

ФІНАНСОВА БЕЗПЕКА

УДК 338.242.4.025.88

СТРАТЕГІЧНА УЧАСТЬ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ОРГАНІЗАЦІЙ У ПРИВАТИЗАЦІЇ ВЕЛИКИХ ДЕРЖАВНИХ ПІДПРИЄМСТВ

Корнєєва Юлія Володимирівна,
кандидат економічних наук

У статті запропоновано використовувати механізм первинного публічного розміщення цінних паперів на фондовій біржі (*Initial Public Offering, IPO*) як пріоритетний спосіб приватизації великих державних підприємств. Наголошено на важливості допомоги міжнародних донорів у підтримці приватизаційних програм в Україні. Представлено практичні рекомендації щодо впровадження механізму стратегічної участі міжнародних фінансових організацій у приватизації великих державних підприємств шляхом первинних публічних розміщень. Зазначено, що задля успішного проведення прозорої приватизації та залучення іноземних інвестицій на міжнародних фінансових ринках доцільно разом із міжнародними донорами розробити механізми спрощеного доступу до фондових майданчиків державних компаній, що підлягають приватизації, проте не відповідають жорстким умовам лістингу. Виокремлено фондові біржі, на яких за умов підписання меморандумів про спрощений механізм лістингу доцільно проводити *IPO* державних компаній, що підлягають приватизації. Запропоновано механізм надання приватизаційних компенсаційних гарантій андеррайтерам міжнародними фінансовими організаціями для проведення успішного *IPO* компаній, що перебувають у державній власності та підлягають приватизації.

Ключові слова: міжнародні фінансові організації, первинна публічна пропозиція, приватизація, лістинг, гарантії, фондова біржа.

Kornieieva Yuliia

STRATEGIC PARTICIPATION OF INTERNATIONAL FINANCIAL ORGANIZATIONS IN PRIVATIZATION OF SOES

In the article the mechanism of initial public offering of securities on the stock exchange (*Initial Public Offering, IPO*) is proposed as a priority method of privatization of large state-owned enterprises. The importance of the international donors' assistance in support of privatization programs in Ukraine is emphasized. The author presents practical recommendations for implementing the mechanism of strategic participation of international financial organizations in the privatization of large state-owned enterprises through primary public offerings. It is noted that in order to carry out transparent privatization successfully and to attract foreign investments in the international financial markets it is expedient, together with international donors, to develop mechanisms for simplified access to the stock markets of state-owned companies which are subject to privatization, but

do not meet the strict listing conditions. It is proposed the list of stock exchanges appropriate for IPO of state-owned companies in case of signing the Memorandums on a simplified listing mechanism. In the article the mechanism for granting privatization compensatory guarantees to underwriters by international financial organizations is proposed. Such guarantees will support the successful IPO of companies that are in state ownership and are subject to privatization.

Keywords: international financial organizations, IPO, privatization, listing, financial guarantees, stock exchange.

Постановка проблеми. У Листі про наміри щодо підтвердження зобов'язання України стосовно реалізації політики та виконання завдань економічної програми, що підтримується в межах угоди з Міжнародним валютним фондом (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 [1, с. 1]. Відповідно до прийнятих зобов'язань, Україна має провести реформу державних підприємств, що включає: нагляд за фіскальними ризиками державних підприємств, урядування та реформування державних підприємств, ліквідацію нефункціонуючих державних підприємств та приватизацію [1, с. 24–25].

Аналізуючи приватизаційні процеси в Україні, експерти МВФ відзначають, що існуючі механізми приватизації створюють потенційну можливість для змов між покупцями й таємного передавання державного майна в приватний сектор за ціною, нижчою від фактичної ринкової вартості [2, с. 75]. Тож подальшого вдосконалення вимагає комплексна стратегія здійснення приватизації, яка б відповідала сучасним реаліям в економіці, а також розробка ефективних механізмів здійснення прозорої приватизації великих державних підприємств. У контексті цього наукового дослідження пропонуємо розглядати використання первинного публічного розміщення цінних паперів на фондовій біржі (*Initial Public Offering, IPO*) як пріоритетний спосіб приватизації великих державних підприємств з метою залучення довгострокових інвестиційних ресурсів, що водночас сприятиме покращенню рівня корпоративного управління. У цьому процесі вкрай важливою є допомога міжнародних донорів у підтримці приватизаційних програм в Україні.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Приватизація як інструмент, що дозволяє збільшити надходження коштів до державного бюджету, та як інструмент залучення інвестиційних ресурсів завжди привертала увагу науковців.

Дослідженню цієї тематики свої праці присвятили провідні світові економісти, такі як Е. Остром, Д. Сеппінгтон, Дж. Стігліц, А. Шляйфер, Р. Вішни [3–5] та ін. Р. Дорнбуш, Р. Шмалензі, П. Кругман, М. Обстфельд, П. Баклі [6–10] та інші вчені велику увагу приділяли розвиткові ринку цінних паперів та аналізу переваг застосування первинного публічного розміщення акцій з метою залучення довгострокових інвестиційних ресурсів. Однак, незважаючи на велику кількість досліджень, присвячених аналізу особливостей та ефективності механізму первинних публічних розміщень цінних паперів на фондових біржах, недостатньо висвітленою в науковій літературі залишається проблематика *IPO* для компаній, що перебувають у державній власності та не відповідають вимогам лістингу передових фондових бірж, а отже, потребують допомоги міжнародних донорів щодо організації прозорої приватизації шляхом продажу акцій на фондовому ринку.

