

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

БЕЛОРУССКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

ФАКУЛЬТЕТ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ

Кафедра международных экономических отношений

ВОЛОДЬКО

Роман Александрович

**РАЗМЕЩЕНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИЙ НА МИРОВЫХ
ФОНДОВЫХ БИРЖАХ И ПУТИ ПОВЫШЕНИЯ ЕГО
ЭФФЕКТИВНОСТИ**

Дипломная работа

Научный руководитель -
кандидат экономических наук,
доцент Е.В. Столярова

Допущена к защите «__» _____ 20__ г.

Зав. кафедрой международных экономических отношений
кандидат экономических наук, доцент Н.В. Юрова

Минск, 2022

ОГЛАВЛЕНИЕ

РЕФЕРАТ.....	3
ВВЕДЕНИЕ.....	7
ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ЭМИССИИ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИЙ НА МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ БИРЖАХ И ЕЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ	9
1.1 Эмиссия ценных бумаг компаний на мировых фондовых биржах: сущность, цели и виды.....	9
1.2 Эффективность эмиссии ценных бумаг компаний на мировых фондовых биржах и подходы к ее оценке.....	19
1.3 Факторы эффективности эмиссии ценных бумаг компаний на мировых фондовых биржах.....	25
ГЛАВА 2 ЭМИССИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИЙ НА МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ БИРЖАХ: ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ	31
2.1 Объем, динамика и структура эмиссии ценных бумаг по мировым фондовым биржам, типам ценных бумаг, отраслям эмитента.....	31
2.2 Эффективность эмиссии ценных бумаг на мировых фондовых биржах ..	35
2.3 Тенденции в эмиссии ценных бумаг компаний на мировых фондовых биржах	48
ГЛАВА 3 ПЕРСПЕКТИВЫ ЭМИССИИ ЦЕННЫХ БУМАГ БЕЛОРУССКИМИ КОМПАНИИ НА МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ БИРЖАХ И ПУТИ ПОВЫШЕНИЯ ЕЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ.....	58
3.1 Текущее состояние в области эмиссии ценных бумаг белорусскими компаниями на мировых фондовых биржах	58
3.2 Проблемы в эмиссии ценных бумаг белорусскими компаниями на мировых фондовых биржах.....	65
3.3 Перспективы и направления повышения эффективности эмиссии ценных бумаг белорусскими компаниями на мировых фондовых биржах	69
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	74
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	76

ПЕРЕЧЕНЬ УСЛОВНЫХ ОБОЗНАЧЕНИЙ

АСЕАН	Ассоциация государств Юго-Восточной Азии
ВВП	Валовый внутренний продукт
ЕС	Европейский союз
ФРС	Федеральная резервная система
CE	Capital employed
EVA	Economic value added
HKEX	Hong Kong Exchange
IPO	Initial public offering
KRX	Korea Exchange
LSE	London Stock Exchange
NYSE	New York Stock Exchange
PVI	Price revision index
ROCE	Return on capital employed
SPO	Secondary public offering
TASE	Tel Aviv Stock Exchange
WACC	Weighted average cost of capital

РЕФЕРАТ

Дипломная работа: 82 с., 11 рис., 1 табл., 77 источников.

Ключевые слова: ЭМИССИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ, МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ БИРЖИ, АКЦИИ, ОБЛИГАЦИИ.

Объект исследования: мировые фондовые биржи.

Предмет исследования: эмиссия корпоративных ценных бумаг на мировых фондовых биржах и ее эффективность.

Цель исследования: анализ фондового рынка как инструмента корпоративного финансирования и выявление факторов, влияющих на эффективность выпуска ценных бумаг компаний.

В первой главе поставлена задача изучить теоретические аспекты эмиссии ценных бумаг компаний на мировых фондовых биржах и ее эффективности.

Во второй главе поставлена задача проанализировать текущее состояние и эффективность эмиссии ценных бумаг на мировых фондовых биржах.

В третьей главе поставлена задача определить перспективы эмиссии ценных бумаг белорусскими компаниями на мировых фондовых биржах и пути повышения ее эффективности.

Методы исследования: анализ статистических данных, сравнение, классификация, индукция и дедукция.

Полученные результаты и их новизна: в данной работе определены подходы к оценке эффективности эмиссии ценных бумаг компаний на мировых фондовых биржах и факторы эффективности такой эмиссии; проведен анализ эффективности эмиссии ценных бумаг белорусских и мировых компаний в разрезе выпуска различных видов ценных бумаг и их размещения на мировых фондовых биржах.

Область возможного практического применения: полученные данные могут быть использованы для осуществления эмиссии ценных бумаг белорусскими компаниями на мировых фондовых биржах.

Автор работы подтверждает, что приведенный в ней расчетно-аналитический материал правильно и объективно отражает состояние исследуемого процесса, а все заимствованные из литературных и других источников теоретические, методологические и методические положения и концепции сопровождаются ссылками на их авторов.

(подпись студента)

РЭФЕРАТ

Дыпломная праца: 82 с., 11 мал., 1 табл., 77 крыніц.

Ключавыя словы: ЭМІСІЯ КАШТОЎНЫХ ПАПЕР, СУСВЕТНЫЯ ФОНДАВЫЯ БІРЖЫ, АКЦЫІ, АБЛІГАЦЫІ.

Аб'ект даследавання: сусветныя фондавыя біржы.

Прадмет даследавання: эмісія карпаратыўных каштоўных папер на сусветных фондавых біржах і яе эфектыўнасць.

Мэта даследавання: аналіз фондавага рынку як інструмента карпаратыўнага фінансавання і выяўленне фактараў, якія ўплываюць на эфектыўнасць выпуску каштоўных папер кампаній.

У першай главе пастаўлена задача вывучыць тэарэтычныя аспекты эмісіі каштоўных папер кампаній на сусветных фондавых біржах і яе эфектыўнасці.

У другой главе пастаўлена задача прааналізаваць бягучы стан і эфектыўнасць эмісіі каштоўных папер на сусветных фондавых біржах.

У трэцяй главе пастаўлена задача вызначыць перспектывы эмісіі каштоўных папер беларускімі кампаніямі на сусветных фондавых біржах і шляхі павышэння яе эфектыўнасці.

Метады даследавання: аналіз статыстычных даных, параўнанне, класіфікацыя, індукцыя і дэдукцыя.

Атрыманыя вынікі і іх навізна: у дадзенай працы вызначаны падыходы да ацэнкі эфектыўнасці эмісіі каштоўных папер кампаній на сусветных фондавых біржах і фактары эфектыўнасці такой эмісіі; праведзены аналіз эфектыўнасці эмісіі каштоўных папер беларускіх і сусветных кампаній у разрэзе выпуску розных відаў каштоўных папер і іх размяшчэння на сусветных фондавых біржах.

Вобласць магчымага практычнага прымянення: атрыманыя даныя могуць быць выкарыстаны для ажыццяўлення эмісіі каштоўных папер беларускімі кампаніямі на сусветных фондавых біржах.

Аўтар працы пацвярджае, што прыведзены ў ёй разлікова-аналітычны матэрыял правільна і аб'ектыўна адлюстроўвае стан доследнага працэсу, а ўсе запазычаныя з літаратурных і іншых крыніц тэарэтычныя, метадалагічныя і метадычныя становішча і канцэпцыі суправаджаюцца спасылкамі на іх аўтараў.

(подпіс студэнта)

ANNOTATION

Degree paper: 82 p., 11 ill., 1 tab., 77 sources.

Keywords: SECURITIES ISSUE, WORLD STOCK EXCHANGES, STOCKS, BONDS.

Object of research: the world stock exchanges.

Subject of research: the issue of corporate securities on world stock exchanges and its effectiveness.

Purpose of research: to analyze the stock market as a corporate financing tool and identify factors affecting the effectiveness of the issuance of securities of companies.

In the first chapter, the task is to study the theoretical aspects of the issue of securities of companies on world stock exchanges and its effectiveness.

In the second chapter, the task is to analyze the current state and effectiveness of the issue of securities on the world stock exchanges.

In the third chapter, the task is to determine the prospects for the issue of securities by Belarusian companies on world stock exchanges and ways to improve its efficiency.

Research methods: statistical data analysis, comparison, classification, induction and deduction.

Obtained results and their novelty: this paper defines approaches to assessing the effectiveness of the issue of securities of companies on world stock exchanges and factors of the effectiveness of such an issue; analyzes the effectiveness of the issue of securities of Belarusian and global companies in the context of the issue of various types of securities and their placement on world stock exchanges.

Area of possible practical application: the data obtained can be used to issue securities by Belarusian companies on world stock exchanges.

The author of the work confirms that computational and analytical material presented in it correctly and objectively reproduces the picture of investigated process, and all the theoretical, methodological and methodical positions and concepts borrowed from literary and other sources are given references to their authors.

(Student's signature)

ВВЕДЕНИЕ

Темой дипломной работы является «Эмиссия ценных бумаг компаний на мировых фондовых биржах и пути повышения ее эффективности». Исходя из названия дипломной работы можно сделать вывод, что она тесно связана с такими понятиями как корпоративное финансирование, структура и стоимость капитала, а также рынок ценных бумаг.

Актуальность данной работы определяется тем фактом, что в современном мире развитие компании не представляется возможным без рационального управления своими финансами и эффективного взаимодействия с рынком ценных бумаг. На фондовом рынке компания привлекает свободные денежные ресурсы и получает возможность финансировать функционирование и дальнейшее развитие корпорации. Использование фондового рынка для привлечения инвестиций через продажу выпущенных ценных бумаг является привлекательным, но сложным и требующим больших вложений проектом. Исходя из этого, перед компаниями стоит задача максимизировать свою выгоду от процесса эмиссии ценных бумаг через повышение эффективности данного процесса.

Особое внимание развитию эмиссии ценных бумаг уделяют крупные частные компании, многие из которых являются транснациональными. Выпуск ценных бумаг позволяет компаниям не только привлекать значительные финансовые ресурсы, но и вынуждает корпорацию повышать уровень корпоративного управления, становится более прозрачной для инвестора и следить за своей репутацией. Данные действия направлены в первую очередь на увеличение успешности выпуска ценных бумаг, так как именно внутренние процессы компании, ее финансовое состояние и тщательность подготовки к эмиссии являются первичными факторами, на которые компания может напрямую влиять для повышения эффективности процесса привлечения капитала.

Однако, существуют также факторы, которые невозможно изменить, но которые в определенной степени оказывают влияние на успешность эмиссии ценных бумаг компаниями. Это связано в первую очередь с тем, что на сегодняшний день мировые фондовые рынки в разных странах функционируют по отличающимся между собой моделям, обладают разной глубиной и объемами обращающихся средств, имеют свои правила, регулируются различными методами и в разной степени, а также отличаются поведением инвесторов. Наличие фондовых рынков, различающихся между собой, предоставляет корпорациям свободу выбора площадок для эмиссии корпоративных ценных бумаг. Для компании действительно необходимо не только правильно выбрать фондовый рынок, который будет обладать достаточными ресурсами и соответствовать стратегии корпорации, но также правильно оценивать рыночные условия в моменте и учитывать

все риски, которые могут оказать эффект на успешность проведения размещения ценных бумаг на бирже.

