

І. М. Фишук,
аспірант, Київський національний університет імені Тараса Шевченка

СТРУКТУРА ФОНДОВОГО РИНКУ В КОНТЕКСТІ ІРО

Обґрунтовано доцільність виходу українських компаній-емітентів на іноземні фондові ринки для залучення інвестиційного капіталу. Розкрито особливості функціонування міжнародних фондових ринків на сучасному етапі, виявлено бар'єри, що перешкоджають для ефективного розвитку розміщення акцій на фондових ринках.

The expediency of an exit of the Ukrainian companies – emitters on the foreign share markets is proved with the purpose of attraction of the investment capital. The main features of functioning of the international stock markets on the modern stage are analysed by author, also in this paper discovered the barriers preventing stockmarket development and make public placement.

Ключові слова: розміщення акцій, цінні папери, фондові біржі, емітенти, інвестиції, капітал.
Key words: public placement, shares, stock markets, issuers, investments, capital.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Основним завданням фондового ринку на даному етапі трансформації економіки України має бути мобілізація тимчасово вільних коштів населення та господарюючих суб'єктів, перерозподіл цих коштів у ті сектори економіки, що потребують додаткового фінансування для подальшого розвитку. Проблема теоретичного обґрунтування щодо первинного публічного розміщення акцій українськими компаніями є надзвичайно актуальною, новою і достатньо не дослідженою вітчизняною вченою економічною наукою. Фондовий ринок є невід'ємним та важливим елементом фінансової системи ринкової економіки. Становлення ефективного та дієвого фондового ринку є важливим етапом завершення трансформації вітчизняної економіки. Вивчення можливостей та організації первинного публічного розміщення акцій, що є економічно обґрунтованим, дає змогу мінімізувати фінансові втрати і ризики та збільшити привабливість цієї пропозиції для потенційних інвесторів.

ДОСЛІДЖЕННЯ І ПУБЛІКАЦІЇ З ДАНОЇ ТЕМАТИКИ

Процедурі виходу підприємств на фондовий ринок присвячена певна кількість наукових праць у світовій

економічній літературі. Так, теоретичні підходи до аналізу цього явища розроблені у працях Ф. Корнеллі, П. Фернадес, Дж. Аркебауера, Д. Червітца, Ш. Корвіна, П. Спіндта, М. Бреннана, Дж. Франкса, Ц. Казерера, Д. Шірека, П. Гулькин, С. Гвардіна, В. Шипов, Т. Гринь, О. Нагієвич та інших вчених-економістів. Серед вітчизняних вчених проблема розміщення українськими емітентами цінних паперів на міжнародних ринках капіталу сьогодні набуває все більшої актуальності у міру того, як інтенсивно починають розвиватися дані процеси.

Метою дослідження є виявлення особливостей функціонування фондового ринку на сучасному етапі, виявлення чинників, які впливають на вибір торговельного майданчика під час первинного розміщення цінних паперів, та розкриття переваг і недоліків фондових бірж, які доступні для вітчизняних емітентів, в умовах пошуку нових джерел фінансування суб'єктами господарювання; розробка рекомендацій, спрямованих на стимулювання розвитку фондового ринку, та вирішення завдань щодо залучення інвестиційних ресурсів до реального сектора економіки через операції ІРО.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДОСЛІДЖЕННЯ

Успішне проведення ІРО багато в чому залежить від правильного вибору фондової біржі. Як правило, на вибір емітентом торговельного майданчика впливають такі фактори, як розмір розміщення, цільова база інвесторів, критична маса ліквідності, законодавство, витрати, історичний досвід тощо. Для української компанії проведення ІРО на західному ринку автоматично означає, що банки будуть кредитувати компанію дешевше і на великі суми.

Таблиця 1. Витрати на здійснення первинного розміщення акцій на міжнародних фондових біржах

Витрати, пов'язані з включенням акцій до лістингу, тис. дол.	Alternative Investments Market	Варшавська фондова біржа	Deutsche Boerse
Регістраційні збори	7,8	6,5	1,95-7,15
Річні збори біржі	7,8	3,5	6,0-9,75
Юридичні послуги	750,0	300,0	300,0
Брокерські послуги	65,0	-	-
Всього	830,6	310,0	316,9

Складено автором на основі джерел: [1].