Метою статті є розробка практичних рекомендацій щодо впровадження механізму стратегічної участі міжнародних фінансових організацій (МФО) у приватизації великих державних підприємств шляхом первинних публічних розміщень.

Викладення основних результатів дослідження. Традиційно приватизація покликана повернути зовнішній капітал для розвитку державного активу і зростання його ефективності або зниження фіскального тиску на економіку країни [11, с. 19]. Вважається, що під час проведення демократичних реформ приватизація є невід'ємною складовою частиною інституційних змін. Проте водночас недостатній рівень розвитку інституційних умов у країнах із трансформаційними економіками заважає ефективному процесу приватизації. Саме тому доцільно використовувати сучасні способи приватизації державних підприємств, які б гарантували прозорість процедури й унеможливили створення корупційних схем.

Розробляючи стратегію розміщення цінних паперів на міжнародних фондових біржах для

державних компаній, необхідно врахувати вплив глобальної фінансової нестабільності на міжнародні ринки капіталу, адже кон'юнктура на зовнішніх фінансових ринках визначає можливості залучення фінансових ресурсів та напрями фінансових потоків. Інституційне середовище міжнародних фінансів неоднорідне. Світова фінансова криза 2008–2009 рр., глибинною причиною виникнення якої можна назвати відплив капіталу з реального сектору економіки у фінансовий, довела відсутність ефективної системи регулювання міжнародної фінансової системи. Стрімке зростання світового спекулятивного капіталу провокує виникнення спекулятивних «бульбашок», неконтрольованості фінансової системи та породжує глобальну фінансову нестабільність. Як наслідок, виникає тенденція до домінування фінансових ринків над традиційною промисловою економікою, що визначає напрями руху капіталу та ускладнює залучення фінансових ресурсів для підприємств, що працюють у реальному секторі. Ці тенденції впливають на проведення приватизації державних підприємств, що працюють у промисловості, зменшуючи кількість потенційних інвесторів, адже приватизація передбачає довгострокові вкладення та тривалі терміни окупності інвестицій. Використовуючи кон'юнктуру, що склалася на фінансових ринках, потрібно залучати тих інвесторів, які намагаються вкладати кошти з найменшими ризиками. У цьому контексті необхідним елементом є коригування системи регулювання у бік посилення захисту прав інвесторів, розширення можливостей надання гарантій, що допоможе зацікавити інвесторів, які принесуть не тільки фінансовий капітал, а й технології.

Характерною особливістю на ринку *IPO* у 2015 р. було активне проведення приватизації шляхом первинного публічного розміщення. Якщо аналізувати ТОП-10 *IPO* у світі за 2015 р., то п'ять із них – це *IPO*, проведені з метою приватизації. У 2015 р. рейтинг найбільших *IPO* у світі очолює 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) [12, с. 19].

З п'яти найбільших розміщень у Європі три було проведено державними компаніями з метою приватизації. Так, *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) та *Poste Italiane* на *Borsa Italiana* – 3,112 млрд євро (сьома позиція серед ТОП-10 *IPO* у світі) [12, с. 4–11]. Загалом у 2015 р. серед 10 найбільших розміщень у світі, сумарна вартість яких становила 35,469 млрд євро, 58,7 % припадало на приватизацію.

У 2016 р. серед ТОП-10 *IPO* у світі з метою приватизації було проведено первинне розміщення *JR Kyushu* на Токійській біржі та залучено 3,640 млрд євро. Також серед найбільших розміщень потрібно виокремити приватизацію *Dong Energy A/S* шляхом *IPO* на біржі *Nasdaq Nordic* (2,647 млрд євро) [13, с. 19].

З огляду на тему дослідження, показовими можуть бути статистичні дані за останні кілька років щодо динаміки, напрямів та обсягів транскордонних розміщень у різних регіонах світу.

Зокрема, упродовж 2014 р. на європейських фондових ринках та ринках Близького Сходу й Африки (англ. *Europe, the Middle East and Africa, EMEA*) було здійснено 46 транскордонних *IPO* на загальну суму 6,3 млрд євро, причому 26 розміщень з цих 46 було здійснено в межах *EMEA*, ще 14 *IPO* надійшло з Азійсько-Тихоокеанського регіону (англ. *Asia Pacific, APAC*) на суму 200 млн євро, та 6 *IPO* – з Американського регіону (англ. *Americas*) на суму 2,4 млрд євро. Також надзвичайно активними в 2014 р. були ринки *IPO* в Америці, що налічували 59 транскордонних розміщень на суму 29 млрд євро: з них 21 *IPO* було здійснено з Азійсько-Тихоокеанського регіону на суму 22,8 млрд євро, та 31 *IPO* було здійснено компаніями з Європи, Близького Сходу та Африки на суму 5,6 млрд євро. Отже, аналіз фактичних даних уможливує висновки про те, що в 2014 р. дуже привабливими були американські фондові ринки через їх високу ліквідність [14, с. 25].