В связи с этим изучение внутренних и внешних факторов, которые влияют на эффективность эмиссии ценных бумаг и фондовые рынки разных стран представляют большой интерес для современных корпораций.

Целью исследования является анализ фондового рынка как инструмента корпоративного финансирования и выявление факторов, влияющих на эффективность выпуска ценных бумаг компаний.

Объектом исследования являются мировые фондовые биржи.

Предметом исследования является эмиссия корпоративных ценных бумаг на мировых фондовых биржах и ее эффективность.

При написании работы были поставлены следующие задачи:

1. Изучить теоретические аспекты эмиссии ценных бумаг компаний на мировых фондовых биржах и ее эффективности;
2. Проанализировать текущее состояние эмиссии ценных бумаг компаний на мировых фондовых биржах и их эффективность;
3. Определить перспективы эмиссии ценных бумаг белорусскими компаниями на мировых фондовых биржах и пути повышения ее эффективности.

При решении вышеперечисленных задач использовались такие методы исследования как анализ статистических данных, сравнение, классификация, индукция и дедукция.

Методологической и теоретической основой данной работы являются труды таких отечественных ученых как П. Мамонович, А. Подрез, Д. Крук, А. Циули, А. Лузгин, а также работы зарубежных авторов Ф. Модильяни, М. Миллера, С. Брагга, Ричарда С. Уилсона, Фрэнка Дж. Фабозци, Джонатана Берка, Петера ДеМарцо.

При написании данной работы были изучены основные нормативно-правовые акты Республики Беларусь, а также государств месторасположения мировых финансовых центров, регулирующие рынок ценных бумаг и данные, опубликованные официальными ресурсами компаний и бирж.

Практическая значимость данной работы обуславливается проблемами, с которыми столкнулись современные компании при необходимости повышения эффективности эмиссии корпоративных ценных бумаг.

ГЛАВА 1

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ЭМИССИИ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИЙ НА МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ БИРЖАХ И ЕЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ

1.1 Эмиссия ценных бумаг компаний на мировых фондовых биржах: сущность, цели и виды

На сегодняшний день частный сектор составляет до 90% внутреннего валового продукта в развитых странах, 60% в развивающихся странах и 50% в странах с переходной экономикой, к которым относится и Республика Беларусь [77]. Эти статистические данные подтверждают гипотезу всемирно признанных экономических теоретиков М. Ротбарда, Р. Коуза и Ф. А. фон Хайека о том, что частный бизнес, представленный в основном различными компаниями, корпорациями и объединениями, является стержнем рыночных экономик и в то же время формирует значительную часть экономических процессов стран с нерыночной экономикой [25, с. 168; 45, с. 28; 67, с. 2].

Доминирование размеров частного сектора над государственным объясняется микроэкономической теорией Ф. А. фон Хайека [67, с. 15]. Собственник бизнеса более ответственно подходит к своей работе, если он движим личными интересами, а не общественными. То есть бизнес является более эффективным, а, соответственно, создает больше рабочих мест и платит больше налогов, если он находится в частной собственности под управлением собственника, чем в ситуации, когда бизнес является собственностью государства и подчиняется чиновнику. Именно поэтому многие государства придерживаются именно рыночной экономики, где за один из основных принципов взята свобода частной собственности и предпринимательства.

По причине тесной взаимосвязи государства с компаниями, которыми оно владеет, возникает ситуация, когда компании в государственной собственности могут больше рассчитывать на государственную поддержку, в том числе и на финансовую помощь на более выгодных условиях, чем частные предприятия. В это же время у собственников бизнеса возникает необходимость поиска источников финансирования деятельности компании, которой они владеют. Спрос на капитал обосновывается теорией К. Р. Макконнелла и С. Л. Брю, согласно которым начало хозяйственной деятельности возможно только при наличии начальных инвестиций. Кроме того, быстрое развитие предприятия в долгосрочной перспективе не представляется возможным при финансировании только за счет собственной чистой прибыли, самофинансирования [65, с. 322]. Таким образом

основной целью частного бизнеса с точки зрения капитала является формирование финансовой системы компании с помощью различных инструментов привлечения капитала, которая позволит бесперебойно осуществлять хозяйственную деятельность.

Финансы частного предприятия включают внутренние и внешние денежные отношения. Внутренние денежные отношения возникают при формировании уставного капитала, движении денежных потоков между филиалами, департаментами компании и ее сотрудниками, а также при выплате дивидендов акционерам. Взаимодействие корпорации с государством, банками, покупателями и поставщиками образуют внешние денежные отношения корпорации.

Таким образом корпоративные финансы представляют собой совокупность финансовых отношений, которые возникают у корпорации с государством, банками, кредиторами, акционерами, другими компаниями в результате формирования, распределения и использования денежных средств в процессе операционной, инвестиционной и финансовой деятельности корпорации [4, с. 117].

Корпоративные финансы выполняют следующие функции [22, с. 93]:

1. Формирование капитала, которое заключается в создании начального капитала и увеличение его в течении времени для обеспечения функционирования компании, возможности инвестирования и расширения, а также для создания резервов;
2. Распределение, обеспечивающее направление денежных потоков корпорации на основные виды деятельности компании;
3. Контроль позволяет осуществить надзор за процессом формирования капитала, контролировать использование денежных ресурсов, проводить мониторинг финансового состояния предприятия.

В данном случае именно функция формирования капитала подразумевает под собой основную финансовую цель собственника по созданию системы привлечения финансовых ресурсов из различных источников – корпоративное финансирование.

Корпоративное финансирование – это привлечение инвестиций и заемных средств компанией путем формирования широкого круга источников финансовых ресурсов исходя из необходимости, доступности и экономической целесообразности. Оно проводится с помощью привлечения денежных ресурсов как из внутренних, так и из внешних источников при минимально возможных затратах для компании [6, с. 10].

Корпоративное финансирование обладает собственной определенной структурой, представленной в форме комбинаций источников финансирования, которую формирует компания для того, чтобы реализовывать свою стратегию развития.

Рассматривая структуру корпоративного финансирования, выделяют две категории ресурсов: совокупные обязательства и собственный капитал (рисунок 1.1).

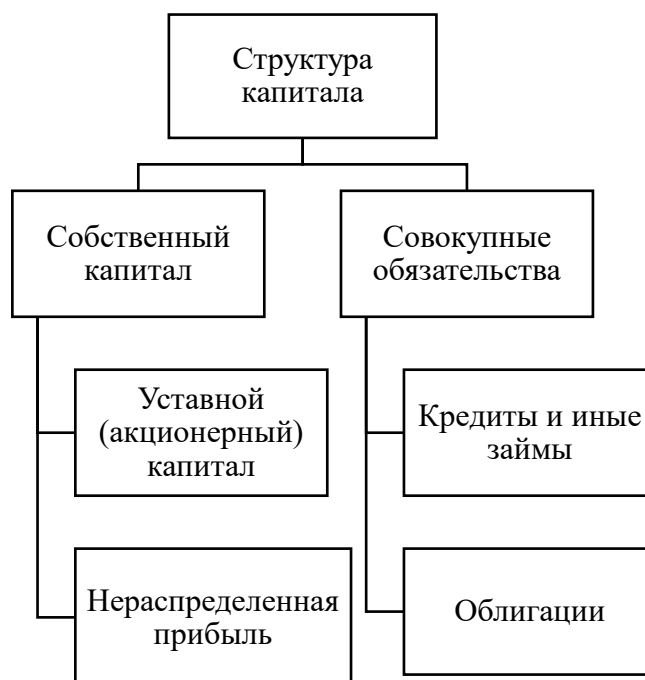


Рисунок 1.1 – Структура корпоративного финансирования [26, с. 74]

Совокупные обязательства составляют заемный капитал и образуются в связи с тем, что корпорация заимствует определенные деньги на длительные или короткие сроки у банков или у других финансовых организаций, в связи с чем у компании появляются обязательства перед ними. Другим путем возникновения совокупных обязательств является выпуск корпоративных облигаций.

Собственный капитал компании формируется с помощью расширения уставного капитала, привлечения инвестиций и использования нераспределенной прибыли. Однако основным механизмом формирования собственного капитала является выпуск обыкновенных и привилегированных акций.

Таким образом каждый частный бизнес стоит перед широким выбором способов формирования структуры собственной финансовой системы. Однако в теории оптимальной структуры капитала американских экономистов Франко Модильяни и Мертона Говарда Миллера утверждается, что в условиях совершенных рынков структура капитала не имеет значения [66, с. 281]. В это же время наличие несовершенств на реальном рынке поднимают вопрос о структуре капитала, который объясняется в некоторых экономических гипотезах, созданных на основе теории Модильяни-Миллера. Они доказывают, что каждое предприятие имеет свою оптимальную структуру капитала, которая, в свою очередь, имеет определенную долю заемного капитала, но в то же время не имеет его в чрезмерных количествах [47, с. 28]. По этой причине предприятиям важно найти

оптимальный для себя формат капитала и при выборе структуры и источников корпоративного финансирования основываться не только на собственных предпочтениях, но и на характеристиках того или иного способа, а также учитывать особенности самой компании.

Существует критерий соотношения заемного и собственного капитала, который основан на соответствии этих двух комбинаций источников финансирования, задачам и стратегии развития компании. Также при формировании структуры капитала предприятия необходимо учитывать риски, которые в течение времени могут как увеличиваться, так и уменьшаться, и, чтобы компания нормально функционировала, ее структура капитала должна соответствовать как стратегии развития, так и возможным изменениям в рисках [2, с. 63].

Необходимое соотношение заемного и собственного капитала в структуре финансирования обеспечивается за счет принципа баланса преимуществ и возникающих рисков при использовании той или иной категории ресурсов. Так, например, компания берет на себя обязательства и увеличивает заемный капитал путем привлечения кредита или размещения облигаций для реализации эффективного инвестиционного механизма экономического роста. Преимуществом данного метода финансирования является в первую очередь доступность. Однако, существует и ряд значительных недостатков: высокая стоимость, строгая целевая направленность и возникновение приоритетных обязательств. Следует отметить, что нормально функционирующая компания без финансовых трудностей работает только с долгосрочными источниками финансирования, которые способствуют формированию и увеличению денежных потоков и не использует для этого краткосрочные привлечения денежных средств [49, с. 27].

В то же время увеличение собственного капитала происходит путем внесения в него личных активов собственника или же с помощью выпуска привилегированных или обыкновенных акций. За счет выпуска акций денежные средства привлекаются на неопределенный срок и без обязательств по возврату. Однако основные недостатки связаны с трудностями в управлении компанией, а также необходимостью выплачивать дивиденды для сохранения инвестиционной привлекательности корпорации.

Компания, финансируемая за счет заемных средств, имеет более нестабильную структуру капитала и, следовательно, представляет больший риск для инвесторов, что повышает его стоимость.

Также немало важными остаются другие факторы, которые характеризуют доступность того или иного способа финансирования. Например, определенная комбинация источников финансирования заемного и собственного капитала для удовлетворения спроса компании на денежные ресурсы становится доступной по мере ее становления и напрямую зависит от степени ее развития (рисунок 1.2, с. 13).

