

Корнєєва Ю.В.

кандидат економічних наук, докторант,  
ДННУ «Академія фінансового управління»

Kornieieva Iu.V.

PhD in Economics, Post-Doc  
Academy of Financial Management

## МОЖЛИВОСТІ ІРО ДЛЯ ДЕРЖАВНИХ КОМПАНІЙ

## IPO OPPORTUNITIES FOR SOE

**Анотація.** У статті проаналізовано динаміку та тенденції на ринку ІРО за останні роки. Відзначено, що останнім часом обсяги ІРО у світі знизилися через загальні тенденції на міжнародних фінансових ринках. Наголошено на важливості проведення ІРО як інструмента залучення інвестиційних ресурсів на міжнародних фінансових ринках. Акцентовано на тому, що фондовий ринок дає змогу використовувати одні з найефективніших механізмів залучення, розподілу та перерозподілу інвестиційних ресурсів. Відзначено, що первинне публічне розміщення акцій державних компаній активно використовується розвинутими країнами з метою приватизації.

**Ключові слова:** державне підприємство, первинне публічне розміщення акцій, приватизація, інвестиції.

**Вступ та постановка проблеми.** Первинне публічне розміщення цінних паперів (англ. «Initial Public Offering», ІРО) дає змогу залучати значні обсяги фінансових ресурсів на міжнародних ринках капіталу. ІРО у світі розглядають як пріоритетний спосіб приватизації великих державних підприємств з метою залучення довгострокових інвестиційних ресурсів, що водночас сприяє покращенню рівня корпоративного управління. Цей механізм потрібно окремо проаналізувати у контексті розвитку стратегії залучення фінансових ресурсів суб'єктами господарювання державного сектору на внутрішніх та міжнародних ринках капіталів. Подальшого вдосконалення вимагають комплексна стратегія здійснення приватизації, яка б відповідала сучасним реаліям в економіці, а також розробка ефективних механізмів здійснення приватизації стратегічно важливих підприємств у контексті захисту національних інтересів та дотримання концепції сталого розвитку.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Теоретико-методологічні основи розвитку інвестування на фондових ринках закладені в фундаментальних роботах Дж. Кейнса, І. Фішера, А. Маршала, Л. Вальраса, М. Фрадмена. Питанням розвитку ринку цінних паперів, аналізу переваг застосування первинного публічного розміщення акцій з метою залучення довгострокових інвестиційних ресурсів у своїх дослідженнях приділяли увагу такі відомі світові економісти, як, зокрема, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензі, Дж. Макконнелл, К. Редхед, С. Х'юс, П. Кругман, Дж. Сакс.

Метою статті є аналіз можливостей використання механізму первинного публічного розміщення на міжнародних фінансових ринках під час проведення приватизації великих державних підприємств.

**Результати дослідження.** ІРО виконує функцію стимулювання економічного зростання за допомогою залучення прямих іноземних інвестицій (ПІІ) в економіку, а також сприяє структурній перебудові економіки, залучаючи довгострокові інвестиції в реальний сектор економіки. Одними з позитивних наслідків використання ІРО є підвищення капіталізації фондового ринку, збільшення обігу торгів і розширення спектра ліквідних інструментів.

Експерти «Pricewaterhouse Coopers» називають 2015 рік найбільш вдалим для європейських ринків ІРО з 2007 року [1, с. 3]. Проте у 2016 році спостерігалася загальносвітова

тенденція до зниження обсягів первинних розміщень, за 2016 рік на світових ринках ІРО було залучено лише 65% від обсягів 2015 року, що склало 119,3 млрд. євро [2, с. 2]. На рис. 1 відображено динаміку первинних розміщень, проведених на європейських ринках з 2007 року.

У табл. 1 наведена детальна інформація щодо обсягів та кількості ІРО на європейських ринках за період з 2007 по 2016 роки.