У 2015 р. транскордонні *IPO* розподілилися рівномірно між регіонами, без явних лідерів, якими в 2014 р. були ринки Американського регіону. У 2016 р. перше місце за кількістю розміщень транскордонних *IPO* посідає Азійсько-Тихоокеанський регіон. Це вказує на загальну тенденцію до зміцнення фінансових ринків країн Азії, зростання їхньої ліквідності та привабливості для інвесторів.

Тенденції 2017 р. свідчать про загальне відновлення активності *IPO*. Наприклад, у Європі в II кварталі 2017 р. спостерігається зростання

на 43 % обсягів первинних розміщень, що становить 15,6 млрд євро (для порівняння: за такий само період у 2016 р. обсяг IPO був на рівні 10,9 млрд євро). Загальносвітова динаміка також відображає відновлення ринків IPO. Порівняно з I кварталом 2016 р. ринок зріс на 198 % і сягнув позначки 82,8 млрд євро. Зростала також і транскордонна активність IPO, проте відчувався негативний тиск на фондові ринки з боку *Brexit*, також негативний вплив чинила загальна геополітична нестабільність. Через активізацію процесів злиття та поглинання (ЗіП), які можна розглядати як альтернативу лістингу в умовах стабільності ринку, низької вартості позикових коштів, зростання ринку IPO також було дещо обмеженим [15, с. 2–6.] Експерти очікують на подальше відновлення обсягів IPO у 2017 р., у т. ч. й транскордонних.

Детальний аналіз діяльності фондових бірж дає змогу виокремити актуальні для України фондови майданчики для розміщення акцій компаній, що належать до державного сектору.

Без сумніву, Нью-Йоркська фондова біржа (*NYSE*) посідає перше місце у світі за обсягами укладених угод з купівлі-продажу та обміну цінних паперів, тут проходять лістинг всесвітньо відомі корпорації, такі як *Boeing*, *General Motors*, *Johnson & Johnson*, *IBM* тощо. Проте про лістинг на передових світових біржах для українських державних компаній поки що говорити зарано. Адже для того, щоб акції корпорації були прийняті до котирування, вона повинна відповідати певним кількісним вимогам, серед яких: величина активів; прибуток за останній балансовий рік (для *NYSE* – за кожний рік з двох попередніх, із прибутком в останньому балансовому році не менше 2,5 млн дол. США, або сумарний прибуток за останні три роки не менше як 6,5 млн дол. США, і кожний рік повинен бути прибутковим); кількість випущених в обіг акцій (для *NYSE* – не менше 1,1 млн штук); кількість акціонерів, які володіють не менш ніж 100 акціями. Також існують умовні якісні критерії, а саме: рівень популярності компанії у масштабі країни; місце, яке вона посідає у відповідній галузі, тощо. Обов'язковою вимогою є періодичне надання великого обсягу інформації інвесторам, а також публічної звітності про фінансово-господарську діяльність корпорації.

Лідером з первинних розміщень у Європі в 2015 р. була *London Stock Exchange* (16,370 млрд євро), на другому місці – *Euronext* (платформи: *Euronext*

Amsterdam, *Euronext Paris*, *Euronext Brussels*, *Euronext Lisbon*), відповідно 11,228 млрд євро. Третє місце з пропозицією IPO у 7,794 млрд євро посідала *BME*, на четвертому місці була *Deutsche Börse* (6,795 млрд євро). П'ятірку лідерів замикає *NASDAQ OMX* (5,905 млрд євро), яка в Європі представлена такими майданчиками, як-от: *OMX Stockholm*, *OMX Helsinki*, *OMX Copenhagen*, *OMX Iceland*, *OMX Tallinn*, *OMX Vilnius* [12, с. 8].

У 2016 р. на перше місце за розміщенням IPO вийшла *Nasdaq Nordic* із пропозицією 7,861 млрд євро, що об'єднує *Nasdaq Copenhagen*, *Nasdaq Stockholm*, *Nasdaq Helsinki*, *Nasdaq Iceland* та *Nasdaq Tallinn* [13].

Лідером за розміщенням IPO у Європі станом на II квартал 2017 р. була *Irish Stock Exchange* (3 млрд євро, одне IPO), на другому місці – *Euronext* (2,4 млрд євро, вісім IPO), на третьому місці – *London Stock Exchange* (2,2 млрд євро, двадцять чотири IPO).

Якщо брати до уваги найбільші IPO у світі за цей період, то серед ТОП-10 IPO особливої ваги починають набирати азійські платформи, адже три із десяти найбільших розміщень здійснено саме тут. У цьому контексті варто згадати вихід *Netmarble Games Corp* на Корейську біржу (2,176 млрд євро), розміщення *Guangzhou Rural Commercial Bank Co Ltd* на біржі *Hong Kong* (924 млн євро), *ING Life Insurance Korea Ltd* – на біржі *Korea* (908 млн євро) [15, с. 11].

Надзвичайно низьку активність на ринку IPO демонструють біржі країн Центральної та Східної Європи. Винятком є Варшавська біржа, на якій у 2015 р. було здійснено 33 IPO (440 млн євро) та 25 – у 2016 р. (262 млн євро) [13, с. 10]. Варшавська фондова біржа входить у десятку найактивніших ринків IPO у Європі. Варшавський ринок є надзвичайно цікавим для України з точки зору спрощеної процедури лістингу, а також зручності розташування.