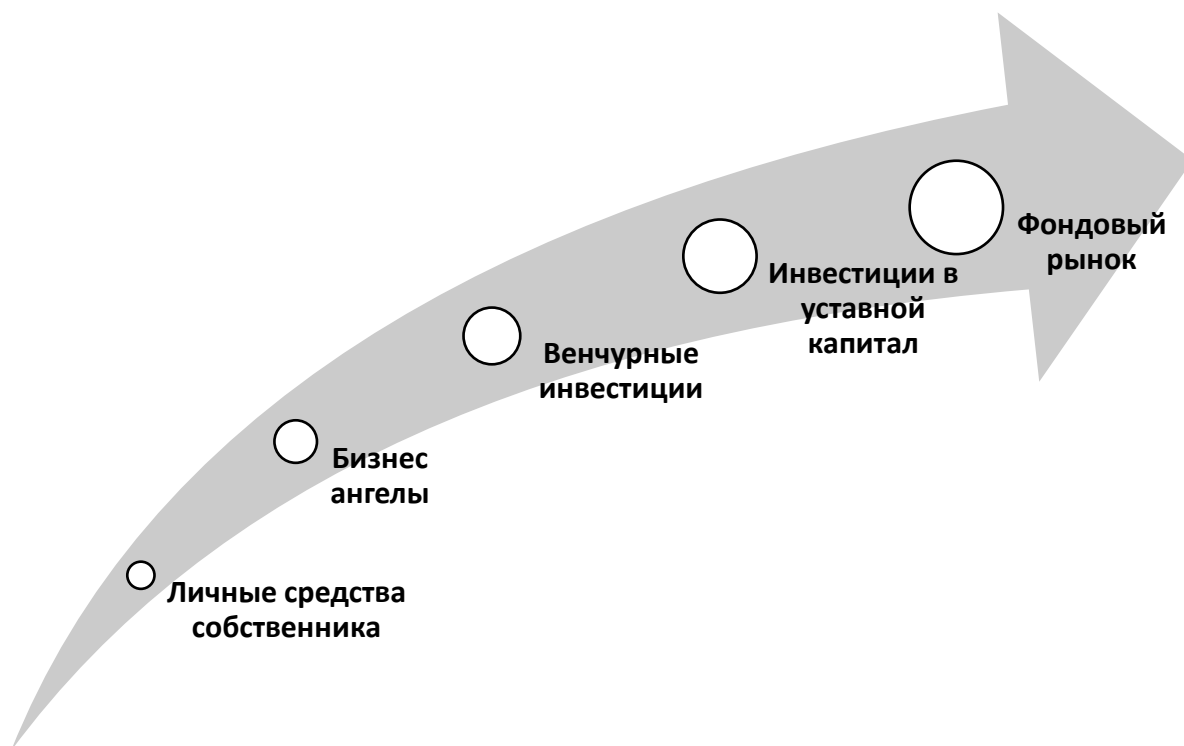


Рисунок 1.2 – Изменение источников финансирования компании [5, с. 54]

Корпорации требуются дополнительные денежные средства, так как функционирование предприятия на условиях простого самофинансирования и за счет кредитов не представляется возможным в долгосрочной перспективе. На основании этого, а также рассмотрев структуру корпоративного финансирования и проанализировав особенности привлекаемых категорий денежных ресурсов, выделяется уникальный и эффективный способ корпоративного финансирования: эмиссия ценных бумаг [26, с. 327; 44, с. 42].

Эмиссия ценных бумаг – это процесс размещения ценных бумаг эмитента на фондовых рынках через биржи, нацеленный на продажу выпущенных ценных бумаг для привлечения финансовых ресурсов. Фондовый рынок – это совокупность экономических отношений, возникающих между его участниками по вопросу размещения и обращения ценных бумаг. Ценные бумаги, которые обращаются на фондовом рынке, являются его инструментами. Для корпорации интерес представляют основные первичные ценные бумаги, которые торгуются на первичном фондовом рынке. В их основе лежат имущественные права на какой-либо реальный актив.

На первичном рынке корпорация проводит размещение своих ценных бумаг и продает их первым инвесторам. Однако это не означает, что вторичный рынок не представляет интереса для корпорации. На вторичном рынке происходит оборот ценных бумаг между инвесторами, соответственно, в зависимости от объема спроса на ценную бумагу ее цена изменяется от номинала. Решение о покупке или продаже ценной бумаги принимается инвесторами на основе ана-

лиза деятельности компании, оценки ее состояния и перспектив, и, совершая операции с ценными бумагами на вторичном рынке, участники торгов отражают инвестиционную привлекательность корпорации.

Выход на фондовый рынок и использование его инструментов означают высокий уровень корпоративного управления компании и эффективность ее деятельности, потому что это довольно сложный процесс, который требует больших ресурсов и участия со стороны бирж и инвестиционных банков. Кроме того, инвесторы должны быть хорошо осведомлены об успешной деятельности корпорации, чтобы приобрести ее ценные бумаги.

В мировой практике выделяются два основных способа привлечения капитала на фондовом рынке: доленое и долговое финансирование, которые представлены в форме расширения акционерного капитала и выпуска облигаций соответственно [1, с. 16; 28, с. 47]. В случае доленого привлечения денежных ресурсов компания выходит на фондовый рынок, выпуская свои акции, которые представляют собой часть собственного капитала. Компания проводит эмиссию корпоративных облигаций при финансировании заемного капитала. Они закрепляют право ее владельца на получение от эмитента в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или другого имущественного эквивалента.

В мировой практике основной формой привлечения собственного капитала является размещение акционерного капитала на фондовом рынке и последующее его расширение. Популярность эмиссии акций обуславливается тем, что капитал привлекается на неопределенный срок и без обязательств по возврату. Когда корпорация принимает решение впервые выпустить акции в обращение и войти на фондовый рынок, она совершает первичное публичное размещение акций.

Initial public offering (IPO) – это первая продажа акций, выпущенных компанией для широкой публики. IPO является многоуровневым и сложным процессом, после которого компания из частного владения переходит в публичное, а также получает денежные ресурсы для дальнейшего развития. Первичное публичное размещение акций помимо привлечения дополнительных средств в уставной капитал и диверсификации структуры корпоративного финансирования имеет ряд преимуществ: повышение уровня финансовой стабильности, упрощение процесса привлечения инвестиций, снижение стоимости капитала, развитие корпоративного управления и прозрачности внутренних процессов, а также улучшение имиджа компании.

По мере своего развития корпорация, акции которой уже торгуются на фондовом рынке, может совершить дополнительный выпуск акций – Secondary public offering (SPO). Акции могут быть как обыкновенными, так и привилегированными. Обыкновенные акции играют важную роль в формировании уставного капитала акционерного общества. Они наделяют собственника данной акции правом голоса на собраниях акционеров при принятии решений.

Привилегированные акции наряду с обыкновенными акциями образуют уставной капитал акционерного общества. Однако владелец привилегированной акции имеет приоритетное право на получение дивидендов, что привлекает большинство инвесторов. Корпорация обычно распределяет оставшуюся прибыль за отчетный период между держателями привилегированных акций, чтобы повысить инвестиционный климат корпорации [42, с. 51]. Еще одним значительным фактором, который подталкивает компанию к размещению привилегированных акций, является намерение сохранить стабильность в соотношении между заемным и собственным капиталом, не увеличивая при этом число голосующих акционеров [32, с. 85]. В основе данного механизма лежит специфика привилегированных акций, которая заключается в том, что владельцы таких акций не обладают правом голоса в общих случаях на собраниях акционеров.

Выпуск облигаций на фондовом рынке является долговой формой корпоративного финансирования с помощью инструментов рынка ценных бумаг и достаточно сильно отличается от выпуска акций.

Облигация – это ценная бумага, которая фиксирует долговое обязательство на возвращение вложенных денежных средств в определенное время. Данная ценная бумага также содержит право ее владельца на получение определенного процента от номинальной стоимости облигации. Когда срок действия облигации истекает, процентные платежи прекращаются, и первоначальные инвестиции возвращаются.

Основой для эмиссии облигаций, как и для получения кредита, является платежеспособность компании, так как чтобы выпускать долговые ценные бумаги корпорация должна иметь постоянный потенциал дохода. Поэтому компания прибегает к эмиссии корпоративных облигаций, когда в состоянии обеспечить выпуск данных ценных бумаг своим будущим ростом. Другими причинами для использования этой формы корпоративного финансирования может быть стремление собственников сохранить текущую структуру корпоративного управления и ситуация, когда объем привлекаемых финансовых ресурсов превышает размер уставного капитала [54, с. 117].

Облигации и банковские кредиты являются заемным капиталом корпорации и составляют совокупные обязательства. В этой связи следует заметить, что право на эмиссию облигаций может быть предоставлено только организациям, отвечающим требованиям кредитоспособности. Однако облигации обладают рядом преимуществ по сравнению с кредитами. В первую очередь стоимость заемных средств на фондовом рынке ниже, чем стоимость банковского кредита. Выпуская облигации, корпорация привлекает большое количество инвесторов в том время как в случае кредита присутствует только один заемщик. Также облигации предоставляют возможность компании привлечь инвестиции в большем объеме и на больший срок, чем кредит.

Если же проводить сравнительный анализ облигационного займа и эмиссии акций, то выпуск облигаций содержит ряд привлекательных черт для предприятия-эмитента: посредством их размещения оно может мобилизовать дополнительные ресурсы без угрозы вмешательства их держателей-кредиторов в управление финансово-хозяйственной деятельностью заемщика [30, с. 34].

Независимо от эмиссии того или иного вида ценных бумаг, цель данного процесса всегда заключается в привлечении капитала. Однако главной особенностью использования фондового рынка в качестве источника финансирования является то, что размер и стоимость капитала могут регулироваться компанией через определенные рычаги, но в то же время, данные показатели могут изменяться под влиянием других факторов, на которые компания не может воздействовать. К данным факторам относятся, например, рыночные настроения инвесторов, которые могут недооценить или переоценить компанию, что повлияет на ее структуру капитала. Поэтому процесс эмиссии ценных бумаг готовится очень тщательно каждым предприятием для того, чтобы уменьшить стоимость капитала и увеличить объем привлекаемых средств.

Важность детальной подготовки к эмиссии ценных бумаг можно показать на примере проведения IPO, где средний срок между принятием решения о первоначальном публичном размещении акций и началом биржевых торгов составляет около двух лет [9, с. 9]. Такой большой период времени необходим корпорации для того, чтобы проработать важные аспекты корпоративного управления, юридической структуры и повысить популярность на рынке, где будет проводиться публичное размещение.

Процесс IPO разделяется на три этапа [16, с. 162]:

1. Предварительная работа корпорации по проведению изменений внутри компании и подготовке всех необходимых документов;
2. Процесс выхода на биржу: начало торговли акциями компании на бирже;
3. Работа с инвесторами после размещения ценных бумаг на фондовом рынке.

