

## НАПРЯМИ РОЗВИТКУ ПЕРВИННОГО ПУБЛІЧНОГО РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ В УКРАЇНІ

©2018 КРАВЧУК І. С.

УДК 336.76

### Кравчук І. С. Напрями розвитку первинного публічного розміщення акцій в Україні

Збалансоване корпоративне фінансування відіграє важливу роль у підтримці фінансової стабільності, а тому доцільно акцентувати увагу на зменшенні існуючих диспропорцій щодо значного переважання банківського кредитування в порівнянні з ринковим фінансуванням. У межах цього напрямку модернізації фінансової системи дуже важлива реалізація заходів щодо створення дієвої системи первинних публічних розміщень акцій і їх подальшого обігу на ринку. Розвиток публічного ринку акцій великих компаній можна здійснювати за такими етапами: 1) розміщення незначних пакетів акцій державних банків; 2) публічна пропозиція акцій великих державних компаній; 3) розміщення акцій великих приватних компаній. Для підтримки вторинного ринку акцій доцільно здійснити визначення критеріїв лістингу акцій на біржі, які не повинні бути занадто ригористичними і мають відповідати міжнародним нормам з урахуванням вітчизняних корпоративних реалій. Для підвищення захищеності від можливого корпоративного рейдерства слід переглянути правові норми щодо порядку придбання значних пакетів акцій. Другим напрямом розвитку IPO є створення альтернативної торговельної платформи для малих і середніх компаній. Для зменшення витрат емітентів на цьому сегменті ринку доцільно впровадити норму про розкриття не широкого проспекту емісії, а інформаційного документа, редукованого за обсягом.

**Ключові слова:** ринок акцій, первинне публічне розміщення, лістинг, альтернативна торговельна платформа, фінансова стабільність.

**Табл.:** 1. **Бібл.:** 24.

**Кравчук Ігор Святославович** – кандидат економічних наук, доцент, докторант кафедри банківського менеджменту та обліку, Тернопільський національний економічний університет (вул. Львівська, 11, Тернопіль, 46020, Україна)

**E-mail:** igskrav@gmail.com

УДК 336.76

### Кравчук И. С. Направления развития первичного публичного размещения акций в Украине

Сбалансированное корпоративное финансирование играет важную роль в поддержании финансовой стабильности, а поэтому целесообразно акцентировать внимание на уменьшении существующих диспропорций относительно значительного преобладания банковского кредитования в сравнении с рыночным финансированием. В рамках этого направления модернизации финансовой системы очень важна реализация мер по созданию действенной системы первичных публичных размещений акций и их дальнейшего обращения на рынке. Развитие публичного рынка акций крупных компаний может включать следующие этапы: 1) размещение незначительных пакетов акций государственных банков; 2) публичное предложение акций крупных государственных компаний; 3) размещение акций крупных частных компаний. Для поддержания вторичного рынка акций целесообразно осуществить определение критериев листинга акций на бирже, которые не должны быть слишком ригористичными и должны соответствовать международным нормам с учетом отечественных корпоративных реалий. Для повышения защищенности от возможного корпоративного рейдерства следует пересмотреть правовые нормы о порядке приобретения крупных пакетов акций. Вторым направлением развития IPO является создание альтернативной торговой платформы для малых и средних компаний. Для уменьшения затрат эмитентов на этом сегменте рынка целесообразно ввести норму о раскрытии не широкого проспекта эмиссии, а информационно-редуцированного по объему.

**Ключевые слова:** рынок акций, первичное публичное размещение, листинг, альтернативная торговая платформа, финансовая стабильность.

**Табл.:** 1. **Библ.:** 24.

**Кравчук Игорь Святославович** – кандидат экономических наук, доцент, докторант кафедры банковского менеджмента и учета, Тернопольский национальный экономический университет (ул. Львовская, 11, Тернополь, 46020, Украина)

**E-mail:** igskrav@gmail.com

UDC 336.76

### Kravchuk I. S. The Directions of Development of Primary Public Offering of Shares in Ukraine

A balanced corporate financing plays an important role in maintaining financial stability, and it is therefore advisable to focus on reducing existing imbalances regarding the significant predominance of banking crediting compared to market financing. In terms of this direction of modernization of financial system it is very important to implement measures to create an effective system of primary public offering of shares and their further circulation in the market. The development of public market of shares of large companies may include the following stages: 1) placement of small stocks of shares of public banks; 2) public offering of shares of large State-owned companies; 3) placement of shares of large private companies. To maintain the secondary market of shares it is expedient to define the criteria of listing of shares at the stock exchange, which should not be too rigoristic and should conform to international norms taking account of the domestic corporate realities. In order to increase the protection against possible corporate raiding, it is necessary to review the legal rules on the procedure for acquiring large stocks of shares. The second direction of IPO development is the creation of an alternative trading platform for small and medium-sized companies. To reduce the costs of issuers in this segment of the market it is expedient to introduce the information document reduced by volume, rather than the norm on disclosure of the not wide prospectus of issue.