Таблиця 1  
Динаміка на європейських ринках ІРО  
за 2007–2016 роки

Рік	Обсяги ІРО, млрд. євро	Кількість ІРО
2007	80,5	819
2008	14	295
2009	7,1	126
2010	26,3	380
2011	27,1	459
2012	11,3	288
2013	26,5	279
2014	49,6	376
2015	57,4	364
2016	27,9	265

Джерело: [2, с. 6]

Лідером з первинних розміщень у Європі у 2015 році була «London Stock Exchange» (16,370 млрд. євро), на другому місці знаходилася «Euronext» («Euronext Amsterdam», «Euronext Paris», «Euronext Brussels», «Euronext Lisbon») із 11,228 млрд. євро, як видно з табл. 2, що відображає біржову вартість пропозиції. Третє місце з пропозицією ІРО у 7,794 млрд. євро посідає «BME», на четвертому місці знаходиться «Deutsche Börse» із розміщенням на 6,795 млрд. євро. П'ятірку лідерів замикає «NASDAQ OMX» (5,905 млрд. євро), яка в Європі представлена такими площадками: «OMX Stockholm», «OMX Helsinki», «OMX Copenhagen», «OMX Iceland», «OMX Tallinn», «OMX Vilnius» [1, с. 8]. У 2016 році на перше місце за розміщенням ІРО вийшла «Nasdaq Nordic» з пропозицією 7,861 млрд. євро, що об'єднує «Nasdaq Copenhagen»,

«Nasdaq Stockholm», «Nasdaq Helsinki», «Nasdaq Iceland» та «Nasdaq Tallinn» [2].

Характерною особливістю на ринку IPO у 2015 році було активне проведення приватизації шляхом первинного публічного розміщення. Якщо аналізувати топ-10 IPO у світі за 2015 рік, то можна побачити, що п'ять з них – це IPO, проведені з метою приватизації. На першому місці серед найбільших IPO у світі у 2015 році було розміщення акцій з метою приватизації «Japan Post Holdings», яка на Токійській біржі залучила 5,179 млрд. євро. На другому місці серед найбільших первинних розміщень у світі була приватизація «Japan Post Bank» також на Токійській біржі (4,411 млрд. євро) [1, с. 19]. З п'яти найбільших розміщень у Європі три були проведені державними компаніями з метою приватизації, а саме «Aena» на «BME» залучили 4,262 млрд. євро (четверте місце у світі), «ABN AMRO» на «Euronext Amsterdam» – 3,838 млрд. євро (п'яте місце у світі), а «Poste Italiane» на «Borsa Italiana» – 3,112 млрд. євро (сьома позиція серед топ-10 IPO у світі) [1, с. 4–11]. Загалом у 2015 році серед 10 найбільших розміщень у світі сумарною вартістю на 35,469 млрд. євро 58,7% припадали на приватизацію. На рис. 2 відображено, яку частку у топ-10 IPO у світі займають розміщення, пов'язані з приватизацією державних компаній.

У 2016 році серед топ-10 IPO у світі з метою приватизації було проведено первинне розміщення «JR Kyushu» на Токійській біржі, а також залучено 3,640 млрд. євро. Також серед найбільших розміщень 2016 року потрібно виділити приватизацію «Dong Energy A/S» шляхом IPO на біржі «Nasdaq Nordic» (2,647 млрд. євро) [2, с. 19].

На рис. 3 відображена частка державних компаній у топ-10 IPO у світі, які здійснили первинні публічні розміщення з метою приватизації у 2016 році.

Первинне публічне розміщення акцій державних компаній на фондових ринках розглядається як перший крок на шляху до повної приватизації об'єкта. Світова практика показує, що великі державні підприємства, як правило, приватизовані через лістинг. Механізм емісії та продажу акцій державного підприємства на фондовому ринку є однією з основних форм приватизації в усьому світі з 1980-х років. Практика продажу акцій державних підприємств на іноземних фондових біржах активно використовується у світі. Серед компаній, акції яких вільно обертаються на фондових біржах, велика кількість припадає на частково державні компанії. ОЕСД визначає частково державні компанії як ті, де уряд володіє 10–50% акцій, у багатьох з них держава забезпечує ефективний контроль, не будучи основним акціонером. Згідно з даними, які наводяться у доповіді ОЕСР, станом на 2014 рік частка державних компаній, що розміщують свої акції на фондових біржах, становить близько 13% світової ринкової капіталізації [3, с. 14].