На этапе подготовки корпорации к IPO необходимо начать регулярно готовить финансовую отчетность и разработать план первичного публичного размещения акций (рисунок 1.3, с. 17). Одним из ключевых решений в процессе подготовки корпорации к IPO является выбор инвестиционного банка. Он будет выступать основным советником эмитента и осуществлять функции андеррайтера, то есть проводить оценку компании и регулировать процесс размещения акций корпорации на бирже. Разработка проспекта эмиссии, который является главным рекламным инструментом и должен содержать всю необходимую для инвесторов информацию о корпорации, включает общие сведения об эмитенте, отчетность о финансовом состоянии эмитента за

последние несколько лет, данные о параметрах и правах нового выпуска эмиссионной ценной бумаги. Параллельно основными процессами подготовки корпорации к IPO проводятся встречи с инвесторами для рекламы компании с целью убедить их в будущем приобрести акции, начинается аудиторская проверка и формализация всех управленческих процессов.



Рисунок 1.3 – Стандартный план IPO [9, с. 16]

Прежде чем переходить ко второму этапу IPO корпорации вместе с инвестиционным банком требуется определиться с биржевой площадкой, ценой размещения и размером пакета акций. Также большую роль играет правильный выбор момента выхода на рынок, так как при неблагоприятной динамике на рынке IPO компания может привлечь намного меньше денежных ресурсов, чем планировалось. После согласования всех вышеперечисленных аспектов IPO объявляется открытым и начинаются торги на бирже.

Таким образом при выпуске определяется номинал акции, однако компания продаёт их по рыночному курсу. И если на эти акции есть достаточно высокий спрос, то, как правило, курс размещения акций будет выше номинала. И тогда компания продает акции дороже их номинала, что формирует дополнительно оплаченный капитал. Это является как преимуществом такого вида корпоративного финансирования, так и создает дополнительные риски. Поэтому, чтобы получить максимальную выгоду от фондового рынка, компании требуется не только определить цель и формат эмиссии ценных бумаг, но и

наиболее точно оценить эффективность выпуска ценных бумаг, учитывая рыночные условия, внешние и внутренние факторы.

В итоге, чтобы корпорация эффективно функционировала и следовала разработанной стратегии развития, ей необходимо иметь хорошо работающий механизм корпоративных финансов. Неотъемлемой частью этого механизма является корпоративное финансирование, основной задачей которого является соблюдение баланса в структуре между совокупными обязательствами и собственным капиталом.

Данный баланс достигается рациональным выбором источников финансирования, в которых на сегодняшний день фондовый рынок занимает ключевое место. С помощью фондового рынка корпорация привлекает свободный капитал, собственники которого готовы предоставить его за определенную плату. Подобное привлечение свободных финансовых ресурсов является обоюдовыгодным и основной площадкой для проведения данных операций является фондовый рынок.

Финансовые ресурсы, привлеченные с рынка ценных бумаг, подразделяются на долевые и долговые, что позволяет корпорации с помощью фондового рынка увеличивать как уставной, так и заемный капитал. Увеличение уставного капитала с помощью выпуска акций корпорации позволяет не только привлечь значительные денежные средства, но и требует от компании улучшения корпоративного управления, унификации финансовых процессов и постоянной работы над ее имиджем, что только улучшает деятельность корпорации и повышает ее инвестиционный климат. Большое количество видов ценных бумаг, как главного объекта фондового рынка, отражает многообразие рыночных отношений, которые может использовать компания для корпоративного финансирования.

В итоге можно выделить ряд общих преимуществ, которыми обладает корпоративное финансирование с использованием инструментов фондового рынка перед другими формами привлечения денежных ресурсов: диверсификация источников корпоративного финансирования, возможность привлечения большего объема денежных средств, в сравнении с ресурсами, которые готов предоставить единичный инвестор, отсутствие строгой целевой направленности расходования привлеченных средств, а также формирование публичного кредитного рейтинга эмитента, что приводит к удешевлению заимствований и повышению инвестиционной привлекательности. Однако, чтобы заполучить все преимущества привлечения средств от эмиссии ценных бумаг, компании требуется максимально точно определить эффективность данного процесса.

1.2 Эффективность эмиссии ценных бумаг компаний на мировых фондовых биржах и подходы к ее оценке

За последние десятилетия экономического развития, проведение IPO, SPO и эмиссии корпоративных облигаций стали самым распространённым методом корпоративного финансирования для компаний. Однако, по причине отсутствия точного количества привлекаемых финансовых ресурсов, сложного и дорогостоящего процесса подготовки и отсутствия гарантий на получение положительного результата, процесс эмиссии ценных бумаг следует рассматривать с точки зрения его эффективности. Данную проблематику можно проанализировать с позиции трех главных участников процесса эмиссии [10, с. 146]:

1. С позиции компании-эмитента основными показателями, которые будут учитываться при эмиссии ценных бумаг, являются объем и стоимость привлекаемых средств, а также косвенное влияние данного процесса на операционную деятельность самой компании;

2. Инвесторы, в свою очередь, вкладывают собственные денежные средства в компанию для увеличения капитала. В некоторых случаях это совпадает с целью получения контроля над компанией. В любых обстоятельствах эффективность будет учитывать прибыльность купленной ценной бумаги;

3. С точки зрения андеррайтеров, которыми традиционно являются инвестиционные банки, эффективность выпуска будет включать в себя оценку успешности используемой стратегии и объем привлеченных средств, потому что инвестиционные банки получают часть ценных бумаг за предоставление услуг андеррайтера.

Приоритеты, которые расставляют стороны процесса выпуска ценных бумаг, пересекаются в определенных местах. Однако, целью, которую хочет выполнить каждая сторона и, которая обладает первостепенной важностью для всех участников, является стремление к максимизации стоимости ценной бумаги компании на бирже. Остальные приоритеты основных участников в свою очередь дополняют друг друга и создают баланс интересов, который поддерживается андеррайтером. В этих условиях оценка эффективности выхода на биржу с точки зрения компании является наиболее широкой и охватывает интересы иных сторон процесса.

Исходя из того, что результат эмиссии не является полностью контролируемым, существует множество факторов, которые влияют на эффективность выпуска. Однако главные подходы при оценке эффективности основываются в первую очередь на видимых показателях, которые компания может изменять. После оценки управляемых факторов, влияющих на эффективность, подходы

оценки могут совершенствоваться с помощью добавления дополнительных внешних элементов.

Следует разделить оценку эффективности эмиссии ценных бумаг по видам выпуска. IPO, SPO и выпуск корпоративных облигаций, так как основные подходы при оценке выпуска данных видов ценных бумаг структурно отличаются. Также следует провести разбивку методов по времени, когда проводится оценка: до эмиссии ценных бумаг или после. Это разделение является ключевым в общей теории оценки эффективности выпуска ценных бумаг, потому что при проведении оценки до выхода компании на биржу основная цель исследования заключается в проверке целесообразности данного процесса для компании, в то время как проведение оценки через определенный период времени после момента выпуска ценных бумаг компании на биржу лишь констатирует факт успешности или неуспешности эмиссии ценных бумаг.

Проведение работы по исследованию целесообразности проведения эмиссии ценных бумаг заключается в применении подходов, которые основываются на стоимости привлекаемого капитала. При предварительной оценке IPO концепция стоимости капитала является ключевой. Так как процесс первичного публичного размещения ценных бумаг является для корпорации дорогостоящим и длительным процессом. На организацию IPO компания тратит от 5% до 20% от общего объема привлекаемых финансовых ресурсов [15, с. 172]. Эти данные подтверждают теорию о том, что только компании, обладающие объемом свободных денежных ресурсов и выстроившие эффективную систему корпоративного финансирования без инструментов фондового рынка, обладают возможностью успешно организовать процедуру первичного размещения акций [5, с. 56].

Стоимость IPO можно изменять в тех аспектах, где существует возможность снизить затрачиваемые ресурсы. К таким переменным относится оплата услуги инвестиционного банка по андеррайтингу, которая начисляется как процент от объема привлеченных инвестиций или как обязательство банка выкупить часть приобретенных ценных бумаг по фиксированной стоимости. Параллельно существуют постоянные издержки, которые компания несет в связи с эмиссией акций на бирже. Данные затраты включают в себя государственные пошлины, выплаты и взносы на процесс эмиссии, вознаграждение биржи и оплату услуг других профессиональных участников рынка ценных бумаг. Кроме единовременных издержек в процессе выпуска, существуют и ежегодные расходы на аудит, раскрытие бухгалтерской информации, биржевые сборы. Многие из этих расходов растут непропорционально размеру компании и потому более обременительны для малых субъектов [67, с. 273]. Подобные издержки можно изменить, например, при помощи смены юрисдикции, где изначально планировалось проведение эмиссии ценных бумаг. Однако, такой фактор полностью меняет концепцию IPO.

Требования к раскрытию информации создают косвенные издержки для предприятия в отношении ее конкурентоспособности на рынке. Конфиденциальная корпоративная информация может являться главным фактором конкурентного преимущества корпорации. Соответственно частичное или полное раскрытие этих данных при выходе компании на биржу делает ее уязвимой и снижает возможности снижения налоговых выплат [75, с. 13].

Принимая во внимания затраты на андеррайтинг, маркетинг, внедрение международных стандартов отчетности, которое влияет на стоимость привлекаемого капитала требуется определить средневзвешенную стоимость капитала *weighted average cost of capital (WACC)*, которая рассчитывается по формуле (1.1), до и после размещения акций с целью оценки финансовой целесообразности выпуска ценных бумаг.

По причине того, что IPO делает структуру капитала более надежной и повышает способность компании привлекать инвестиции и снижает их стоимость, следует определить, что эмиссия акций является эффективной если стоимость привлеченных средств будет ниже, чем средневзвешенная стоимость капитала до первичного публичного размещения акций.

$$WACC = \frac{D}{D+E} r_D * (1 - t_c) + \frac{E}{D+E} r_E \quad (1.1)$$

где:

D – процент заемного капитала в общем объеме капитале;

E – процент собственного капитала в общем объеме капитала;

r_D – стоимость заемного капитала;

r_E – стоимость собственного капитала;

t_c – ставка налога на прибыль.

Применение данного подхода проводится в три шага:

1. Определение WACC до выпуска акций;
2. Расчет стоимости полученных инвестиций в ходе IPO;
3. Сравнение средневзвешенной стоимости капитала до эмиссии акций и стоимости привлеченных финансовых ресурсов.

WACC – это доходность, которую компания должна получить, чтобы покрыть проценты по заемному капиталу и ожидания доходности по собственному капиталу. Следовательно, повышение средневзвешенной стоимости капитала в ходе эмиссии повышает затраты компании на капитал и требует от нее увеличение доходности. В случае, если стоимость IPO, которая вычисляется как процентная доля всех затрат на подготовку процесса IPO и комиссий к общему объему привлеченного капитала, окажется выше WACC компании до размещения акций на бирже, то эмиссия ценных бумаг является экономически нецелесооб-

разной. В это же время выпуск акций со стоимостью эмиссии ниже средневзвешенной стоимости капитала до размещения ценных бумаг, будет является эффективным для предприятия.

Таким образом, при подходе оценки эффективности IPO с помощью применения средневзвешенной стоимости капитала, требуется воспринимать стоимость привлекаемых средств как минимальный уровень дохода, который должна получить компания, используя привлеченные инвестиции.