**Keywords:** stock market, primary public offering, listing, alternative trading platform, financial stability.

**Tbl.:** 1. **Bibl.:** 24.

**Kravchuk Igor S.** – PhD (Economics), Associate Professor, Candidate on Doctor Degree of the Department of Banking and Management Accounting, Ternopil National Economic University (11 Lvivska Str., Ternopil, 46020, Ukraine)  
**E-mail:** igskrav@gmail.com

На сучасному етапі національний організований ринок акцій не виконує своїх функцій щодо створення умов для залучення емітентами фінансових ресурсів. Існуюча ситуація викликана комплексом факторів, серед яких можна виокремити недоліки вітчизняного корпоративного права, значні вимоги до лістингу цінних паперів на

торговельних майданчиках, високі витрати емітентів з організації розміщення та підтримки ринкової ліквідності на вторинному ринку тощо.

Збалансоване корпоративне фінансування відіграє важливу роль у підтримці фінансової стабільності, а тому доцільно акцентувати увагу на зменшенні існуючих диспропорцій щодо значного переважання

банківського кредитування у порівнянні з ринковим фінансуванням. У межах цього напрямку модернізації фінансової системи значне місце слід відвести і реалізації заходів щодо створення дієвої системи первинних публічних розміщень акцій (ІРО) та їх подальшого обігу на ринку. Свідченням важливості розвитку ринкового фінансування економічних агентів є реалізація на рівні Європейського Союзу плану з побудови союзу ринку капіталу [20].

Більшість наукових праць вітчизняних дослідників стосуються визначення мотивів, переваг і недоліків ІРО, опису основних етапів аналізу цього процесу (Т. Косова та О. Ярошевська [6], О. Єрмоленко і Н. Лисьонкова [3], М. Стецько [14], В. Возна [1]); розвитку первинних розміщень акцій на міжнародних ринках, у тому числі українських компаній (О. Познякова і М. Вільгард [7], Є. Грабовська [2], О. Слободянюк, М. Башинська і О. Волчков [12]). Використання ІРО в процесі приватизації описано в наукових роботах Ю. Корневої [5], М. Соколова, О. Кошика та І. Фабрики [13].

Однак існуючі дослідження на недостатньому рівні розкривають заходи, які доцільно здійснити для створення дієвого ринку первинних публічних розміщень акцій в Україні.

Метою статті є визначення пропозицій щодо розвитку ІРО та підтримки обігу акцій на організаційно оформленому ринку в Україні.

Головною передумовою здійснення публічних розміщень акцій та побудови «дієвого» ринку є створення середовища, в якому компанії-емітенти були б самі зацікавлені в публічному розміщенні акцій для залучення фінансування та формування публічного ринкового іміджу на організаторах торгівлі. Для цього *inter alia* (серед іншого) необхідно відійти від створення «штучного» ринку на основі імперативних норм права, які зобов'язують публічні акціонерні товариства до обов'язкового включення їх акцій до біржового реєстру. Ця норма використовується ніби як інструмент забезпечення розвитку організованого ринку цінних паперів. Однак впроваджена вимога лише збільшує витрати емітентів на процедури включення до біржових реєстрів, і цей примус не має жодного позитивного впливу на розвиток як ринку, так і компаній.

На нашу думку, доцільним є перезавантаження акціонерного права у площині видів товариств. Велика кількість публічних (раніше – відкритих) акціонерних компаній є наслідком проведеної приватизації державного майна, коли законодавчо вимагалось перетворення державних підприємств саме у відкриті акціонерні товариства. Багато з них є невеликими, і для них не має жодного економічного сенсу впроваджувати свої акції в обіг на біржу. Діюче корпоративне право в Україні не відповідає юридичним нормам, прийнятим у країнах Європи. Наприклад, у Польщі (а також у Франції, Німеччині та ін. країнах ЄС) пе-

редбачено створення акціонерних компаній без поділу на типи (публічні, приватні), і тільки окремі з них, з власної ініціативи (без правового примусу!) здійснюють розміщення акцій на біржах після отримання погодження щодо відповідності встановленим кваліфікаційним критеріям. А тому більш доцільним є ліквідація норм щодо поділу акціонерних товариств на типи, а також норми щодо примусу включення їх акцій в біржові реєстри. Ринок залучення фінансових ресурсів на основі емісії акцій і їх вторинний сегмент мають формуватися лише за умови економічної доцільності таких операцій для емітента цінних паперів, спроможності виконувати всі додаткові вимоги, які виникають при отриманні статусу компанії, цінні папери якої котируються на біржі, а також за наявності зацікавленості в цих акціях з боку інвесторів.