Таблиця 2. Характеристики торговельних площадок, де здійснюють розміщення українські підприємства

Показник	AIM	ВФБ	DBG
Кількість компаній в лістингу	1550	290	7835
Кількість міжнародних компаній в лістингу	247	11	6738
Загальна капіталізація, млрд дол.	150	230	1400
Оборот за добу, млн дол.	110	305	1200
Кількість угод за добу	4500	41014	72800

Складено автором на основі джерел: [2].

Адже банки тепер будуть враховувати не застаवну ціну будинків і устаткування, а в цілому вартість бізнесу. На практиці в заставу може братися навіть пакет акцій — є гарантія, що їх можна буде продати. Розробка стратегії виходу компанії на зовнішній ринок починається ще задовго до прийняття рішення про розміщення.

Успішне функціонування фондового ринку вимагає існування цілого ряду різноманітних інституцій. Зокрема, для реалізації зазначених цілей, необхідна наявність наступних передумов: свобода переміщення капіталу, забезпечення ліквідності цінних паперів, наявність розвинутої інфраструктури фондового ринку, чітка специфікація прав власності, інформаційна прозорість ринку, макроекономічна стабільність, високий рівень довіри до держави, її інституцій, а також між суб'єктами господарювання, що уможливило деперсоніфікований обмін. Наявність зазначених передумов у поєднанні з ефективним фондовим ринком формують привабливий та сприятливий інвестиційний клімат, який забезпечує надходження в економіку додаткових фінансових ресурсів.

Компанія обов'язково має включати в своєму розвитку такий елемент як проведення IPO. Якщо компанія на початку свого розвитку запланує зайняти лідируючі позиції на ринку, вона прагне до виходу на світовий ринок в якості активного учасника, стратегія компанії має включати такий етап, як IPO. Конкуренція на світових ринках настільки велика, що лише використання всього спектра фінансових ресурсів дає можливість на рівних конкурувати з світовими гравцями. Акції українських компаній котируються тільки на таких європейських біржах, як Лондонська фондова біржа та AIM (Alternative Investment Market -Ринок Альтернативних Інвестицій Лондонської фондової біржі), Варшавська фондова біржа (ВФБ) та Deutsche Boerse. Вихід компанії на міжнародні торговельні майданчики передбачає низку витрат та відповідність підприємства до жорстких вимог європейського законодавства. Дослідження виходу на міжнародні фондові ринки потребує аналізу витрат на здійснення первинного розміщення акцій, що більш детально показано в табл. 1.

Перелік місць для IPO дуже широкий, так, у Європі це біржі "Deutsche Boerse", "Euronext", торговельні майданчики у Варшаві, Москві, у Америці — це Нью-Йоркські фондові торговельні майданчики NYSE, Nasdaq, у Азі-

атському регіоні — це Шанхайська фондова біржа, Гонконгська фондова біржа, Токійська фондова біржа. Проте з усіх варіантів українські компанії вибирають переважно Альтернативний торговельний майданчик Лондонської фондової біржі (AIM LSE), Лондонську фондову біржу, Варшавську фондову

біржу та Франкфуртську фондову біржу. Можна прогнозувати, що ця тенденція буде збережена, адже перелічені вище фондові торговельні майданчики мають низку переваг. Українські компанії переважно здійснюють IPO на європейських торговельних майданчиках, цьому сприяють такі чинники, як відстань країни, де знаходиться біржа, умови лістингу та міжнародне інвестиційно-привабливе середовище біржі. Характеристика торговельних майданчиків, де здійснюють первинне розміщення акцій українські підприємства, показана в табл. 2.

Успішне проведення IPO багато в чому залежить від правильного вибору фондового торговельного майданчика. На вибір емітентом торговельного майданчика впливають такі фактори, як розмір розміщення, цільова база інвесторів, ліквідність, нормативно-законодавча база регулювання, витрати, які має здійснити компанія, історичний досвід, що представлено в табл. 3.