Данный метод оценки целесообразности эмиссии ценных бумаг непосредственно до самого выпуска может использоваться не только для исследования эффективности IPO, но также может применяться к другим видам ценных бумаг. Так же следует отметить, что данный подход не является исчерпывающим в общей теории оценки эффективности эмиссии ценных бумаг. Причиной является то, что данный метод не учитывает экономические явления, которые происходят в ходе эмиссии ценных бумаг. Например, получение добавочной стоимости *economic value added (EVA)*, которая рассчитывается по формуле (1.2):

$$EVA = CE * (ROCE - WACC) \quad (1.2)$$

где:

CE – инвестированный капитал;

ROCE – доходность инвестированного капитала;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала.

Подход к оценке, включающий добавочную стоимость капитала, основан на идее о том, что настоящая прибыльность возникает тогда, когда компания создает дополнительное богатство для инвесторов, и что деятельность компании должна приносить доход выше стоимости капитала. Расчет EVA применяется при процедуре количественной оценки того, приносят ли инвестиции достаточно денежных средств или реальной прибыли, чтобы компания могла считать эмиссию ценных бумаг успешной. Если результатом расчета является отрицательная EVA, это указывает на то, что компания не создает ценности за счет средств, привлеченных в ходе размещения ценных бумаг. Однако, если расчет представлен положительной EVA, это указывает на то, что компания извлекает выгоду из вложенных средств.

Таким образом, оценка эффективности с использованием WACC является стандартным подходом, который не учитывает другие факторы и не всегда отражает реальность. Использование добавочной стоимости расширяет возможности базового подхода. Например, в случае, когда эмиссия ценных бумаг привлекает капитал, который обеспечивает EVA на уровне выше средней добавочной стоимости предприятий в отрасли, то выпуск ценных бумаг будет является эффек-

тивным для корпорации, хоть и стоимость привлеченного капитала может превышать WACC компании до выхода на биржу [15, с. 188].

Следующим способом оценки эмиссии ценных бумаг является анализ на основе уже прошедшего выпуска. Данный подход является более точным по сравнению с предварительной оценкой, так как он берет за основу настоящие, а не предполагаемые данные. В это же время, цели являются разными у подходов оценки эффективности эмиссии ценных бумаг до выпуска и после. В первом случае, задача стоит в том, чтобы дать ответ на вопрос о целесообразности выхода на биржу. Во втором случае, компания хочет проанализировать степень успешности процесса выпуска и сделать определенные выводы для последующего их применения в будущих размещениях на бирже.

Существуют множество событий, которые происходят в первые дни реализации ценных бумаг компании на рынке. Данные феномены требуется исследовать для понятия успешности эмиссии. Одним из таких событий является феномен первоначальной недооценки IPO, который заключается в том, что размещение акций происходит по заниженным ценам, которые не соответствуют реальной рыночной стоимости компании, что приводит к существенному росту цен на акции в первый день торгов.

Основной причиной такой аномалии является то, что произошла недооценка стоимости компании инвестиционным банком по сравнению с ее рыночной стоимостью [57, с. 245; 61, с. 102; 74, с. 317]. Это происходит в основном из-за неполноты информации у участников IPO. Инвесторы владеют абсолютной информацией о спросе на ценные бумаги эмитента, однако они недостаточно осведомлены о деятельности самой компании. В это же время предприятие полностью контролирует свои внутренние процессы и имеет возможность их анализировать, но собственникам не хватает данных о настроениях инвесторов. Такая асимметрия информации объясняет феномен недооценки IPO в первые дни торгов [39, с. 356; 70, с. 210].

Для анализа недооценки IPO используются два показателя: первоначальная недооценка IPO и индекс изменения цены размещения price revision index (PVI), которые рассчитываются по формуле (1.3) и по формуле (1.4) соответственно:

$$UN = \frac{(Pc1 - Po)}{Po} \quad (1.3)$$

где:

UN – первоначальная недооценка IPO;

Pc1 – цена закрытия первого дня торгов;

Po – цена первичного размещения.

$$PRI = \frac{(Po - Pe)}{Pe} \quad (1.4)$$

где:

PRI – индекс изменения цены размещения;

Pe – ожидаемая цена размещения;

Po – цена первичного размещения;

Ph – верхняя граница ценового диапазона;

Pl – нижняя граница ценового диапазона.

Существует также определенная зависимость, которая рассчитывается на основе данных показателей: феномен частичного приспособления. Эта взаимосвязь заключается в то, что чем выше в среднем курс размещения по сравнению с серединой ценового диапазона, тем выше недооценка IPO [53, с. 249].

Подводя итог рассмотрения данного феномена со стороны его влияния на эффективность IPO, можно сделать вывод, что существование первоначальной недооценки акций в результате IPO выражается в их аномально высокой цене в первый день торгов. С одной стороны, данный феномен положительно влияет на финансы компании, так как цена реализации акции находится на уровне выше планируемого перед эмиссией. С другой стороны, весь процесс IPO ориентируется на заявленную стоимость акций. Комиссии андеррайтерам и другие выплаты в определенной степени зависят от цены реализации акций. Следовательно, феномен недооценки IPO снижает выгоду компании в относительном выражении.

Исследование эффективности выпуска корпоративных облигаций основывается на других показателях и имеет свою специфику по сравнению с оценкой IPO. В первую очередь, облигации не формируют стоимость компании и оказывают прямое воздействие на стоимость капитала. Однако, эмиссия данного вида ценных бумаг имеет косвенное воздействие на весь капитал предприятия. Например, эмиссия корпоративных облигаций влияет на динамику цен акций на фондовом рынке. Такой подход в оценке эмиссии корпоративных облигаций через призму их влияния на акции компании заключается в том, что облигации являются частью заемного капитала. Выпуск облигаций увеличивает объем заемного капитала, цена которого является более высокой по сравнению со стоимостью собственного капитала, следовательно, компании требуется тратить больше денежных ресурсов на обслуживание капитала, которые могли бы быть инвестированы в развитие компании, что в итоге снижает будущую стоимость акций компании [48, с. 148; 73, с. 555].

Исходя из вышесказанного, эффективность выпуска облигаций компании оценивается в основном с позиции влияния данного процесса на структуру и стоимость капитала самой компании. Выпуская облигации и полностью реализовыв-

вая эмиссию инвесторам, компания в любом случае получает планируемые денежные ресурсы. Это упрощает процесс оценки по сравнению с выходом компании на биржу. С другой стороны, эффективность размещения облигаций обладает косвенным эффектом, степень которого сложно оценить. Однако, определенно, эмиссия корпоративных облигаций увеличивает стоимость привлекаемого капитала для корпорации и уменьшает ее собственный капитал при нахождении компании в публичной собственности.

Таким образом, оценка эффективности эмиссии ценных бумаг является сложным и многогранным процессом, который требует комбинированного подхода различных теорий и методов для всеобъемлющего исследования степени успешности данного процесса. В целом оценку эффективности можно разделить по целям ее проведения: оценка целесообразности до эмиссии ценных бумаг и оценка фактических результатов. Данные методы частично основаны на реальных показателях, поэтому могут восприниматься как реальные значения. Однако, на процесс эмиссии ценных бумаг влияет множество различных внешних и внутренних факторов, которые не имеют количественно выражения. Следовательно, требуется использовать определенные подходы для оценки влияния данных факторов на эмиссию с целью внедрения результатов исследования в общую комбинацию оценки эффективности.

1.3 Факторы эффективности эмиссии ценных бумаг компаний на мировых фондовых биржах

Оценка эффективности эмиссии ценных бумаг заключается не только в исследовании экономической целесообразности выпуска, механизмов, реализующих размещение ценных бумаг, и предполагаемого влияния данного процесса на последующую деятельность компании, но также выход предприятия на биржу можно оценить с точки зрения сравнительного анализа факторов, влияющих непосредственно на ценообразование ценных бумаг компании [31, с. 29].

Факторы, которые влияют на эффективность эмиссии ценных бумаг компаний можно разделить по определенным группам [60, с. 8]:

1. Страновые факторы. Данная группа включает в себя факторы, которые изменяются в зависимости от местонахождения биржи. В основном данная группа формируется исходя из состояния инвесторов, которые действуют на этом рынке и которые напрямую подвержены изменениям в экономике страны. Также сюда могут относиться другие факторы, отражающие уникальные особенности той или иной страны, например в США сильно развито право защиты ин-

весторов, что требует от компаний затраты дополнительных ресурсов на соответствие законодательным требованиям;

2. Внутренние факторы компании. Данная комбинация факторов напрямую зависит от политики и действий самого эмитента, как главного игрока и инициатора процесса выпуска ценных бумаг. Инвесторы в первую очередь будут ориентироваться на поведение менеджмента и внутреннее состояние компании и уже потом на второстепенные факторы при оценивании стоимости предприятия;

3. Рыночные факторы. Баланс спроса и предложения и, следовательно, формирование равновесной стоимости ценной бумаги на фондовом рынке формируется из настроения и поведения инвесторов, которое периодически является очень нестабильным и иррациональным в связи с влиянием новостей, наличия чувства страха и жадности у инвесторов, а также возможной паники, что следует учитывать компании при выборе времени выхода на биржу.

Страновой анализ факторов, влияющих, на эффективность размещения ценных бумаг является популярным с точки зрения принятия решений о месте проведения эмиссии. К факторам из данной группы можно также отнести макроэкономическую ситуацию в стране. Например, более высокая процентная ставка приводит к более низкой стоимости дисконтированного будущего денежного потока, следовательно, к более низкой стоимости фирмы и меньшему объему IPO. При этом влияние реальной процентной ставки на объем IPO может отличаться в зависимости от многих факторов, например, от коэффициента задолженности компании, от уровня активности компании на рынке слияний и поглощений.

Высокие реальные процентные ставки приведут к более сильному дисконтированию будущих денежных потоков, следовательно, компании будут с меньшей долей вероятности выходить на IPO. Однако при низких реальных процентных ставках есть преимущества в ожидании, что процентные ставки должны быть повышены до более выгодных уровней [30, с. 6].

В то же время фирмы с высоким коэффициентом задолженности будут склонны проводить IPO в условиях высоких процентных ставок. В основе данного аргумента лежит тот факт, что фирмы с высоким коэффициентом задолженности не желают платить высокие процентные ставки своим кредиторам, и тогда IPO выступает в качестве замены источника инвестиций [51, с. 22].

С другой стороны, объем IPO будет сокращен при низких процентных ставках в связи с увеличением числа приобретений среди фирм. Количество приобретений выше при низкой процентной ставке, поскольку приобретающие фирмы могут использовать большие суммы долга для финансирования приобретения, а компании, являющиеся, целевыми для приобретений не будут проводить

ИРО. То есть существует обратная положительная связь между номинальной процентной ставкой и объемом ИРО [59, с. 8].

Помимо влияния процентной ставки, объем ИРО имеет тенденцию колебаться в зависимости от делового цикла, измеряемого ростом ВВП или ростом промышленного производства. Данная теория утверждает, что экономический рост влияет и увеличивает спрос на капитал и, следовательно, приводит к тому, что все больше фирм становятся публичными благодаря ИРО.