Акціонерні компанії приватної власності на сучасному етапі переважно не зацікавлені в ІРО на вітчизняному ринку через слабку захищеність від можливого корпоративного рейдерства та слабкої дієвості судової системи. Ринок обігових фінансових інструментів можна трансформувати в ефективно діючий механізм ринкового фінансування для економічних агентів лише після забезпечення нульової толерантності до корупції, що забезпечить довіру до правових інституцій як гарантів дотримання корпоративного права (після його оновлення в розрізі захисту від корпоративних зловживань).

Зокрема, слід переглянути правові норми щодо порядку придбання значних пакетів акцій. Так, згідно із Законом України «Про акціонерні товариства» (ст. 64) компанія, значний пакет акцій якої придбається, не має права вживати заходів з метою перешкоджання такому придбанню, що не дає право акціонерному товариству розробляти і реалізовувати стратегії з уникнення можливого «ворожого» поглинання, наприклад оголошення власної пропозиції про викуп акцій. Доцільно впровадити й норми, передбачені, наприклад, польським профільним законодавством щодо набуття значних пакетів акцій [24], зокрема встановити вимогу, що правління публічного товариства зобов'язується надати регулятору інформацію щодо власної позиції відносно оприлюдненого набуття оголошеними особами значного пакета цього товариства, яка включає думку про вплив оголошення на діяльність компанії, у т. ч. на робочі місця, її стратегічні плани, позицію щодо ціни купівлі. Крім того, слід надати повноваження регулятору щодо надання згоди на концентрацію значних пакетів акцій і погодження ціни придбання, враховуючи матеріали, отримані як від особи, яка оголошує наміри купівлі, так і від цільової компанії, акції якої є об'єктом купівлі.

Розвиток ринку ІРО доцільно здійснювати у двох напрямках: 1) для великих компаній, де ініціативу має проявити держава, у власності якої є ряд великих компаній, що можуть бути привабливими для порт-

фельних інвесторів; 2) для малих і середніх компаній на основі створення альтернативних торговельних платформ з меншими формальними вимогами.

**Р**озвиток публічного ринку акцій великих компаній, які в міжнародній практиці є найбільш ліквідними («блакитні фішки») і визначають ринкові тренди, з огляду на поточні вітчизняні правові та економічні особливості, можна запропонувати здійснювати в декілька етапів.

*Перший етап* – розміщення незначних пакетів акцій державних банків і створення їх вторинного ринку, наприклад дочірніми торговцями цих банків. Це дозволить бачити ринкову оцінку цих інституцій, застосовувати їх ринкові ціни як індикатори при розробці додаткових фінансових інструментів, оцінці фінансової стійкості, стабільності фінансової системи та при оцінці подальшої приватизації цих банків. Наявність реального вторинного ринку акцій державних банків може мотивувати й інші банківські інституції до публічного розміщення акцій, зважаючи на потреби нарощення капіталізації.

*Другий етап* – публічна пропозиція акцій великих державних компаній. Зросте транспарентність компаній через підвищення вимог до публічного розкриття корпоративної інформації, якість управління (у т. ч. за рахунок включення до наглядових рад представників міноритарних інвесторів, які, об'єднавшись, можуть запропонувати свою кандидатуру) тощо. Критеріями відбору мають бути розмір компанії, який можна визначати на основі активів або чистого доходу, а також перспективи розвитку компанії (зокрема у фазі динамічного розвитку), галузі (чи є вони привабливими для інвесторів). Згідно з правом ЄС [17] компанію можна віднести до великої, якщо її річна виручка (*turnover*) більше 50 млн євро або річні балансові активи більше 43 млн євро. В Україні згідно з листом Державної фіскальної служби (лист від 08.11.2016 р. № 24033/6/99-99-14-03-03-15) також визначено великими підприємствами установи, в яких річний дохід від будь-якої діяльності перевищує суму, еквівалентну 50 млн євро, визначену за середньорічним курсом НБУ. У жовтні 2017 р. прийнято зміни до профільного закону «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність», згідно з яким підприємство відноситься до великого, якщо балансова вартість активів – понад 20 млн євро; чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) – понад 40 млн євро.

Іншим важливим критерієм, який визначає власне інвестиційну привабливість акцій, є наявність дивідендної політики. Потенційно інвестиційно привабливі компанії повинні обов'язково розробити таку політику та реалізувати її. Виплата дивідендів буде і джерелом наповнення державного бюджету. У 2016 р. діяла норма про спрямування 75% чистого прибутку державних акціонерних компаній на сплату дивідендів (для Укргідроенерго норматив було встановлено на рівні 30%) за підсумками 2015 р. [10].