Після останньої світової валютно-фінансової кризи обсяги транскордонних IPO значно впали. Якщо у 2007 році було проведено 273 транскордонні IPO на 41,1 млрд. євро, то у 2015 році – лише 86 розміщень на 7,1 млрд. євро [1, с. 20]. У 2016 році були розміщені лише 73 транскордонні IPO на 6,2 млрд. євро, що засвідчує зниження кількості та обсягів транскордонних IPO на 8% порівняно з 2015 роком. На рис. 4 відображені транскордонні потоки IPO за 2016 рік. Політична невизначеність,

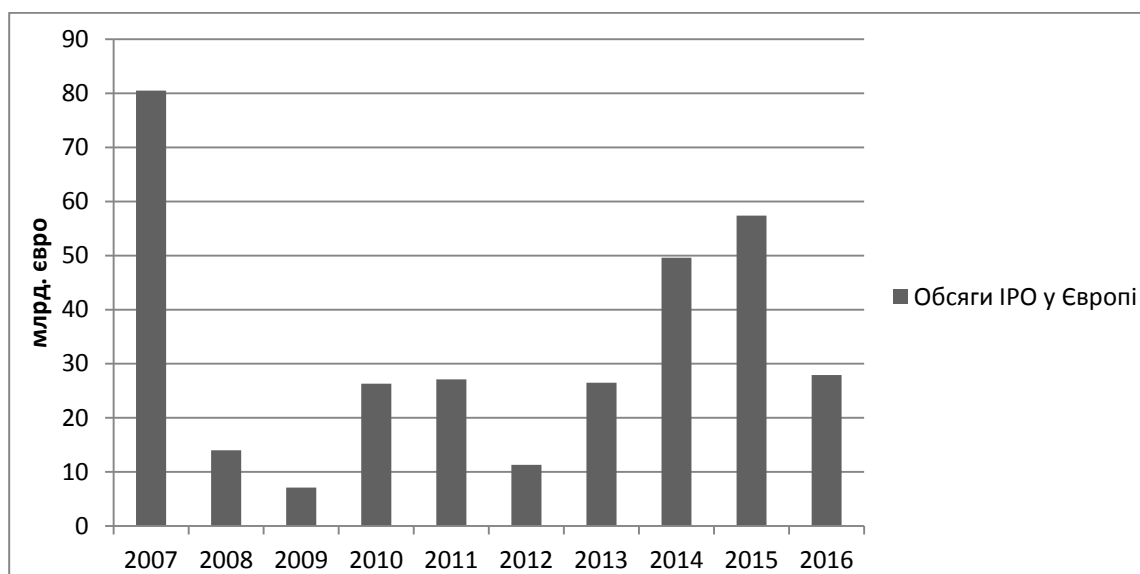


Рис. 1. Первинні публічні розміщення на європейських ринках за 2007–2016 роки

Джерело: складено автором на основі [1; 2]

Таблиця 2

Біржова вартість пропозиції IPO за 2014–2016 роки (млрд. євро)

Біржа	2014 рік	2015 рік	2016 рік
«London Stock Exchange»	19,394	16,370	6,700
«Euronext»	10,495	11,228	3,455
«BME (Spanish Exchange)»	4,514	7,794	1,327
«Deutsche Börse»	3,565	6,795	5,022
«NASDAQ OMX»	4,524	5,905	7,861 («Nasdaq Nordic»)

Джерело: складено автором на основі [1; 2]