Данный феномен можно описать следующим образом: когда возникают возможности для новых инвестиций, у большего числа фирм повышается спрос на капитал, и, следовательно, больше фирм будут использовать эти возможности. Косвенно, капитал будет положительно коррелировать с потенциальным будущим ростом инвестиций в экономику в целом и одновременным ростом компаний, которые становятся публичными через ИРО. Другими словами, предполагается, что объемы ИРО определяются колебаниями общего спроса на капитал со стороны частных фирм. По мере развития экономики компании будут требовать дополнительного капитала для финансирования своего будущего расширения и роста [63, с. 329].

Таким образом, для компаний выпуск акций имеет положительную связь с бизнес-циклами, а выпуск долговых обязательств имеет отрицательную связь с бизнес-циклами. То есть спрос на капитал положительно влияет на объем ИРО. Компании, как правило, чаще выпускают акции в фазе экономического роста.

Другим страновым фактором, который влияет на эмиссию акций в разрезе, рассмотренного ранее феномена недооценки ИРО, является уровень вмешательства государства в экономику. Чем выше степень вмешательства со стороны государства, тем быстрее устанавливается фиксированная цена предложения и тем более рискованную деятельность ведет компания. Стоит также отметить, что для развитых стран в среднем характерна недооценка в размере 10-15%, в то время как в развивающихся экономиках фиксировались значения выше 60%, что может быть объяснено политическими факторами [69, с. 274]. Также это связано с тем, что в развивающихся странах существует более высокая асимметрия информации в совокупности с низким уровнем правовых институтов в сфере защиты прав инвесторов. Эти факторы вместе с высоким уровнем государственного контроля повышают первоначальную недооценку ИРО [36, с. 1298].

Определенно, уровень коррумпированности государства также имеет значительное влияние на степень недооценки акций компании. В странах с высоким уровнем коррупции статистически защита прав инвесторов и уровень доверия населения к финансовым институтам характеризуются низкими показателями, что сказывается на уровне приемлемого риска, который в свою очередь повышает премию за риск и отражается на первоначальной недооценке ИРО [52, с. 543].

Таким образом, особенности экономики и внутренних процессов той или иной страны напрямую влияет на динамику рынка ценных бумаг и, соответственно, на эффективность эмиссии. Страновые факторы тесно переплетены друг с другом, и одно и то же экономическое событие может как увеличить эффективность выпуска ценных бумаг для одной компании, так и снизить данный показатель для другого предприятия. Следовательно, страновые факторы требуется рассматривать в совокупности с другими группами факторов.

Внутренние процессы компании, которые влияют на эффективность выхода предприятия на биржу в основном связаны с деятельностью самой компании. Эти показатели можно оценить, так как они имеют количественное выражение. Что касается факторов, которые не имеют числового выражения, но влияют на компанию, то существуют ряд способов и теорий для их оценки.

Теория управленческого конфликта утверждает, что руководство компании является основной причиной занижения цен ценных бумаг при их выпуске. В своей основной форме теория конфликта менеджеров утверждает, что руководство создает чрезмерный спрос на акции IPO, чтобы гарантировать, что собственник может продать свои активы по более высокой цене. В качестве альтернативы руководство допускает занижение цены, чтобы обеспечить наличие большого количества покупателей акций. Это означает, что в результате IPO не появятся крупные акционеры, которые могут быть заинтересованы в смене руководства [40, с. 2].

Также существуют важность личностных характеристик топ-менеджеров компаний для инвесторов, которые собираются осуществить выход на биржу. Согласно исследованиям, фондовый рынок в среднем предпочитает, чтобы генеральным директором был мужчина в возрасте около 49 лет и имеющий опыт работы в отрасли. Ценной характеристикой генерального директора является тот факт, что он входит в совет директоров других компаний, при этом меньше внимания уделяется его опыту работы на государственной службе [71, с. 20].

Последней, но не менее важной группой факторов являются рыночные условия, в которых компания осуществляет эмиссию ценных бумаг. Для успешного проведения эмиссии ценных бумаг необходимо учитывать сложившиеся рыночные условия и определить время выхода на рынок. Например, эффективные фондовые рынки, которым свойственна высокая ликвидность и низкие издержки использования капитала, характеризуются меньшей величиной недооценки [56, с. 449].

Также существует вероятность, что компании будут откладывать эмиссию акций, если они полагают, что их акции в момент выпуска будут недооценены. В случае, если на рынке существует тренд на продажу ценных бумаг, то данное настроение может снизить стоимость компании и, следовательно, эмиссия ценных бумаг может быть отложена до изменения настроения на рынке.

Часто индекс фондового рынка используется для определения того, какое время выпуска ценных бумаг предпочтительнее. Выпуск акций через IPO более распространен, когда индекс фондового рынка растет, следовательно, цена акций растет. В связи с этими обстоятельствами большинство компаний считают оптимальным использовать эмиссию собственного капитала при увеличении индекса фондового рынка. В соответствии с этим, в периоды снижения индекса фондового рынка корпорации, как правило, считают себя недооцененными, и объем IPO будет уменьшаться [59, с. 12]. Так же существует значительная положительная взаимосвязь между индексом фондового рынка и объемом IPO [62, с. 180]. В дополнение к этому, решение о выходе на биржу может подвергнуться влиянию параллельной эмиссии ценных бумаг другими крупными компаниями.

Еще одно явление, называемое кластеризацией IPO, оказывает огромное влияние на решение фирмы стать публичной через IPO или найти другую альтернативу финансирования. Кластеризация IPO является результатом того, что фирмы извлекают выгоду из информации об эффективности более ранних IPO, которая используется для получения знаний о настроениях инвесторов и рыночном тренде. Рыночные настроения создают кластеры IPO в зависимости от времени выхода компаний на биржу. Данные кластеры создаются и закрываются в момент изменения рыночного тренда [55, с. 375]. Когда экономические перспективы благоприятны, количество IPO увеличивается, поскольку инвестиционные возможности улучшаются, и больше потенциальных инвесторов могут инвестировать через IPO. Поскольку эти потенциальные инвесторы не всегда проводят всесторонние исследования каждой фирмы, которая проводит IPO, они могут инвестировать свои средства в фирмы, которые используют преимущества текущей кластеризации IPO. Даже если у этих фирм может не хватить потенциала или управленческих навыков для успешного проведения IPO без сопровождения, они, тем не менее, могут добиться успеха, если другие, более качественные фирмы добьются успеха в своем IPO. Информация о качественных фирмах распространяется, и затем инвесторы продолжают вкладывать средства, потому что они думают, что каждое IPO – это потенциальный прирост капитала [76, с. 207].

Таким образом, когда предприятие выходит на биржу, оно получает два основных преимущества. Во-первых, увеличивается ликвидность фирмы и улучшается способность погасить некоторые текущие обязательства. Во-вторых, более высокая ликвидность также дает фирме больший потенциал для новых инвестиций и увеличения роста компании [41, с. 437]. Эти преимущества являются двумя основными причинами, по которым предприятия становятся публичными. Следовательно, существует несколько других переменных, которые влияют на решение об этом. Эти факторы, влияющие на решение о проведении IPO, можно разделить на три подкатегории: страновые, внутренние и рыночные. Важно понимать, что большинство фирм, которые хотят добиться успеха в своем IPO,

должны учитывать все группы факторов при принятии такого важного решения. Собственные внутренние условия компании в сочетании с внешними переменными могут иметь жизненно важное значение. Страновые и рыночные факторы, больше фокусируется на общих событиях, которые не являются специфичными для каждой компании, а являются общими для всей страны или отрасли, в которой работает предприятие. Эти факторы не всегда являются решающими причинами, по которым фирмы осуществляют IPO, однако они влияют на решение и могут дать данные для определения оптимального времени для проведения IPO.

ГЛАВА 2

ЭМИССИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИЙ НА МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ БИРЖАХ: ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ

2.1 Объем, динамика и структура эмиссии ценных бумаг по мировым фондовым биржам, типам ценных бумаг, отраслям эмитента

Когда компания приняла решение использовать фондовый рынок для корпоративного финансирования, то перед ней возникает ключевой вопрос данного процесса – это выбор площадки для проведения IPO, SPO или выпуска облигаций. Фирма может выбрать как отечественную площадку, так и зарубежную. В настоящее время в мировой экономике сформировалась структура глобальных рынков капитала, где корпорации могут привлекать финансовые ресурсы, в рамках которой различаются два типа фондовых бирж — глобальные и региональные [9, с. 42]. Они имеют свою специфику и отличаются друг от друга по рыночному охвату и характеру инвесторов, что дает компаниям свободу при принятии решения о выборе фондовой биржи.

Глобальные биржи характеризуются высокой капитализацией и объемами торгов. На них торгуются ценные бумаги предприятий со всего мира. Региональные биржи специализируются на конкретном регионе или стране, они доминируют в локальной экономической системе [13, с. 30].

Глобальные биржи представляют большой интерес для крупных корпораций. Основной причиной преобладания глобальных бирж является теория сегментированных рынков капитала (International Capital Asset Pricing Model), согласно которой корпорация, располагающаяся в регионе, не интегрированном с другими рынками капитала, имеет более высокую стоимость капитала, так как все риски несут только внутренние инвесторы. Когда компания размещает ценные бумаги на глобальных площадках, риски разделяются иностранными инвесторами, и цена капитала, соответственно, снижается [41, с. 389].

Таким образом на глобальных биржах обращаются ценные бумаги самых известных и крупных компаний, и с помощью них вкладывают свои денежные ресурсы самые крупные инвесторы. Исходя из этого, именно на глобальных биржах формируются современные тенденции финансовых процессов во всем мире.

2020 год был наполнен множеством событий, которые повлияли на многие сферы экономики и заложили тренд эмиссий ценных бумаг на 2021 год. Для большинства экономических субъектов данные события носили негативный характер: пандемия и различные ограничения сильно отразились на результате де-

ятельности многих компаний и на доходах большого количества инвесторов. Но несмотря на это, фондовые индексы за год выросли, а многие компании успешно привлекли деньги и разместили свои акции на бирже через IPO. Так, в 2020 году на мировых фондовых биржах было проведено 1340 IPO, что является лучшим показателем с 2017 года. Суммарно эмитентами в 2020 году было получено 324,14 млрд. долл. США. Это абсолютный рекорд с 2010 года, когда компании привлекли финансовых ресурсов на сумму 299,1 млрд. долл. США. Прирост числа IPO по сравнению с 2019 годом составил 28,8%. Рост количества эмитентов не наблюдался с 2019 года. Денежные средства, привлеченные с фондовых рынков, также показали прирост в 59,2% за год. Таким образом средний размер IPO вырос на 21,5% и составил 184,7 млн. долл. США. (рисунок 2.1). Бум IPO в США был вызван в первую очередь действиями Федеральной резервной системы, которая ввела ультранизкие процентные ставки и возобновила политику количественного смягчения, которая в итоге привела к вливанию больших денежных средств на фондовый рынок [58].