**У** липні 2017 р. Кабінет Міністрів України затвердив так званий «тріаж» [16], тобто сортування державних компаній (3444) щодо їх розвитку – компанії, які залишаються в державній власності (378), будуть приватизовані (892), передані в концесію (359) або ліквідовані чи реорганізовані (1255). Згідно з фінансовими даними за підсумками 2016 р. серед компаній, які залишаються в державній власності, за критерієм активів (європейський підхід – близько 1,3 млрд грн станом на вересень 2017 р.) до великих можна віднести 27 компаній, з яких більшість пов'язані з оборонною промисловістю, однак 4 акціонерних товариства можуть бути предметом уваги щодо потенційного IPO на незначну частку від капіталу зі збереженням контролю держави над підприємствами (табл. 1). Причому три з цих компаній (Нафтогаз України, Укрзалізниця, Укргідроенерго), вже здійснювали випуск боргових цінних паперів (зокрема єврооблігації), а тому мають розроблені процедури щодо формування та розкриття фінансової звітності та відносин з інвесторами (IR). Більшість компаній мали у 2016 р. і достатній обсяг прибутку до вирахування відсотків, податків та амортизації (ЕБІТДА) для проведення IPO (див. табл. 1). Згідно з даними Варшавської фондової біржі [19] для здійснення IPO достатнім є величина ЕБІТДА на рівні 40–45 млн євро.

Ці компанії можуть стати привабливими і для іноземних інституційних інвесторів при формуванні ними глобальних портфелів.

Андеррайтинг, а також підтримку двосторонніх котирувань на вторинному ринку, можуть забезпечити торговці цінними паперами, афілійовані з державними банками. Хоча для забезпечення рівного доступу до ринку ці інвестиційні посередники не повинні мати привілейованих умов, у порівнянні з іншими торговцями.

Подальшу приватизацію державних банків і компаній слід узгодити зі строками впровадження накопичувального рівня недержавного пенсійного забезпечення, і саме тим інституціям, які отримають відповідні ліцензії, доцільно надати пріоритет бути акціонерами в процесі роздержавлення. У цьому випадку реалізуються дві цілі – по-перше, уникнення подальшої «олігархізації» економіки, по-друге, опосередкована участь населення в приватизації на основі внесків у пенсійні фонди. Дещо схожа схема була реалізована в Польщі, зокрема станом на кінець 2016 р. участь відкритих пенсійних фондів у капіталі залізничної компанії PKP Cargo становила 43,4%, нафтохімічної компанії Orlen – 32,48%, банку РКО BP – 31,53% [23].

*Третій етап* передбачає розміщення акцій великих приватних компаній. Його початку сприятиме функціонування вже ліквідного ринку акцій, який буде створений для державних компаній і банків, а також наявність правового середовища, яке гарантуватиме захист існуючих і потенційних акціонерів від корпоративних зловживань.



Фінансові показники діяльності державних компаній за підсумками 2016 р.

Компанія	Активи, млрд грн	Виручка, млрд грн	ЕВІТДА, млрд грн	Частка в капіталі <sup>1</sup> 100 тис. акцій, %	Частка в капіталі <sup>1</sup> 30 млн грн, %
ПАТ НАК «Нафтогаз України»	599,8	161,4	31,928	0,06	0,02
ПАТ «Українська залізниця» <sup>2</sup>	381,4	67,6	15,164	0,04	0,01
ПАТ «Укргідроенерго»	25,1	5,9	3,980	0,09	2,68
ПАТ «Укрпошта»	10,6	4,5	0,282	1,53	0,46

Примітки: <sup>1</sup> – акціонерний капітал; <sup>2</sup> – розраховано на основі кількості акцій з Постанови КМУ від 2 вересня 2015 р. № 735.

Джерело: побудовано автором за даними Міністерства економічного розвитку і торгівлі України та фінансової звітності компаній.

Важливим аспектом у цій площині є також забезпечення розвитку вторинного ринку, для чого *inter alia* слід здійснити визначення критеріїв проходження допуску (лістингу) акцій до котирувань на біржі, які не повинні бути занадто ригористичними і мають відповідати міжнародним нормам з урахуванням вітчизняних корпоративних реалій.