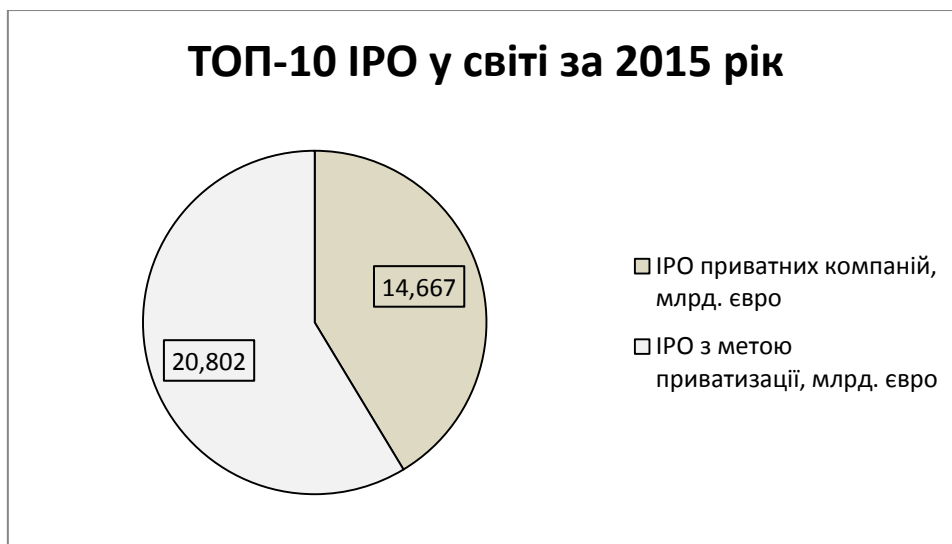


Рис. 2. Частка приватних компаній та державних у топ-10 IPO у світі за 2015 рік

Джерело: складено автором на основі [1]

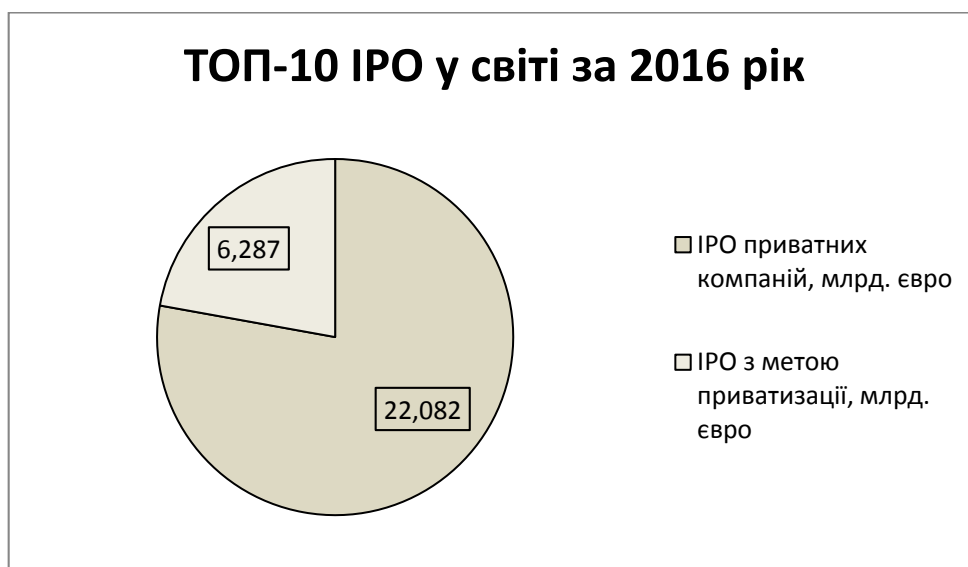


Рис. 3. Частка приватних компаній та державних у топ-10 IPO у світі за 2016 рік

Джерело: складено автором на основі [2]

падіння цін на нафту та сировину, а також занепокоєння щодо уповільнення економіки Китаю тиснули на ринки IPO протягом 2016 року. У 2016 році китайські компанії здійснили лише 7 розміщень на американських біржах на 1,82 млрд. євро, також було залучено 355 млн. євро у Сінгапурі. Водночас експерти очікують на відновлення обсягів IPO у 2017 році, зокрема транскордонних [2, с. 20].

Довгострокова інвестиційна політика держави має бути спрямована на залучення капіталу на вигідних умовах під великі інфраструктурні проекти, на оновлення основних зношених фондів суб'єктів господарювання державного сектору тощо. Це довгострокові інвестиції з тривалим терміном окупності. Проте такі фінансові вливання дадуть змогу значно покращити інфраструктуру, підняти рівень конкурентоспроможності державних компаній, а також зробити їх рентабельними та прибут-

ковими. Проведення часткової приватизації державних підприємств за допомогою інструментів фондового ринку через механізм лістингу на провідних міжнародних фондових біржах сприятиме вирішенню цих проблем із залученням іноземного капіталу, передового світового управлінського досвіду, нових технологій.