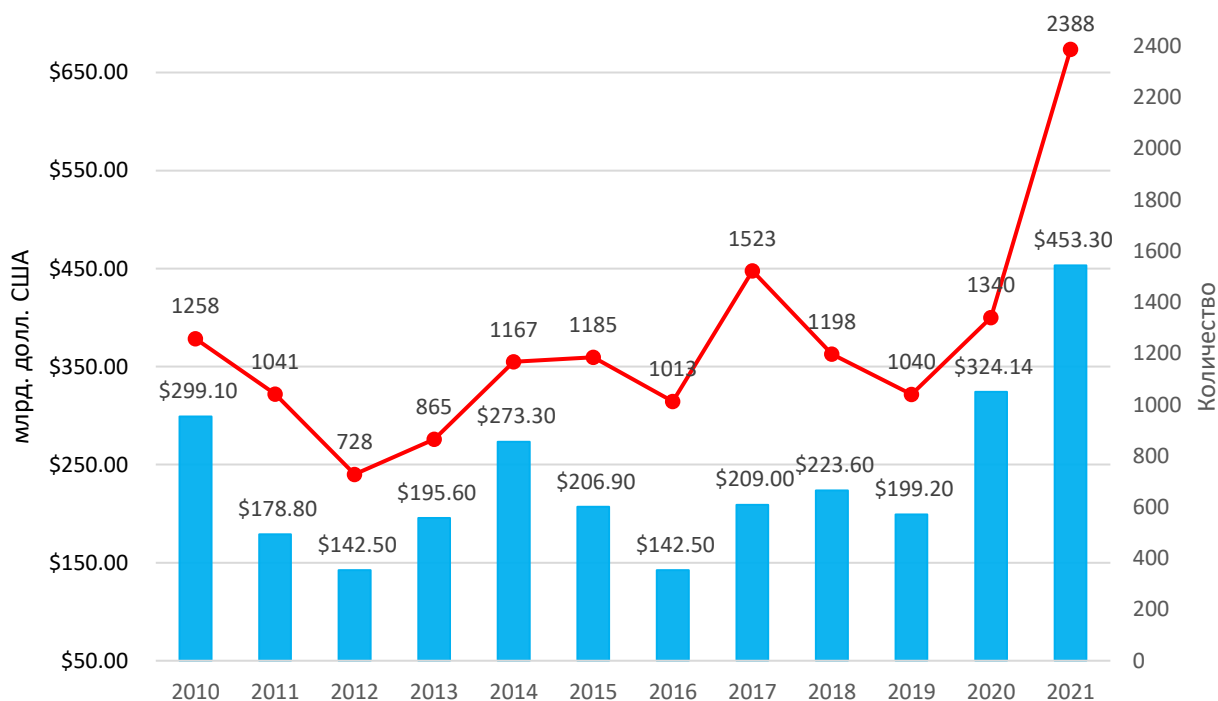


Рисунок 2.1 – Привлеченные инвестиции и количество IPO в мире, 2010-2021 гг., млрд. долл. США [35]

Пандемия в основном повлияла на динамику привлечения. В самом начале пандемии и наиболее стрессовые для экономики месяцы наблюдался спад в объеме. Объемы IPO, которые проводились в марте, в апреле оказались ниже соответствующих показателей прошлого года. Однако, с июня значения стали повышаться и достигли своего пика в декабре.

Рынки IPO в 2021 году оказались самыми активными за последние 20 лет. Рыночный оптимизм, вызванный начальным восстановлением экономики, внедрением вакцины против COVID-19 и растущей ликвидностью от государственных программ стимулирования, обеспечил сильный рост рынков капитала. Однако, в 4 квартале 2021 года данный тренд сменился с появлением нового штамма COVID-19 Omicron, сохраняющейся геополитической напряженностью, новой государственной политикой и правилами, а также повышенной волатильностью рынка, что способствовало снижению настроений при проведении IPO. Независимо от того, будут ли компании, планирующие IPO, менять тренд или продолжат проводить IPO в 2022 году, им необходимо будет удовлетворять потребности инвесторов через демонстрацию устойчивых стратегий роста и четко сформулированных планов эмиссий.

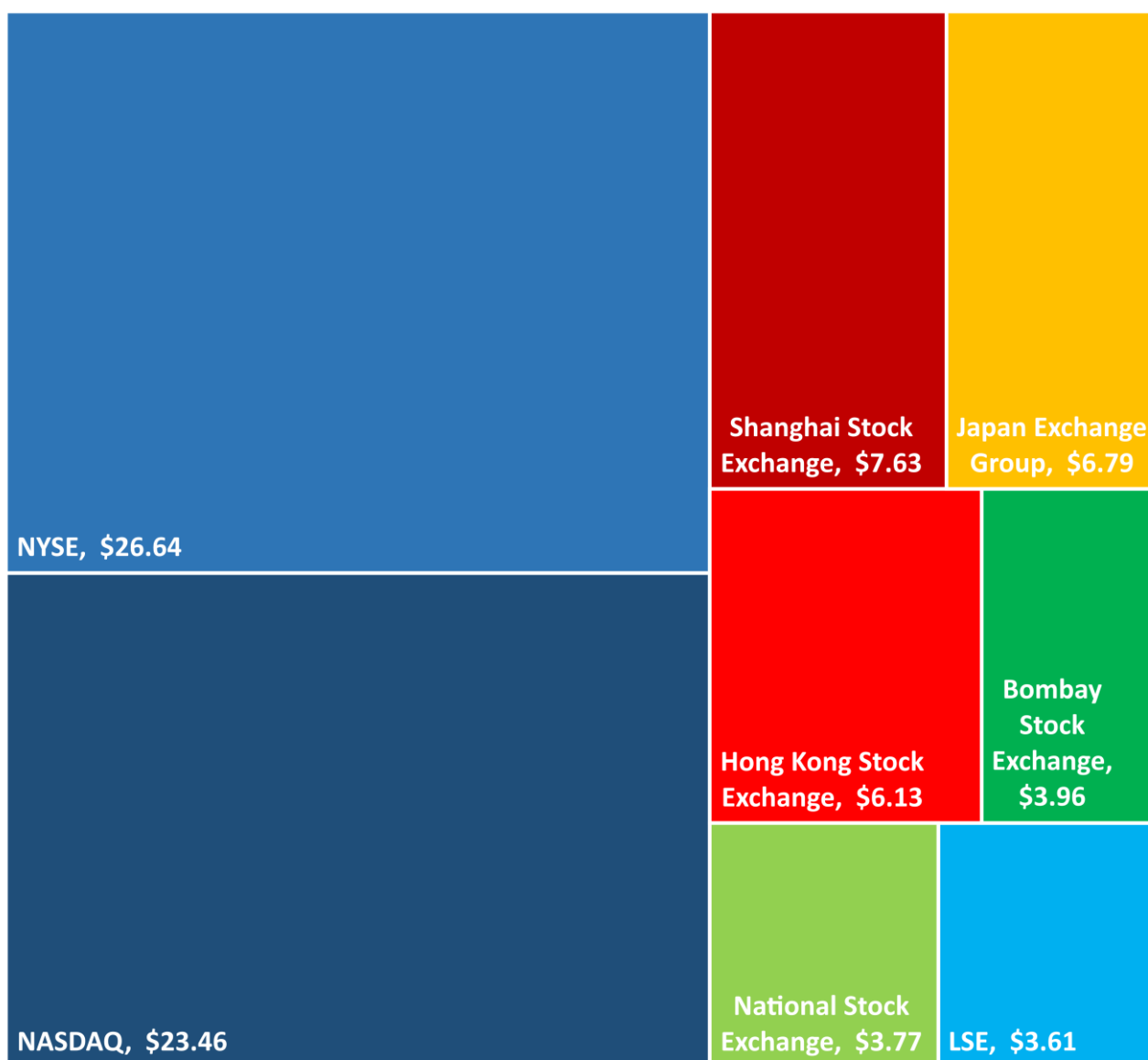


Рисунок 2.2 – Распределение инвестиций, привлеченных через IPO в 2021 году, по биржам, млрд. долл. США [68]

В 2021 году в мире прошло 2388 сделки IPO, привлечшими 453,3 млрд. долл. США. 2021 год стал самым активным годом для IPO за последние 20 лет. В годовом исчислении глобальная активность IPO выросла на 64% и на 67% по количеству сделок и выручке соответственно [35].

Биржи Европы, Ближнего Востока и Африки зафиксировали самый высокий прирост активности IPO среди всех регионов: 158% по количеству и 214% по выручке, что не отражает сдерживаемый спрос, потому что европейские рынки переживали Brexit и другие геополитические события [35]. США продолжают играть доминирующую роль в продвижении этого рекордно глобального года IPO, в то время как вклад Азиатско-Тихоокеанского региона был стабильным, но относительно скромным по сравнению с 2020 годом.

Первоначальный оптимизм в отношении внедрения вакцины против COVID-19, восстановление мировой экономики после резкого спада в 2020 году и достаточная ликвидность в финансовой системе благодаря государственным программам стимулирования были одними из ключевых факторов исключительной активности IPO в 2021 году. Технологические, удобные в использовании торговые платформы помогли привлечь новые группы розничных инвесторов. Оживленные фондовые рынки в США и некоторых частях Европы, а также компании желающие воспользоваться рыночным трендом роста – все эти факторы внесли свой вклад в рекордные показатели IPO в 2021 году (рисунок 2.2, с. 33).

Технологии, здравоохранение и промышленность возглавили IPO по секторам в 2021 году. В сфере технологий и здравоохранения в 2021 году было заключено рекордное количество сделок и существенно возрос объем выручки, что значительно превысило прежний рекорд, установленный в 2020 году. Также рост числа IPO в металлургической и горнодобывающей промышленности увеличил долю сектора материалов в мировом количестве сделок с 9% в 2020 году до 13% в 2021 году [35].

Кроме того, в 2021 году количество IPO unicorn, когда компания достигает стоимости в 1 млрд. долл. США, увеличилось более чем в два раза по сравнению с 2020 годом с 31 IPO unicorn за 31,6 млрд. долл. США в 2020 году до 79 IPO unicorn с выручкой в размере 83,0 млрд. долл. США [35].

Ужесточение надзора Китая за зарубежными листингами в сочетании с новыми руководящими принципами Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC) вызвало охлаждение в деятельности трансграничных IPO. Однако, США остаются главным местом проведения трансграничных IPO: 106 компаний решили разместить там акции. Появилось большее число европейских компаний, котирующихся на биржах США, с 14 IPO из 7 стран в 2020 году до 39 IPO из 12 стран Европы в 2021 году [35].

Что касается разделения по секторам, то на долю технологических компаний пришлось 26% всех глобальных IPO в 2021 году, которые привлекли 33% от

всех инвестиций. На компании, производящие программное обеспечение, включающее социальные сети, электронную коммерцию и игры пришлось 71% технологических IPO и 84% финансовых ресурсов. В сфере здравоохранения на подсектор биотехнологий пришлось 45% глобальных IPO и 43% инвестиций [35]. Пандемия COVID-19 ускорила рост подсекторов, где действуют фармацевтические компании, которые производят вакцины и диагностические средства, а также цифровое здравоохранение, например интернет-здравоохранение, большие данные, программное и аппаратное обеспечение.

Рынкам облигаций пришлось столкнуться с непростым 2021 годом, характеризующимся ростом инфляции, более неровным восстановлением экономики и началом ужесточения денежно-кредитной политики. Между тем, рост стоимости капитала, начавшийся в 2020 году, продолжался, и большую часть года наблюдался рост кредитования, хотя и более низкого качества.