Фондові ринки країн Балтії об'єднані у єдиний простір Балтійського ринку, що створений з метою мінімізації бар'єрів естонського, латвійського та литовського біржових ринків і належить шведсько-фінській компанії *OMX*. Загалом Таллінська фондова біржа, біржі Стокгольма, Гельсінкі, Риги та Вільнюса входять до групи бірж *NASDAQ OMX*. Ці платформи також актуальні для українських компаній за умови сприяння МФО та підписання угод про спрощений лістинг.

Зважаючи на значну підтримку Швецією програм в сфері розвитку державних фінансів в Україні, актуальним питанням є розгляд платформ *SIX Swiss Exchange* та *Nasdaq Stockholm* для виходу державних підприємств України з метою проведення приватизації. Своєю чергою, активність українських компаній на *SIX Swiss Exchange*, де в 2015 р. було розміщено лише три *IPO* (понад 2 млрд євро) та чотири *IPO* – у 2016 р. (733 млн євро), дозволила б оживити ринок. Шведська *Nasdaq Stockholm*, навпаки, продемонструвала значну активність на ринку *IPO*: 72 розміщення – у 2015 р. (5,216 млрд євро) та 62 – у 2016 р. (2,2 млрд євро) [13, с. 10].

Вибір постійних платформ для первинних розміщень з метою приватизації залежить значною мірою від співпраці з МФО та допомоги в організації процедури спрощеного лістингу. Проте перспективним напрямом є структурування підприємств за галузями. Наприклад, на ринках Швеції можна було б виставляти на продаж підприємства ЖКГ, інфраструктури, у Данії та Норвегії – пропонувати підприємства енергетики, на Варшавській біржі – аграрні компанії, транспорт, а також підприємства енергетичного сектору економіки. Зауважимо, що аграрні компанії надзвичайно цікаві для азійських ринків, особливо варто зробити акцент на біржах Китаю.

Водночас одним із найважливіших завдань, що стоять перед компанією-емітентом, є ефективне розміщення випущених цінних паперів. Вирішенню цього завдання передують низка операцій, пов'язаних із визначенням обсягу та ціни паперів, підготовкою до реєстрації тощо. Емітент має можливість покласти управління процесом розміщення цінних паперів на фінансового посередника – андерайтера, яким зазвичай виступає інвестиційний банк. Відповідно до статті 17 пункту 4 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV андерайтинг визначено як укладення торговцем цінними паперами договорів щодо відчуження цінних паперів та/або здійснення дій чи надання послуг, пов'язаних з таким відчуженням, у процесі емісії цих цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента на підставі відповідного договору з емітентом. Андерайтер відповідно до договору з емітентом може здійснювати: купівлю цінних паперів у емітента з подальшим їх перепродажем інвесторам; гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам; повний або частковий їх викуп за фіксованою ціною

з подальшим перепродажем; продаж якомога більшої кількості цінних паперів без зобов'язання придбати будь-які цінні папери, що не були продані [17].

Щоб забезпечити фінансовий та юридичний супровід процедури лістингу, в емітента мають бути висококваліфіковані працівники задля зниження ризику зриву *IPO* через недотримання законодавства про ринок цінних паперів на етапі підготовки документів і реєстрації випуску або через відсутність ринкового попиту на цінні папери. Для ефективного розміщення цінних паперів на іноземних платформах українським компаніям потрібна допомога професіоналів, відтак співпраця з андерайтерами є важливим елементом у стратегії виходу на іноземні фондові ринки. Таку співпрацю можуть допомогти налагодити МФО, які, окрім виконання консультативних функцій, спроможні виступити стратегічним партнером під час приватизаційної первинної публічної емісії великих державних підприємств на міжнародних ринках капіталу, а також бути донорами, частково покривши витрати випуску, у їх числі також плату за юридичний супровід та аудиторську перевірку емітента.

Андерайтери як фінансові посередники можуть працювати за схемою «найкращі зусилля» (*best effort underwriting*), що передбачає розміщення андерайтером якомога більшої кількості цінних паперів у найкоротший термін серед широкого кола інвесторів, проте в такому випадку посередник не бере на себе ризик неповного розміщення цінних паперів. Якщо андерайтер надає послуги за схемою «твердого зобов'язання» (*bought deal, firm commitment*), передбачається, що посередник зобов'язується викупити в емітента частину або весь обсяг емісії цінних паперів задля їх подальшого розміщення серед інших інвесторів, що знімає ризики з емітента. Різниця між ціною, за якою андерайтер викупив цінні папери в емітента, та ціною їх реалізації на біржі і є прибутком фінансового посередника. Проте така схема несе для андерайтера значні фінансові ризики, адже, якщо частина випуску виявиться нерозміщеною на первинному ринку, андерайтер зобов'язаний її придбати. Водночас подібна практика посилює інтерес інвесторів до цінних паперів: вони мають гарантії, що нижче певної межі ціни на активи не впадуть, адже андерайтер зобов'язується викупити цінні папери по певній заздалегідь визначеній ціні, що значно покращує стартові позиції емітента.