В Україні станом на жовтень 2017 р. у Положенні про функціонування фондових бірж [9] передбачено два рівні лістингу, у яких виокремлюються 13 вимог стосовно акцій. Станом на кінець жовтня 2017 р. у першому рівні лістингу вітчизняних бірж перебувають тільки державні облигації. До другого рівня лістингу на «Українській біржі» включено акції лише 7 компаній (з них 3 – корпоративні інвестиційні фонди), на біржі ПФТС – акції 3 компаній. Такий вузький перелік лістингових цінних паперів негативно відображається на діяльності інституційних інвесторів, оскільки відповідно до законодавства страхові компанії [8] і недержавні пенсійні фонди [4] можуть вкладати кошти лише в акції, які пройшли процедури лістингу.

На нашу думку, доцільно визначити єдині мінімальні вимоги щодо допуску акцій і зменшити їх кількість, зокрема вилучити вимоги щодо річного чистого доходу, кількості акціонерів і зменшити вимоги до ринкової капіталізації чи власного капіталу<sup>1</sup> до рівня 1 млн євро в гривневому еквіваленті, як це передбачено директивою ЄС [18]. Наявну у вітчизняному праві норму, що мінімальна частка акцій у вільному обігу має становити не менше 25%, при цьому у двох інвесторів сумарно може бути не більше ніж 50% від цієї частки, варто відкоригувати в напрямі меншої ригористичності згідно з директивою ЄС та врахувати польський досвід [19; 22]: у власності акціонерів, серед яких кожен володіє не більше 5% голосів на загальних зборах акціонерів, перебуває не менше 25% (можна передбачити перехідний етап від 10% до 25%) акцій емітента або наявність 100 тис.

<sup>1</sup> В Україні діють вимоги 1 млрд грн ринкової капіталізації та власного капіталу для першого рівня лістингу та 400 млн грн власного капіталу і 100 млн грн ринкової капіталізації для другого рівня лістингу (станом на вересень 2017 р.).

акцій (з можливим підвищенням до 500 тис.) на суму не менше 1 млн євро в гривневому еквіваленті.

Головне завдання цієї норми – надати для обігу достатню кількість акцій, щоб забезпечити ліквідність ринку цього інструмента, а не впровадити на ринок істотний пакет акцій, що могло б призвести до реалізації сценарію викупу на ринку акцій для концентрації цього пакета з метою суттєвого впливу на діяльність компанії. Так, при виконанні цієї норми для запропонованих щодо IPO державних компаній (див. табл. 1) частка акцій в біржовому обігу не перевищуватиме 3% їх капіталу. У Закон «Про акціонерні товариства» у 2017 р. включено норми щодо *squeeze-out* (мажоритарний власник акцій (більше 95% капіталу) може ініціювати викуп акцій у решти акціонерів) та *sell-out* (міноритарні акціонери можуть вимагати викупу їх акцій власником домінуючого контрольного пакета), і при впровадженні в біржовий обіг компаніями незначного пакета акцій (до 5%) виникають права на *squeeze-out* і *sell-out*, що може зменшити потенційні можливості до розвитку біржового ринку. Ці правові положення слід дещо вдосконалити, зокрема: акціонер може вимагати *sell-out* тільки протягом 90 днів від офіційного оголошення про набуття особою права власності на домінуючий контрольний пакет акцій (схоже норма діє в польському праві [24]). Таке часове обмеження в Україні вже діє щодо права домінуючого акціонера на викуп акцій в акціонерів. Крім того, існуючі перехідні положення щодо права *squeeze-out* для вже існуючих власників домінуючих пакетів до 23.03.2019 р. слід значно зменшити. А тому надалі, після закінчення перехідного періоду, при впровадженні державними компаніями своїх акцій на біржу норми *squeeze-out* і *sell-out* не діятимуть.

Слід усунути й вимоги щодо певних засад корпоративного управління, які у міжнародній практиці носять не імперативний, а рекомендаційний характер у формі «*savoir-vivre*» (добрих практик), і їх відсутність впливатиме на більш ризиковане ставлення інвестора до вкладень у ці інструменти, але не має бути перешкодою для включення цінних паперів до організованого ринкового обігу.

Крім того, доцільно вилучити норму щодо поза-лістингових цінних паперів, оскільки процедура лістингу саме і є однією з умов для надання торговельно-му майданчику статусу біржі (регульованого ринку), і у випадку невідповідності цінних паперів лістинговим критеріям ці інструменти повинні здійснювати обіг на організованих ринках іншого формату, зокрема в багатосторонніх торговельних системах (можливість створення яких слід впровадити у вітчизняне право). Перелік вимог щодо лістингу має мати характер мінімально допустимих, і біржові оператори можуть ці норми підвищувати та розширювати при досягненні певного рівня розвитку ринку (зокрема в аспекті множини наявних в обігу інструментів).