Головною відмінністю в реалізації цінних паперів через біржу між приватними та державними компаніями є те, що остаточне рішення щодо лістингу та розміру пакета акцій для останніх може прийматися на основі впливу некомерційних чинників. Все залежить від кінцевої мети уряду: повна приватизація компанії чи прагнення держави зберегти певний контроль, для чого вона погоджується на змішане володіння. Цілком зрозуміло, що внаслідок державного регулювання державним компаніям не загрожує небезпека насильницького погли-

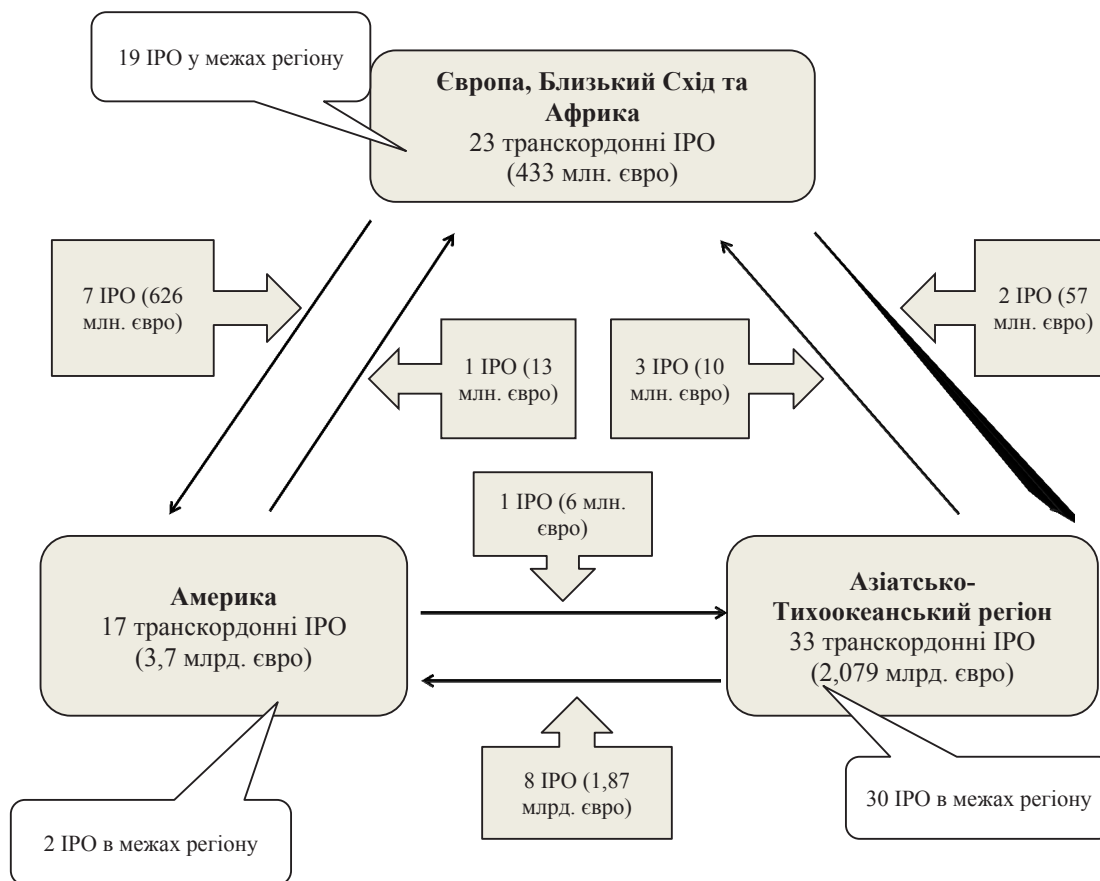


Рис. 4. Транскордонні потоки IPO в 2016 році

Джерело: [2, с. 20]

нання. На відміну від емісії приватного сектору, лістинг державних компаній може передбачати певні привілеї для вітчизняних інвесторів, співробітників компанії та громадян. У випадку продажу акцій стратегічних компаній уряд завжди встановлює обмеження щодо кількості цінних паперів, виставлених на продаж, та встановлює жорсткі вимоги до інвесторів. Знайти баланс між комерційними та некомерційними цілями діяльності підприємства досить важко. Компанії, що пройшли лістинг та розміщують свої акції на фондовому ринку, мають узгоджувати дві протилежні за своїм змістом цілі. З одного боку, це максимізація прибутку акціонерів, зростання вартості компанії, у чому зацікавлені приватні акціонери, які зазвичай є міноритаріями. З іншого боку, це досягнення певних соціальних цілей, покладених на компанію урядом.