Стратегічна участь міжнародних фінансових організацій у процесі розміщення *IPO* задля проведення прозорої приватизації та залучення іноземних інвесторів може полягати в наданні спеціальних фінансових гарантій андерайтерам, які б компенсували ризики при розміщенні за схемою «твердого зобов'язання». Тобто у випадку недостатнього попиту на акції андерайтер отримує компенсацію від МФО на розмір дельти між ціною емітента та ціною, за якою фактично буде продано активи інвесторам. Наприклад, у 2016 р. під час приватизації *Dong Energy A/S* ціна пропозиції була *DKK 235*, а діапазон цін в угодах коливався у діапазоні *DKK 200...255*. Аналогічна ситуація відбувалась і під час приватизації *ASR Nederland NV* на *Euronext*: ціна пропозиції становила 0,195 євро, а діапазон коливався в межах 0,18...0,22 євро [15, с. 12].

З огляду на низький рейтинг України у класифікації груп ризиків ОЕСР, найкращим варіантом було б отримання гарантій від МФО безпосередньо. У цьому випадку буде нейтралізовано потенційний негативний вплив таких гарантій на стан державного і гарантованого державою боргу та рівень боргового навантаження. Альтернативним варіантом є випуск гарантій Міністерством фінансів України за підтримки міжнародних донорів. З метою недопущення негативного впливу цього фінансового інструмента на рівень державного боргу пропонується не враховувати випущені компенсаційні приватизаційні гарантії під час розрахунку величини основної суми державного боргу, що визначається у 60 % фактичного річного обсягу ВВП України статтею 18 Бюджетного кодексу України.

Консультативна й технічна допомога міжнародними донорами надається згідно із постановою Кабінету Міністрів України № 153 «Про створення єдиної системи залучення, використання та моніторингу міжнародної технічної допомоги» [18]. Відповідно до положень цього документа та в контексті дотримання умов Меморандуму з Міжнародним валютним фондом ініціюється новий напрям надання технічної допомоги Україні — механізм випуску приватизаційних компенсаційних гарантій міжнародними донорами, що гарантувало би проведення прозорої приватизації великих державних підприємств за участі міжнародних партнерів. Розробку відповідного механізму надання гарантій можна було б доручити відділу кредитних і гарантійних відносин Департаменту боргової політики та відділу підготовки та впровадження проектів розвитку

та технічної допомоги Департаменту співробітництва з міжнародними організаціями Міністерства фінансів України.

Бенефіціарами технічної допомоги можуть бути центральні органи виконавчої влади, заінтересовані в результатах виконання приватизаційної програми, як-от: Міністерство фінансів України та Фонд державного майна України. Відповідно до вищезазначеної постанови щороку до 1 лютого бенефіціари мають подати до Мінекономрозвитку пропозиції щодо визначення пріоритетів для залучення міжнародної технічної допомоги. Пропонуємо включити до цього переліку приватизацію у контексті розробки та впровадження механізму надання компенсаційних приватизаційних гарантій та підписання меморандумів про співпрацю з міжнародними донорами щодо пільгових умов лістингу на певних біржах задля створення постійних площадок для проведення прозорої приватизації великих державних підприємств.

Постійна платформа для здійснення *IPO* зі спрощеним доступом до процедури лістингу після попередніх консультацій та узгоджень з міжнародними донорами, які б надавали спеціальні фінансові компенсаційні гарантії андерайтерам під приватизацію українських великих державних підприємств, значно спростила б механізми виходу на іноземні фінансові ринки та сприяла би проведенню прозорої приватизації, що відповідає умовам Меморандуму з МВФ. Схема такого механізму відображена на *рисунок (с. 70)*.

Реципієнтами міжнародної технічної допомоги будуть державні підприємства, виставлені на приватизацію згідно з Переліком об'єктів державної власності, що підлягають приватизації у 2017–2020 рр., який було опубліковано на офіційному сайті Міністерства економічного розвитку і торгівлі України 23 липня 2017 р. Кабінет Міністрів України 4 липня 2017 р. схвалив Дорожню карту реформи сектору держпідприємств «*Triage*», що відображає, які саме державні підприємства Уряд планує залишати в державній власності, а які — підлягають приватизації, концесії чи ліквідації. Згідно з даними Міністерства економічного розвитку і торгівлі України станом на липень 2017 р. у державній власності перебувають 3 444 об'єкти державної власності, з яких 15 (69 % всіх активів) будуть віднесені до стратегічних підприємств, тобто такі підприємства мають на балансі стратегічні активи та не можуть бути приватизовані без реструктуризації

Рис. Механізм стратегічної участі МФО у приватизації великих державних підприємств шляхом первинних публічних розміщень



Примітка: * – відповідно до схваленої Кабінетом Міністрів України 4.07.2017 р. Дорожньої карти реформи сектору держпідприємств «Triage».

** – відповідно до Постанови Кабінету Міністрів України «Про створення єдиної системи залучення, використання та моніторингу міжнародної технічної допомоги» від 15.02.2002 р. № 153.

*** – відповідно до ст. 10 Закону України «Про приватизацію державного майна» від 04.03.1992 р. № 2163-XII (ред. 06.03.2016 р.).

Джерело: складено автором.