Другим напрямом розвитку IPO є створення відповідного торговельного майданчику для малих і середніх компаній. У 2017 р. Кабінет Міністрів України розробив Стратегію розвитку малого і середнього підприємництва в Україні на період до 2020 р., одним з напрямів якої є розширення доступу малого і середнього підприємництва до фінансування. Однак у презентованому документі більшість уваги зосереджено на банківському кредитуванні та взагалі не розглядаються можливості щодо розвитку фінансування на основі можливостей ринку обігових фінансових інструментів. В Україні суб'єкти середнього підприємництва формують значну частку доданої вартості за витратами виробництва (39,1%) та зайнятості (32,2%), і більшість підприємств задовольняють потреби у фінансуванні капітальних інвестицій за рахунок власних коштів (у 2016 р. – 69,4%) [15]. Подальший їх розвиток потребує розширення фінансування, а його стабільність можлива лише при наданні збалансованих можливостей доступу до джерел як банківського, так і ринкового фінансування.

У вітчизняному секторі обігу фінансових інструментів «Українська біржа» вже запропонувала «Ринок залучення капіталу» від 1 млн грн (рекомендовано від 8 млн) з часткою акцій для розміщення від 15% (рекомендовано 25%) [11]. Однак ринок не функціонує, що можна *inter alia* пояснити напевно небажанням компаній (потенційних емітентів) брати на себе існуючі на даний час додаткові зобов'язання щодо інформаційного розкриття. Чинником невдачі «Української біржі» може бути й слабка її робота з широкої презентації цього майданчика та пошуку потенційних емітентів.

Альтернативна торговельна платформа може функціонувати і для здійснення приватного, і публічного розміщення цінних паперів. Її особливістю має бути відсутність лістингу, але наявність інформаційних вимог щодо розкриття інформації, які, звичайно, мають бути ширшими при публічному розміщенні цінних паперів, проте меншими, ніж для великих компаній на біржі (і це має бути окреслено у профільному законодавстві). Для сприяння розміщенню

цінних паперів МСБ можна скористатися досвідом Польщі щодо функціонування такого типу ринку NewConnect. Зокрема перед розміщенням цінних паперів емітент має розкрити не широкий проспект емісії, а інформаційний документ, який редукований за обсягом і потребує менших витрат емітента. Для підготовки інформаційного документа та подальшого виконання інформаційних вимог емітент має співпрацювати з авторизованим консультантом. Крім того, слід мати договірні відносини і з компанією, яка буде підтримувати ліквідність цінних паперів емітента.

Можливим варіантом сприяння розвитку організаційно оформленого ринку для МСБ може бути часткове відшкодування фінансових витрат для підготовки інформаційних матеріалів. Надання коштів може здійснюватися як з боку держави (однак є наявність потенційного корупційного ризику), так і на основі допомоги в межах реалізації міжнародних проектів з ЄС, USAID (більш прийнятно). Наприклад, у Польщі в межах операційної програми «Інтелегентний розвиток» (використання європейських структурних фондів) діє напрям «Підтримка МСБ у доступі до ринку капіталів – 4Stock» [21], яким передбачена можливість отримання дотації (максимум 50% витрат з організації емісії) на оплату консультативних послуг щодо приготування документації та здійснення аналізу, необхідного для пошуку пайового фінансування шляхом продажу цінних паперів на торговельних платформах (процедура обігу конфіденційної інформації, інформаційна політика компанії, звіт due dilligence, оцінка компанії, інформаційний документ, проспект емісії, інвесторська презентація тощо).

## ВИСНОВКИ

Активна модернізація ринку в аспекті розширення доступних для інвестицій акцій, їх гетерогенності за видами економічної діяльності сприятиме зростанню привабливості ринку і збільшить можливості інвесторів, а також матиме позитивний вплив на підтримку ринкової стабільності. Розвиток публічного ринку акцій великих компаній можна здійснювати за такими етапами: 1) розміщення незначних пакетів акцій державних банків і створення їх вторинного ринку; 2) публічна пропозиція акцій великих державних компаній; 3) розміщення акцій великих приватних компаній. Другим напрямом розвитку IPO є створення альтернативної торговельної платформи для акцій малих і середніх компаній з менш ригористичними вимогами щодо інформаційного розкриття корпоративної звітності. ■

## ЛІТЕРАТУРА

1. Возна В. Концепції проведення первинного публічного розміщення акцій на світових фондових біржах. *Magisterium. Економічні студії*. 2014. № 56. С. 41–43.

**2. Грабовська Є.** Досвід виходу українських компаній на ринок IPO. *Магістеріум. Економічні студії*. 2014. Вип. 56. С. 51–55.

**3. Ермоленко О., Лисьонкова Н.** Проблеми підготовки і проведення первинного публічного розміщення акцій українськими компаніями. *Вісник економіки транспорту і промисловості*. 2012. № 37. С. 183–186.