Первинне розміщення цінних паперів можливо, власне, як на Лондонській біржі, так і на площадці в складі структури біржі, призначеного для менших компаній, — AIM. Практично всі великі біржі вимагають проведення трирічного аудиту. Винятком є AIM: там досить подати перевірену аудитором річну фінансову звітність (протягом першого півріччя), а за перші три місяці півріччя — звітність без аудиторського висновку. У числі переваг альтернативного ринку — відсутність вимоги до кількості цінних паперів, які є в обігу, і до мінімальної капіталізації. Крім того, AIM не наполягає на вільному обігу (free-float) в обсязі щонайменше 25% акцій компанії, як цього вимагає LSE [5].

Для українських підприємств, які бажають здійснити розміщення акцій на зарубіжних майданчиках, існує великий вибір фондових бірж. Але, як показує практи-

Таблиця 3. Основні критерії вибору торговельного майданчика

Критерії вибору	Коротка характеристика
Розмір розміщення	Розмір розміщення зумовлює вибір підприємства-емітента. Чим вищий планований обсяг залучення, тим більша вірогідність того, що розміщення здійснюватиметься на майданчиках розвинених країн, оскільки менш розвинені фондові ринки не зможуть забезпечити підприємству необхідний обсяг або структура інвесторів не задовольнятиме потреби компанії.
Цільова база інвесторів	Характеризується наявністю галузевих інвесторів, що визначає привабливість того чи іншого фондового ринку з позиції реальної оцінки підприємства.
Ліквідність	Визначається, наскільки пакет акцій підприємства-емітента є ліквідним, що важливо, враховуючи вимоги окремих бірж до розміщуваного пакета акцій.
Нормативно-правова база регулювання	Наявність законодавчих положень, що визначають рівень ліберальності щодо іноземних інвесторів та підприємств-емітентів щодо іноземних інвесторів та підприємств-емітентів.
Витрати	Вихід на різні фондові майданчики супроводжується різним рівнем витрат, що має важливе значення для емітента з огляду на розмір емісії.
Історичний досвід	Напрямок розвитку фондових бірж у різних країнах (галузева специфіка), їх розвиненість, сформовані методи введення бізнесу.

Складено автором на основі джерел: [3; 4].

Таблиця 4. Вимоги до компаній для виходу на Лондонську фондову біржу

Основна біржа	Альтернативний інвестиційний ринок
Корпоративні документи компанії повинні відповідати вимогам Державної комісії з цінних паперів Великобританії (UKLA)	Корпоративні документи мають відповідати вимогам Лондонської фондової біржі
Як правило, до розміщення не допускаються компанії, не менш ніж 25% акцій яких перебувають у вільному обігу на інших біржах	---
Повинен бути виконаний відповідний міжнародним нормам аудит фінансово-господарської діяльності компанії протягом не менш ніж за три роки	Достатньо одного звіту аудиторів
Необхідне повне розкриття корпоративної інформації про компанію, бенефіціарних власників, фінансові показники, обсяг податкових платежів, ризики, опис операційного бізнесу, організаційної структури компанії, планів щодо використання фінансів тощо.	Передбачається розкриття обмеженого обсягу корпоративної інформації про компанію

Джерело: [6].

Таблиця 5. Вимоги до компаній для виходу на Варшавську фондову біржу

Оборот компанії	5 млн євро
Частка акцій у вільному обігу, %	2,5
Фінансова і бухгалтерська звітність за три роки	Ні
Річна фінансова та бухгалтерська звітність	Так
Термін існування компанії	1 рік
Процедура проходження лістингу	
Вихід через одного менеджера випуску	Так
Наявність маркет-мейкера	Так
Вартість лістингу	16 тис.євро
Загальні витрати від обсягу залучених ресурсів, %	5-10

Складено автором на основі джерел: [7].

ка, найбільш популярним фондовим майданчиком за обсягами торгів акціями іноземних підприємств є Лондонська фондова біржа (табл. 4).

Вимоги до компаній, що виходять на AIM, не такі жорстокі. Саме на ньому розміщувалися більшість українських емітентів. За оцінками експертів, підготовка розміщення на ЛФБ на 30—40% дешевша, ніж у Нью-Йорку, також за географічним розташуванням Лондон знаходиться ближче, ніж Нью-Йорк чи Гонконг. Лондон також є світовим фінансовим центром, і йому притаманні ті самі стандарти корпоративного управління, культура і професіоналізм учасників. Варшавська фондова біржа є однією з найбільших у Центральній та Східній Європі.