(Укрзалізниця, Укрпошта, Нафтогаз, КБ «Південне», «Антонов», Хартрон, Південмаш, «Завод 410», Харківське державне авіаційне виробниче підприємство, Адміністрація морських портів, Енергоатом, Укргідроенерго, Укренерго, Східний ГЗК та Укрхімтрансміак). До приватизації заплановано 893 підприємства, питома частка об'єктів на приватизацію складає 11,1 % від усіх державних активів [19].

Водночас варто згадати й про можливі ризики, які несуть у собі спрощені механізми розміщення цінних паперів та пільгова процедура лістингу. Наприклад, реалізація реформи змішаної форми власності для залучення інвесторів у Китаї

базувалася на кількох способах продажу активів державних підприємств: на основі державно-приватного партнерства, продаж акцій інституціональним інвесторам та викуп частки компанії менеджментом (*management buyouts*). Провести прозору приватизацію та залучити значні інвестиції шляхом викупу частки компанії менеджментом надзвичайно важко через корупційні можливості, які створює цей механізм. Фондова біржа була ідеальною платформою для реалізації реформи, і перспектива представлення великої кількості державних підприємств, зареєстрованих на фондових ринках, розглядалась як каталізатор для її розвитку. Серед великих китайських державних підприємств на фондовій біржі Гонконгу представлені такі відомі компанії, як фінансовий гігант *CITIC*, нафтова компанія *SINOPE*. У червні 2015 року один з двох гігантів у галузі ядерної енергетики компанія *CNNC* розмістила акції на Шанхайській фондовій біржі. Також на Шанхайській фондовій біржі 16 червня 2015 р. відбулося найбільше з 2010 р. *IPO*, коли найбільший китайський державний брокер *Guotai Junan Securities Co., Ltd.* залучив еквівалент 4,8 млрд доларів США. За деякими оцінками, під час впровадження реформи 11 державних підприємств залучили близько 100 млрд дол. США [16, с. 4].

Однак на шляху впровадження Реформи змішаної форми власності в Китаї, як вважають експерти, стали на заваді кілька чинників, пов'язаних з адміністративно-командним устроєм країни: регульованість бірж та активне втручання держави в ринкові процеси. Нині коливання цін на фондових ринках головним чином залежать від дій уряду, а не від фундаментальних економічних факторів. Активне втручання уряду Китаю поряд із недоліками у системі регулювання на фондовому ринку спричинили залежність настроїв інвесторів від спостережень за урядом та призвели до того, що на ринку панували короткострокові спекулятивні стратегії, які значно підвищили волатильність цін акцій. Уряд Китаю вирішив запровадити жорсткий контроль на фондовому ринку після того, як у червні 2015 р. відбулося значне падіння цін на акції державних компаній [16].

Проблеми, з якими стикнулись у Китаї, – це потенційні ризики і для українських державних компаній. Безперечно, біржі Шеньчженя та Шанхая добре розвинені і продовжують проходити процес модернізації. Проте існують проблеми недостатньої прозорості компаній, які перебувають на китайських фондових біржах, адже стандарти фінансової звітності КНР

нижчі, ніж ті, що використовуються в розвинених країнах, що обмежує можливості аналізу вартості компаній на основі їхніх фінансових результатів. Унаслідок реалізації політичних цілей уряду в компаніях із державним капіталом нехтують інтересами міноритарних акціонерів, що також негативно позначається на цінах на активи та впливає на інвестиційні рішення. Запобігти цьому можна, запровадивши передові світові стандарти фінансової звітності в контексті співпраці з МФО.

Пошук стратегічного партнера можна розпочати з перемовин із Міжнародною фінансовою корпорацією (МФК), створеною для стимулювання надходжень приватних інвестицій через мобілізацію внутрішнього та іноземного капіталу в країни, що розвиваються. Серед основних цілей МФК зазначено стимулювання надходження приватного капіталу у виробничу сферу, а одним із основних напрямів діяльності є залучення приватних фінансових коштів, особливо нерезидентів. Важливо пам'ятати про те, що співпраця з МФК не передбачає залучення інвестицій під державні гарантії, адже, на відміну від Міжнародного банку реконструкції та розвитку (МБРР), МФК не надає фінансування урядам і не може отримувати від них платіжних гарантій. МФК надає комерційне фінансування, значно дорожче, ніж фінансування під державні гарантії. Одним із напрямів діяльності МФК є надання гарантій під розміщення цінних паперів, які випускаються промисловими та фінансовими компаніями. Також МФК надає підтримку в управлінні ризиками, що охоплює проведення операцій хеджування, операцій, пов'язаних зі страхуванням валютних ризиків, змінами на ринках цінних паперів.

Традиційно МФК співпрацює з підприємствами, більша частина капіталу яких перебуває у приватній власності, а фінансування компаній з часткою державної власності передбачає участь у державному підприємстві приватного капіталу, важливою умовою також є комерційна спрямованість його діяльності. Проте останнім часом МФК почала активно розвивати проекти в агропромисловому секторі, у державному секторі у сфері енергетики, інфраструктури, залучаючи приватні іноземні інвестиції у галузі, які раніше перебували у власності держави, у контексті підтримки постприватизаційних програм. Крім того, у 2008 р. була досягнута домовленість про фінансування МФК «Проекту підвищення ефективності системи управління державними

фінансами» в Україні, що мав на меті зміцнення системи управління державними фінансами для підвищення ефективності функціонування підприємств державного сектору та забезпечення прозорості їх діяльності. Проект спрямований на зміцнення інституційного потенціалу, підвищення операційної ефективності та розробку комплексної системи державного фінансового управління, а також допомогу в управлінні проектами.