**4.** Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.2003 р. № 1057-IV. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>

**5. Корнєєва Ю.** Можливості IPO для державних компаній. *Науковий вісник Ужгородського університету. Сер. : Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2017. Вип. 14 (1). С. 159–163.

**6. Косова Т., Ярошевська О.** Біржові механізми залучення іноземного капіталу вітчизняними корпораціями. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 22. С. 9–12.

**7. Познякова О., Вільгард М.** Проблеми та перспективи розміщення цінних паперів українських компаній на Варшавській фондовій біржі та її альтернативних майданчиках. *Молодий вчений*. 2016. № 4. С. 160–164.

**8.** Положення про обов'язкові критерії та нормативи достатності, диверсифікованості та якості активів страховика, затверджені Рішенням Нацкомфінпослуг № 396 від 23.02.2016 р. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/z0417-16>

**9.** Положення про функціонування фондових бірж, затверджене Рішенням НКЦПФР № 1688 від 22.11.2012 р. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12>

**10.** Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження базового нормативу відрахування частки прибутку, що спрямовується на виплату дивідендів за результатами фінансово-господарської діяльності у 2015 році господарських товариств, у статутному капіталі яких є корпоративні права держави» № 228 від 23.03.2016 р. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/228-2016-p>

**11.** Рынок привлечения капитала. URL: <http://www.ux.ua/s309>

**12. Слободянюк О., Башинська М., Волчков О.** Публічне розміщення акцій як механізм розвитку капіталізації підприємств України. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. : Економічні науки*. 2016. Вип. 20 (2). С. 105–108.

**13. Соколов М., Кошик О., Фабрика І.** IPO як спосіб здійснення приватизації та постприватизаційного розвитку підприємств. *Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Сер. : Економічні науки*. 2013. Вип. 24. С. 60–67.

**14. Стецько М.** Ринок акцій у формуванні структур корпоративного типу в економіці України. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. Вип. 10. С. 860–865.

**15.** Стратегія розвитку малого і середнього підприємництва в Україні на період до 2020 року, схвалена Розпорядженням Кабінету Міністрів України від 24.05.2017 р. № 504-р. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/504-2017-p>

**16.** Топ-100. Огляд найбільших державних підприємств України / Міністерство економічного розвитку і торгівлі України. URL: <https://www.kmu.gov.ua/storage/app/media/reforms/top-100-naybilshikh-derzhpidpriemstv-ukraini.pdf>

**17.** Commission recommendation of 6 May 2003 (2003/361/EC) concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises / European Commission. 2003. URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:124:0036:0041:en:PDF>

**18.** Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities. URL: <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/88d8ce3b-dfae-4ef8-9205-4723ec7a2b8b/language-en>

**19.** Droga po kapitał. Przewodnik dla emitentów giełdowych / GPW. 2017. URL: [https://www.gpw.pl/pub/GPW/jak\\_zaczac/GPW\\_przewodnik\\_dla\\_emitentow\\_gie.pdf](https://www.gpw.pl/pub/GPW/jak_zaczac/GPW_przewodnik_dla_emitentow_gie.pdf)

**20.** Green paper. Building a Capital Markets Union / European Commission. 2015. URL: [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf)

**21. Osiecki A.** Na giełdę dzięki dotacji z PARP. Rzeczpospolita. 2017. 29 Września. URL: <http://www.rp.pl/Eurodotacje-2017/309299945-Na-giełde-dzieki-dotacji-z-PARP.html>

**22.** Rozporządzenie Ministra Finansów RP z dnia 12 maja 2010 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku. URL: <http://dziennikustaw.gov.pl/du/2010/s/84/547>

**23. Torchała A.** Ulubieńcy OFE. W tych spółkach fundusze mają największe udziały. URL: <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Ulubienicy-OFE-W-tych-spolkach-fundusze-maja-najwieksze-udzialy-7494668.html>

**24.** Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. URL: <http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20051841539>

## REFERENCES

“Commission recommendation of 6 May 2003 (2003/361/EC) concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises” European Commission. 2003. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:124:0036:0041:en:PDF>

“Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities”. <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/88d8ce3b-dfae-4ef8-9205-4723ec7a2b8b/language-en>

“Droga po kapitał. Przewodnik dla emitentów giełdowych” GPW. [https://www.gpw.pl/pub/GPW/jak\\_zaczac/GPW\\_przewodnik\\_dla\\_emitentow\\_gie.pdf](https://www.gpw.pl/pub/GPW/jak_zaczac/GPW_przewodnik_dla_emitentow_gie.pdf)

“Green paper. Building a Capital Markets Union” European Commission. 2015. [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf)

Hrabovska, Ye. “Dosvid vykhodu ukrainskykh kompanii na rynek IPO” [The experience of Ukrainian companies entering the IPO market]. *Mahisterium. Ekonomichni studii*, no. 56 (2014): 51-55.