Таблиця 6. Процедура допуску і лістингу акцій на Франкфуртській фондовій біржі

Вимоги	Вступний Стандарт (допуск до торгів)	Першокласний і Загальний Стандарт (лістинг цінних паперів)
Мінімальний термін існування компанії	1 рік	3 роки
Обсяг емісії	Вимоги відсутні	Мінімальна ринкова капіталізація 1,25 млн євро. Мінімальний розмір емісії 10 000 акцій
Потрібні документи	Проспект емісії (публічна пропозиція) /Спрощений меморандум (приватне розміщення)	Проспект емісії, перевірений і затверджений органом BaFin (Федеральне управління нагляду фінансового)
Відповідальні за одержання офіційного доступу до торгів	Учасник торгів на Франкфуртській фондовій біржі (FWB)	Компанія і банк
Відповідальні за контроль за додержанням вимог до прозорості	Учасник торгів на Франкфуртській фондовій біржі (FWB)	Біржа і банк

Складено автором на основі джерел: [8].

Умови та вимоги до лістингу для компаній на Варшавській фондовій біржі наведено у табл. 5.

Однією з найпривабливіших бірж за співвідношенням вимог, вартості та термінів розміщення до можливого обсягу залучення коштів вважають Франкфуртську. Сьогодні ця біржа визнає на однією з найбільш інноваційних у світі, оскільки пропонує інвесторам новітні рішення для ефективного розвитку їх діяльності. Біржа підтримує зв'язки з інвесторами з усього світу, причому їх кількість зростає з кожним роком. Проте на ній наразі

відбулося лише одне українське розміщення — девелоперської компанії ТММ. Характеристика вимог для виходу на Франкфуртську фондову біржу показана в табл. 6.

Виходячи з мети переважної більшості вітчизняних підприємств під час виходу на іноземний фондовий майданчик — залучення достатньої кількості коштів та досягнення високої ліквідності акцій — доцільно обирати Франкфуртську фондову біржу. Такий вибір зумовлюють такі переваги Франкфуртської фондової біржі:

- найбільша фондова біржа за показниками виручки, прибутку і ринкової капіталізації у світовому масштабі;

- єдина вертикально інтегрована біржа, що пропонує усі види систем послуг, потрібних лістинговим компаніям та інвесторам: ринок цінних паперів — ринок деривативів — система клірингу і розрахунків — індекси;

- оператор системи хetra — однієї з найбільш ліквідних електронних торгових систем на світовому ринку касових угод, в якій задіяно понад 650 учасників, включаючи 270 міжнародних банків і 4 500 трейдерів і яка посідає перше місце в Європі за концентрацією ліквідності: щоденно в системі хetra® здійснюється понад 1 200 000 торговельних угод; оператор системи Xetra.

- центральне положення у фінансовому центрі Франкфурта — місті Європейського Центрального Банку; дев'ять представницьких офісів у Європі: Берліні, Франкфурті, Ліссабоні, Лондоні, Люксембурзі, Мадриді, Парижі, Врескхамі, Цюриху та чотири офіси у Азії, США [10].

Здійснення IPO українськими компаніями та структуру залучення коштів на міжнародних торговельних площадках показано



Рис. 1. Структура залучених коштів українськими компаніями через IPO на міжнародних фондових площадках, % (млн дол. США)

Джерело: складено самостійно автором на основі узагальнення опрацьованого матеріалу [9].

на рис. 1.

Український початок використання IPO поклав 2005 рік, коли чотири підприємства вишли на альтернативний майданчик Лондонської фондової біржі (AIM LSE), тепер кількість компаній виросла до 20 і сфери діяльності різноманітні, від нерухомості, металевих компаній до агропромислових. Цінні папери попадають на біржу не автоматично і не всі з цінних паперів можуть бути туди допущені. Для того, щоб цінні папери будь-якого емітента були допущені до котирування на біржі, він повинен виконати умови біржі та пройти так звану процедуру лістингу. Лістинг — це сукупність процедур з включення цінних паперів в один з котирувальних списків фондової біржі й здійснення контролю за відповідністю цінних паперів емітента й самого емітента умовам і вимогам, установленим фондовою біржею [10].