Ураховуючи вищезазначене, вважаємо за доцільне здійснити розроблення механізму інноваційної співпраці МФК з Міністерством фінансів України та Фондом державного майна України у контексті запровадження практики надання компенсаційних приватизаційних гарантій андерайтерам, що сприяло б проведенню прозорої приватизації великих державних підприємств в Україні шляхом первинного публічного розміщення акцій на міжнародних фондових біржах.

Висновки. Для успішного проведення приватизації в Україні бракує розвинутого інституційного середовища, а також інвестиційних ресурсів, що зумовлює необхідність виходу на іноземні ринки капіталу та залучення до процесів іноземних інвесторів. У цьому контексті за участі міжнародних фінансових інституцій пропонується розробити та впровадити спрощений механізм виходу на іноземні фондові ринки для українських державних підприємств відповідно до програми приватизації. Наявність постійної платформи для розміщення IPO зі спрощеною процедурою лістингу (наприклад, відсутність вимоги щодо прибутковості підприємства протягом останніх трьох років, що є поширеною вимогою бірж) гарантуватиме великим українським державним підприємствам, виставленим на приватизацію, доступ до міжнародних ринків капіталу. Надання приватизаційних компенсаційних гарантій андерайтерам сприятиме підвищенню попиту на акції державних підприємств, виставлених на продаж. Механізм залучення інвесторів до капіталу державних компаній шляхом продажу міноритарних пакетів акцій сприятиме зниженню прямих фіскальних ризиків для державного бюджету. Додаткові випуски акцій або нові первинні публічні пропозиції державних підприємств відкривають доступ до великої групи місцевих та іноземних інституційних та індивідуальних інвесторів, при тому, що контрольні пакети акцій можуть залишатися в руках держави з метою захисту національних інтересів.

Список використаних джерел

1. Україна: Лист про наміри та Меморандум про економічну та фінансову політику від 2 березня 2017 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=46564506>
2. Олден Б., Радєв Д., Кауфман К., Деттер Д. Україна: Звіт про надання технічної допомоги – огляд управління державними фінансами // Доповідь МВФ по країні. – 2016. – № 16/30. – 86 с.
3. Ostrom E. Reforms, Property-Rights Systems and Development // *APSA-CP Newsletter of the Organized Section in Comparative Politics of the APSA*. – 1999. – № 10 (1). – Pp. 20–22.
4. Sappington D., Stiglitz J.E. Privatization, information and incentives // *Journal of Policy Analysis and Management*. – 1987. – № 6(4). – Pp. 567–582.
5. Shleifer A., Vishny R. Politicians and Firms // *Quarterly Journal of Economics*. – 1994. – Vol. 109 (4). – Pp. 995–1025.
6. Dornbusch R. A portfolio balance model of the open economy // *Journal of Monetary Economics*. – 1975. – № 1 (1). – Pp. 3–20.
7. Schmalensee R. Risk and return on long-lived tangible assets // *Journal of Financial Economics*. – 1981. – № 9 (2). Pp. 185–205.
8. Krugman P. A model of innovation, technology transfer, and the world distribution of income // *Journal of political economy*. – 1979. – № 87.2. – Pp. 253–266.
9. Obstfeld M., Taylor A.M. *Global capital markets: integration, crisis, and growth* // Cambridge University Press, 2004.
10. Buckley Peter J. Internalisation Thinking: From the Multinational Enterprise to the Global Factory // *International Business Review*. – 2009. – Vol. 18. – Pp. 224–235.
11. Акулова М. Мировой опыт приватизации предприятий госсектора [Електронний ресурс] // *BEROC Policy Paper Series*. – 2016. – № 35. – 30 с. – Режим доступу : http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/Akulova_PP35_mirovoj_opyt_privatizacija.pdf
12. IPO Watch Europe 2015 [Електронний ресурс] / PricewaterhouseCoopers LLP Outlook. – 2016. – 24 p. – Режим доступу : <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-2015.pdf>
13. IPO Watch Europe 2016 [Електронний ресурс] / PricewaterhouseCoopers LLP Outlook. – 2017. – 24 p. – Режим доступу : <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-annual-review-2016.pdf>
14. IPO Watch Europe 2014 [Електронний ресурс] / PricewaterhouseCoopers LLP Outlook. – 2015. – 32 p. – Режим доступу : https://www.pwc.com/ua/en/services/capital-markets/assets/ua_ipo_watch_europe_2014_eng.pdf
15. IPO Watch Europe Q22017 [Електронний ресурс] / PricewaterhouseCoopers LLP Outlook. – 2017. – 16 p. – Режим доступу : <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-q2-2017.pdf>
16. Jakóbowski J. The debt, the stock market and the state-owned enterprises. The sources of chaos on the Chinese financial markets [Електронний ресурс] // *OSW Commentary*. – 2016. – № 201. – 7 p. – Режим доступу : https://www.osw.waw.pl/sites/default/files/commentary_201.pdf
17. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // *Відомості Верховної Ради України (ВВР)*. – 2006. – № 31. – Ст. 268.
18. Постанова Кабінету Міністрів України «Про створення єдиної системи залучення, використання та моніторингу міжнародної технічної допомоги» від 15 лютого 2002 р. № 153 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/153-2002-%D0%BF>
19. Дорожня карта реформи сектору держпідприємств «Triage» [Електронний ресурс] / Міністерство економічного розвитку і торгівлі України. – 4 липня 2017. – Режим доступу : https://issuu.com/mineconomdev/docs/triage_presentation_2_ukr_-_final