Kornieieva, Yu. “Mozhlyvosti IPO dlia derzhavnykh kompanii” [IPOs for state-owned companies]. *Naukovyi visnyk Uzhhorodskoho universytetu. Ser. : Mizhnarodni ekonomichni vidnosyny ta svitove hospodarstvo*, no. 14 (1) (2017): 159-163.

Kosova, T., and Yaroshevska, O. “Birzhovi mekhanizmy zaluchennia inozemnoho kapitalu vitchyznianymy korporatsiiami” [Exchange mechanisms for attracting foreign capital by domestic corporations]. *Investytsii: praktyka ta dosvid*, no. 22 (2016): 9-12.



[Legal Act of Poland] (2005). <http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20051841539>

[Legal Act of Poland] (2010). <http://dziennikustaw.gov.pl/du/2010/s/84/547>

[Legal Act of Ukraine] (2003). <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>

[Legal Act of Ukraine] (2012). <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12>

[Legal Act of Ukraine] (2016). <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/z0417-16>

[Legal Act of Ukraine] (2016). <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/228-2016-п>

[Legal Act of Ukraine] (2017). <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/504-2017-р>

Osiecki, A. "Na giełde dzięki dotacji z PARP". Rzeczpospolita. 2017. <http://www.rp.pl/Eurodotacje-2017/309299945-Na-giełde-dzięki-dotacji-z-PARP.html>

Pozniakova, O., and Vilhard, M. "Problemy ta perspektyvy rozmishchennia tsinnykh paperiv ukrainskykh kompanii na Varshavskii fondovii birzhi ta yii alternatyvnykh maidanchykakh" [Problems and prospects of placement of securities of Ukrainian companies on the Warsaw Stock Exchange and its alternative sites]. *Molodyi vchenyi*, no. 4 (2016): 160-164.

"Rynek privilecheniya kapitala" [The market for raising capital]. <http://www.ux.ua/s309>

Slobodianiuk, O., Bashynska, M., and Volchokov, O. "Publichne rozmishchennia aksii yak mekhanizm rozvytku kapitalizatsii pidpriemstv Ukrainy" [Public offering of shares as a mechanism of capitalization of Ukrainian enterprises]. *Naukovyi visnyk Khersonskoho derzhavnoho universytetu. Ser. : Ekonomichni nauky*, no. 20 (2) (2016): 105-108.

Sokolov, M., Koshyk, O., and Fabryka, I. "IPO yak sposib zdiisnennia pryvatyzatsii ta postpryvatyzatsiinoho rozvytku pidpriemstv" [IRO as a way of privatization and post-privatization development of enterprises]. *Naukovi pratsi Kirovohradskoho natsionalnoho tekhnichnoho universytetu. Ser. : Ekonomichni nauky*, no. 24 (2013): 60-67.

Stetsko, M. "Rynek aksii u formuvanni struktur korporatyvnoho typu v ekonomitsi Ukrainy" [Equity market in the formation of corporate-type structures in the Ukrainian economy]. *Hlobalni ta natsionalni problemy ekonomiky*, no. 10 (2016): 860-865.

"Top-100. Ohliad naibilshykh derzhavnykh pidpriemstv Ukrainy / Ministerstvo ekonomichnoho rozvytku i torhivli Ukrainy" [Top 100 Review of the largest state enterprises of Ukraine / Ministry of Economic Development and Trade of Ukraine]. <https://www.kmu.gov.ua/storage/app/media/reforms/top-100-naybilshikh-derzhpidpriemstv-ukraini.pdf>

Torchala, A. "Ulubiency OFE. W tych spolkach fundusze maja najwieksze udzialy". <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Ulubiency-OFE-W-tych-spolkach-fundusze-maja-najwieksze-udzialy-7494668.html>

Vozna, V. "Kontseptsii provedennia pervynnoho publichnoho rozmishchennia aksii na svitovykh fondovykh birzhakh" [Concepts of the initial public offering of shares on the world stock exchanges]. *Mahisterium. Ekonomichni studii*, no. 56 (2014): 41-43.

Yermolenko, O., and Lysonkova, N. "Problemy pidhotovky i provedennia pervynnoho publichnoho rozmishchennia aksii ukrainskymy kompaniiamy" [Problems of preparation and holding of the initial public offering of shares by Ukrainian companies]. *Visnyk ekonomiky transportu i promyslovosti*, no. 37 (2012): 183-186.