Існує три основних способи, за допомогою яких компанія може здійснити лістинг цінних паперів. Вибір конкретного способу залежить від сфери діяльності компанії, структури акціонерів і розміру необхідних коштів [11]:

— публічна пропозиція. Призначений консультант (Nominated advisor, або Nomad) запропонує цінні папери компанії приватним або інституціональним інвесторам. На пропонувані цінні папери нерідко проводиться підписка (андеррайтинг) — фінансові організації погоджуються відповідно до умов підписки за комісією придбати цінні папери. Цей спосіб найдорожчий і разом з тим оптимальний для залучення великих фінансових коштів і підвищення ліквідності цінних паперів компанії. Публічний характер пропозиції також відіграє позитивну роль у підвищенні репутації компанії;

— розміщення цінних паперів. Призначений консультант запропонує цінні папери компанії заздалегідь певній групі великих інституціональних інвесторів. Це дозволить компанії залучити фінансування з меншими витратами й більшою можливістю вибору потенційних акціонерів, хоча обмежена кількість акціонерів може привести до меншої ліквідності цінних паперів компанії;

— знайомство. Вдавшись до цього способу, компанія виходить на біржу без залучення фінансування, що є найпростішим і дешевим методом одержання лістингу. Надійність інвестицій у компанії, акції яких "обертаються" на біржах, значно підвищується для всіх категорій інвесторів та призводить до покращення іміджу

компанії, що в відображається на ліквідності її цінних паперів.

Для прийняття рішення про те, на якому майданчику здійснити розміщення, необхідно зважити всі позитивні та негативні вимоги до емітентів на відповідних фондових біржах і порівняти з тими цілями і завданнями, які ставить перед собою підприємство в процесі здійснення IPO. Здійснюючи первинне розміщення акцій на міжнародних торговельних площадках, перед компанією є певні вимоги до акціонерного капіталу, а також до фінансових показників, які підприємство-емітент повинне мати.

ВИСНОВКИ

Досліджено та проаналізовано сутність кожного з міжнародних фондових майданчиків при проведенні IPO українськими компаніями. Інтеграція українських компаній у світову економіку дозволяє активно використовувати різні інструменти для залучення фінансових ресурсів. Посилення діяльності підприємств щодо виходу на міжнародні ринки пов'язана з успішним здійсненням публічного розміщення багатьма українськими емітентами, а саме досягнення ефективності IPO зумовлена зокрема і можливостями кожного конкретного торговельного майданчика, де оптимальність розміщення досягається за рахунок мінімізації витрат та максимізації віддачі від продажу акцій підприємства багатьом інвесторам. Інтеграція вітчизняних підприємств у світову економіку дозволяє активно використовувати різні інструменти для залучення фінансування, посилення діяльності підприємств щодо виходу на міжнародні ринки пов'язана з успішним здійсненням публічного розміщення українськими емітентами та досягнення ефективності IPO зумовлена і можливостями кожного конкретного торговельного майданчика.

Література:

1. Еременко А. IPO — патриоты // Бизнес. — 2007. — № 13. — 56—59 с.
2. Бобров Є. Особливості розміщення акцій українських компаній на зарубіжних фондових біржах // Фінанси України. — 2007. — № 11. — 72—85 с.
3. Гвардин С. В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний. — Москва: Вершина, 2007. — 264 с.
4. Геддес Р. IPO и последующие размещения акций: пер. С англ. — М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2007. — 352 с.
5. AIM/LSE // Внешнеэкономические связи. — 2006. — Т. 23. — № 3: <http://www.ecsocman.edu.ru/images/pubs/2006/12/25/0000298560/34-35.pdf>
6. London Stock Exchange [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.londonstockexchange.com>.
7. Warsaw Stock Exchange [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.gpw.pl>
8. Deutsche Boerse [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.deutsche-boerse.com>
9. Еременко А. Выход. Есть // Бизнес. — 2007. — № 47. — 19. — 62—63 с.
10. Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 928 с.
11. Вараніз Д., Швандер О. Лістинг цінних паперів на ринку AIM // Рынок ценных бумаг. — 2005 р. — № 15 (294). *Стаття надійшла до редакції 02.06.2011 р.*