Лістинг на фондовій біржі передбачає отримання компанією статусу публічної. Зрозуміло, що сам факт лістингу акцій державної компанії не означатиме автоматично покращення якості корпоративного управління, проте значно сприятиме цьому. Одним з наслідків буде покращення стандартів управління. Адже професійний топ-менеджмент, який був вибраний внаслідок конкурентного відбору, а не за вказівкою уряду, наприклад, за політичними мотивами, дасть змогу більш якісно управляти компанією, захищаючи інтереси всіх акціонерів. Захист прав міноритаріїв у разі участі в капіталі державної корпорації у країнах з низьким рівнем захисту прав інвесторів зазвичай є одним із важливих факторів, що визначає інвестиційний клімат у країні. Безперечно, до

переваг дотримання вимог лістингу на фондовому ринку відносно підвищення прозорості діяльності компанії, узгодження стандартів бухгалтерського обліку відповідно до міжнародних норм, чому сприяє регулярне проведення зовнішнього аудиту. Практика щодо розкриття інформації позитивно відзначається на управлінні компанією, зникають можливості для корупційної складової.

**Висновки.** Безперечно, плануючи вихід державних компаній на фондову біржу, варто пам'ятати, що механізм IPO досить дорогий, тому доцільно його використовувати лише для великих підприємств, а спочатку здійснити комплекс заходів щодо реструктуризації і фінансового оздоровлення підприємства. Адже проведення реструктуризації дає змогу більш ефективно використовувати виробничі ресурси підприємства, а це робить підприємство рентабельним, прибутковим, а отже, приводить до зростання його вартості, що дасть можливість залучити більше фінансових ресурсів.

Волатильність на фінансових ринках стає нормою, тому інвесторам та компаніям, що прагнуть залучати капітал, потрібно звикати працювати в умовах турбулентності. Розробляючи стратегію виходу компанії на фондовий ринок, варто пам'ятати, що успіх первинного публічного розміщення залежить від макроекономічних чинників, що формують очікування інвесторів, інвестиційних банків, компаній. Також потрібно зважати на те, що нервовість на ринках не дасть змогу провести вдале IPO. ЗіП можна розглядати як альтернативу лістингу в умовах стабільності ринку та низької вартості позикових коштів.

**Список використаних джерел:**

1. IPO Watch Europe 2015 / PricewaterhouseCoopers LLP Outlook. – 2016. – 24 p. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-2015.pdf>.
2. IPO Watch Europe 2016 / PricewaterhouseCoopers LLP Outlook. – 2017. – 24 p. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-annual-review-2016.pdf>.
3. Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparison of Governance Practices, OECD Publishing. Paris. 2016 URL [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://dx.doi.org/10.1787/9789264244603-en>.

**Анотация.** В статье проанализированы динамика и тенденции на рынке IPO за последние годы. Отмечено, что в последнее время объемы IPO в мире снизились из-за общих тенденций на международных финансовых рынках. Подчеркнута важность проведения IPO в качестве инструмента привлечения инвестиционных ресурсов на международных финансовых рынках. Акцентировано на том, что фондовый рынок позволяет использовать одни из самых эффективных механизмов привлечения, распределения и перераспределения инвестиционных ресурсов. Отмечено, что первичное публичное размещение акций государственных компаний активно используется развитыми странами с целью приватизации.

**Ключевые слова:** государственное предприятие, первичное публичное размещение акций, приватизация, инвестиции.

**Summary.** The article analyzes the dynamics and trends of the IPO market in recent years. The importance of conducting IPOs as an instrument of attraction of investment resources in the international financial markets is emphasized. It is noted that recently the volumes of IPO in the world have decreased, taking into account the general tendencies on the international financial markets. It is emphasized that the stock market allows using one of the most effective mechanisms of attracting, distributing and redistributing investment resources. It is noted that IPO is actively used by developed countries for privatization purposes of state-owned companies.

**Key words:** state-owned enterprise, initial public offering, privatization, investments.