References

1. Ukraine: Lyst pro namiry ta Memorandum pro ekonomichnu ta finansovu polityku vid 2 bereznia 2017 roku [Ukraine: Letter of Intent and Memorandum on Economic and Financial Policies from 2017, March 2]. (n. d.). *bank.gov.ua*. Retrieved from <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=46564506> [in Ukrainian].
2. Olden, B., Radiev, D., Kaufman, K., & Detter, D. (2016). *Ukraine: Zvit pro nadannia texnichnoi dopomohy – ohliad upravlinnia derzhavnymy finansamy* [Technical Assistance Report – Review of Public Finance Management]. *Dopovid MVF po krayini – IMF report by country, 16/30* [in Ukrainian].
3. 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 [in English].
4. Sappington, D., & Stiglitz, J.E. (1987). Privatization, information and incentives. *Journal of Policy Analysis and Management, 6 (4)*, 567–582 [in English].

5. Shleifer, A., Vishny, R. (1994). Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109 (4), 995–1025 [in English].
6. Dornbusch, R. (1975). A portfolio balance model of the open economy. *Journal of Monetary Economics*, 1 (1), 3–20 [in English].
7. Schmalensee, R. (1981). Risk and return on long-lived tangible assets. *Journal of Financial Economics*, 9 (2), 185–205 [in English].
8. Krugman, P. (1979). A model of innovation, technology transfer, and the world distribution of income. *Journal of political economy*, 87 (2), 253–266 [in English].
9. Obstfeld, M., & Taylor, Alan M. (2004). Global capital markets: integration, crisis, and growth. Cambridge University Press [in English].
10. Buckley, Peter J. (2009). Internalisation Thinking: From the Multinational Enterprise to the Global Factory. *International Business Review*, 18, 224–235 [in English].
11. Akulova, M. (2016). Mirovoy opyt privatizatsii predpriiaty gossektora [World experience of privatization of public sector enterprises]. *BEROC Policy Paper Series*, 35. *beroc.by*. Retrieved from http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/Akulova_PP35_mirovoj_opyt_privatizacija.pdf [in Russian].
12. IPO Watch Europe 2015. (2016). *PricewaterhouseCoopers LLP Outlook*. *pwc.co.uk*. Retrieved from <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-2015.pdf> [in English].
13. IPO Watch Europe 2016. (2017). *PricewaterhouseCoopers LLP Outlook*. *pwc.co.uk*. Retrieved from <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-annual-review-2016.pdf> [in English].
14. IPO Watch Europe 2014. (2015). *PricewaterhouseCoopers LLP Outlook*. *pwc.co.uk*. Retrieved from https://www.pwc.com/ua/en/services/capital-markets/assets/ua_ipo_watch_europe_2014_eng.pdf [in English].
15. IPO Watch Europe Q22017. (2017). *PricewaterhouseCoopers LLP Outlook*. *pwc.co.uk*. Retrieved from <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-q2-2017.pdf> [in English].
16. Jakóbowski, J. (2011). The debt, the stock market and the state-owned enterprises. The sources of chaos on the Chinese financial markets. *OSW Commentary*, 2001. *osw.waw.pl*. Retrieved from https://www.osw.waw.pl/sites/default/files/commentary_201.pdf [in English].
17. Zakon Ukrainy «Pro tsinni papery ta fondovyi rynek» vid 23 liutoho 2006 r. № 3480-IV–VR [The Law of Ukraine "On Securities and the Stock Market" from 2006, February 23 № 3480-IV–VR]. (2006). *VVR – VVR*, 31, art. 268 [in Ukrainian].
18. Postanova Kabinetu Ministriv Ukrainy «Pro stvorennia yedynoi systemy zaluchennia, vykorystannia ta monitorynhu mizhnarodnoi tehnicnoi dopomohy» vid 15 liutoho 2002 r. № 153. [Resolution of Parliament of Ukraine "On Creation of a Unified System for the Involvement, Use and Monitoring of International Technical Assistance" from 2002, February 15 № 153]. *Verkhovna Rada Ukrainy – Parliament of Ukraine*. (n. d.). *zakon2.rada.gov.ua*. Retrieved from <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/153-2002-%D0%BF> [in Ukrainian].
19. Dorozhnia karta reformy sektoru derzhpidpriemstv «Triage» [Roadmap for reform of the state-owned enterprise "Triage"]. *Ministerstvo ekonomichnoho rozvytku i torhivli Ukrainy – Ministry of Economic Development and Trade of Ukraine*. (2017, July 4). *issuu.com*. Retrieved from https://issuu.com/mineconomdev/docs/triage_presentation_2_ukr_-_final [in Ukrainian].