewaterhouseCoopers. (n. d.). *Putevoditel` po vy`khodu na IPO: rukovodstvo po razmeshheniyu cenny`kh bumag* [Guide to entering the IPO: Guide to the placement of securities]. Retrieved from http://www.pwc.ru/en_RU/ru/capital-markets/assets/roadmap-foran-ipo-rus.pdf [in Russian].

37. Bank for International Settlements. (2016). *BIS Statistical Bulletin*. Retrieved from <http://www.bis.org/statistics/bulletin1612.pdf#page=229>.

38. Bank for International Settlements. (2016). *86th Annual Report*. Retrieved from http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2016e_ec.pdf.

39. Cyhanov, S. A. (2014). Vplyv hlobalizaciyi svitovoyi ekonomiky` na rozvy`tok finansovoho ry`nku [The impact of globalization of the world economy on the development of the financial market]. *Zovnishnya torhivlya: ekonomika, finansy`, pravo* [Foreign trade: economics, finance, law], 3(74), 105–115 [in Ukrainian].