Перспектива повышения процентных ставок, вероятно, станет наиболее значительным фактором, влияющим на рынки облигаций в 2022 году. В новом году Федеральная резервная система намерена начать сокращение покупок активов и начать серию повышений процентных ставок. Цель ФРС состоит в том, чтобы в конечном итоге повысить ставку по федеральным фондам, представляющую из себя ставку, по которой банки кредитуют друг друга и на которой основаны многие потребительские процентные ставки, с текущих 0%-0,25% до, вероятно, 1,25% к 2024 году. Первое из этих запланированных повышений ставок может произойти уже в июле 2022 года, но ФРС будет руководствоваться в первую очередь данными по инфляции и занятости, определяя политику процентных ставок [35].

В итоге мировой рынок IPO в 2010-х имел циклический характер без существенного роста или падения. В 2021 году рынок показал лучшие результаты за последние десятилетия. Такие годовые результаты мирового рынка IPO и региональных рынков в отдельности повлияли на всех участников фондового рынка.

2.2 Эффективность эмиссии ценных бумаг на мировых фондовых биржах

Стремительный рост фондовых рынков открывает перед компаниями широкие возможности для привлечения капитала. Одной из важнейших сфер управления финансами компании является выбор структуры источников финанси-

вания. Когда компания выпускает акции во время первичного публичного размещения, она привлекает капитал. Наиболее эффективно инвестиции с фондового рынка можно использовать для стимулирования новых проектов в развивающиеся отрасли, где ценности уже вложенных активов недостаточно, а доходность новых инвестиций находится на высоком уровне.

На решения о размещении компаний влияет конкуренция между фондовыми биржами за привлечение компаний на внутреннем рынке и из других стран, особенно с развивающихся рынков. Такая конкуренция в основном проявляется в соотношении между налоговыми и листинговыми условиями в надежде на наибольшую долгосрочную прибыль [43, с. 1184]. То есть биржи конкурируют между собой в первую очередь стоимостью капитала, так как именно этот показатель является базовым при оценке эффективности эмиссии ценных бумаг.

Компании, находящиеся в поиске новых рынков в условиях всеобщей глобализации, демонстрируют значительные качественные изменения в своем инвестиционном поведении. Основная тенденция, которая прослеживается на современном рынке эмиссии ценных бумаг, представляет собой увеличение количества размещений на зарубежных рынках. Например, многие европейские компании размещают свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE). Компании из стран с формирующимися рынками или экономиками, таких как Индия, Китай и Израиль, размещают свои акции на различных фондовых биржах в Европе, Азии и США [35]. При этом сегодняшнее поведение компаний-эмитентов определяется рядом факторов, оценка которых чрезвычайно сложна из-за различий в подходе эмитентов к престижу фондовой биржи, листинговым сборам, правилам и различным требованиям [37, с. 1778].

Таким образом, эффективность эмиссии ценных бумаг напрямую зависит от биржи, на которых размещаются акции или облигации компаний. Именно биржи формируют основные показатели, которые влияют на эффективность выпуска ценных бумаг: стоимость капитала, структуру инвесторов, страновые и рыночные факторы. Поэтому существует необходимость рассмотреть биржи различных стран и регионов в отдельности.

Главным показателем при оценке эффективности IPO на биржах является показатель недооценки IPO, так как он является базовым. Данные для его расчета находятся в открытом доступе, и по показателю недооценки IPO можно сделать первоначальный вывод об уровне эффективности IPO.

Данный показатель отличается на каждой мировой фондовой бирже. Исходя из этого, расчет недооценки IPO в комбинации со сведениями о базовых рыночных, страновых и внутренних процессах на рынке и в компании можно в полной мере оценить эффективность IPO и понять факторы, которые оказали влияние на данный показатель.

Фондовые биржи в США создаются как частные компании в форме акционерных обществ. Они имеют большую независимость при организации торговли. США не берут на себя никаких гарантий по обеспечению стабильности биржевой торговли и снижению риска торговых сделок. С одной стороны, это предоставляет определенную свободу бирже при действиях, направленных, на привлечение компаний. Однако, с другой стороны, отсутствие ограничений несет в себе дополнительные риски как для самой биржи, так и для компаний, ценные бумаги, которых обращаются на этих биржах [13, с. 30]. Иностранные корпорации имеют возможность зарегистрировать свои акции на фондовом рынке США посредством либо прямого листинга, либо через американские депозитарные расписки и глобальные депозитарные расписки.

В США находятся две крупнейшие биржи мира, на которых осуществляется торговля акциями самых крупных и известных мировых компаний. Это Нью-Йоркская фондовая биржа, которая представляет собой классическую централизованную площадку, и электронная биржа NASDAQ.

Нью-Йоркская фондовая биржа, рассматривая компанию и принимая решение о ее листинге, учитывает не только соответствие корпорации требованиям биржи, но и анализирует ее с точки зрения ее стратегической значимости для экономических интересов США: отразится допуск корпорации на фондовом рынке США позитивно или негативно на других американских компаниях и экономике США в целом. Также биржа рассматривает перспективы развития отрасли и рынков компании.

Вторая по величине фондовая биржа США NASDAQ представляет собой компьютерную биржу, на которой обращаются акции самых крупных корпораций технологического сектора. Биржа разделена на несколько уровней в соответствии с размерами корпораций:

1. Nasdaq National Market System — для крупных корпораций, которые являются флагманами американской экономики и имеют хорошую репутацию. Такими компаниями являются Microsoft, Apple, Amazon;
2. Nasdaq Small Cap Market — для менее крупных и известных компаний;
3. Over-the-counter Bulletin Board — для небольших и малоизвестных национальных, региональных и иностранных компаний. ОТС ВВ выбирают компании, которые не отвечают требованиям, предъявляемым к листингу на национальных биржах [9, с. 67].

В 2018 году была запущена Nasdaq Bond Exchange для корпоративных облигаций. Она предоставляет эффективную листинговую и торговую площадку для корпоративных облигаций и расширяет возможности для использования этого финансового инструмента.

Рынок IPO в Северной и Южной Америке достиг рекордно высокого уровня в 2021 году, когда 528 компаний привлекли средства на 174,6 млрд. долл. Эти цифры намного превышают последний рекорд, установленный в 2007 году по количеству сделок: 393 IPO и 88,2 млрд. долларов США в 2007 году, и рекорд 2014 года по выручке: 101,3 млрд. долларов США за 310 IPO [35]. В Северной и Южной Америке достаточная ликвидность в условиях низких процентных ставок, оживление потребительского доверия в результате широкомасштабного внедрения вакцин и подъем фондовых рынков — все это помогло вывести рынки IPO в США на самый высокий уровень за последние 20 лет. В Бразилии и Канаде также наблюдалась высокая активность IPO в 2021 году, причем в Бразилии наблюдался самый высокий уровень активности с 2007 года. Всплеск появлений новых публичных компаний был вызван высокими оценками, длительной низкой процентной ставкой и сильным интересом инвесторов к акциям. Приближаясь к 2022 году, сохраняется осторожный оптимизм в отношении того, что фондовый рынок останется с позитивным трендом.

IPO в США составили почти 80% сделок IPO. Тем не менее, рынки Бразилии и Канады также достигли рекордных уровней и составили около 10% от всех IPO в Северной и Южной Америке [35].

Для IPO в США 2021 год был самым активным за последние 20 лет как с точки зрения выручки, так и с точки зрения количества сделок: 416 IPO собрали выручку, близкую к 155,7 млрд. долларов США. IPO в США в 2021 году выиграли от сильных ценовых результатов. В то время как эти сделки принесли более 20% прибыли через месяц после ценообразования, показатели этих акций значительно снизились к концу года [35]. Состояние рынка IPO в США в 2022 году будет зависеть, по крайней мере частично, от продолжения укрепления цен и улучшения показателей вторичного рынка.

Что касается феномена недооценки IPO в рамках исследования оценки эффективности эмиссии ценных бумаг на американском фондовом рынке, то за последние 50 лет IPO в США показатель недооценки компаний в среднем составил 16,9%. Это приравнивается к более 125 млрд. долл. США. Также существует теория, что занижение цены происходит из-за американских законов о ценных бумагах, которые налагают строгую ответственность на эмитента и андеррайтера за существенные искажения и упущения, сделанные в связи с IPO. Андеррайтер намеренно занижает цену IPO, чтобы гарантировать, что даже в случае такого искажения или упущения у покупателей нет претензий, так как эти неудачи учитываются в цене IPO [72].

Крупнейшим IPO в США в 2021 году стало размещение акций компании Rivian Automotive Inc., которая занимается производством электромобилей. Данное IPO позволило компании привлечь около 12 млрд. долл. США при этом недо-

оценка составила 29%. Во многом это обуславливается высоким спросом в первые дни проведения IPO со стороны розничных инвесторов.

В дополнение, существует теория конфликта инвестиционных банков, которая утверждает, что инвестиционные банки устанавливают заниженные цены как способ получить выгоду для себя и других своих клиентов. Инвестиционные банки реагируют на соответствующие стимулы для снижения цен. Более высокие комиссии IPO снижают недооценку более чем на 40 процентов, когда в дело вовлечены американский банк и американские инвесторы. Это связано с более высокими комиссиями за андеррайтинг, которые взимают американские инвестиционные банки. Кроме того, чем больше доля андеррайтера в IPO через владение предлагаемыми акциями, тем меньше недооценка [68].

В 2021 году в Бразилии было зарегистрировано самое большое количество ежегодных сделок IPO и самый высокий уровень выручки с 2007 года: 64 IPO с 27,7 млрд. долл. инвестиций [35]. Однако, количество сделок сократилось во втором полугодии 2021 года из-за волатильности на бразильском рынке. Показатели вторичного рынка недавно зарегистрированных компаний и значительная неопределенность, связанная с местной экономикой, были факторами, способствующими волатильности. Перспективы IPO в Бразилии будут зависеть от инфляции и фискального контроля со стороны бразильского правительства.

Канадская биржа TSX продолжила демонстрировать высокие показатели IPO в 2021 году, привлекая 5,9 млрд. долл. США в результате 47 IPO [35]. Кроме того, список канадских компаний, готовящихся стать публичными, продолжает расширяться в различных секторах. Ожидается, что в 2022 году все больше канадских компаний будут подавать заявки на трансграничную регистрацию в США.

Недооценка IPO в Бразилии и Канаде составляет 4,8% и 6,5% соответственно. Данные страны являются крупнейшими в американском регионе на рынке IPO после США, однако их показатель ниже, чем в США. Следует понимать, что чем сложнее рынок с точки зрения разнообразия инвесторов и насыщенности фондового рынка другими компаниями из похожей отрасли, тем сложнее андеррайтерам и самой корпорации оценить реальную стоимость компании, которая готовится к IPO. Фондовый рынок США является одним из самых многогранных и, следовательно, сложным при исследовании. В это же время, рынки Канады и Бразилии имеют свою структуру, которая заключается в малом количестве розничных инвесторов, наличии нескольких крупных институциональных инвесторов и доминировании иностранных игроков. Такая узкая структура фондового рынка позволяет более точно составлять план IPO, что отражается в итоге на эффективности данного процесса. Следовательно, недооценка на рынках Бразилии и Канады находится на низком уровне, что свиде-

тельствует о высокой эффективности IPO на данных рынках и предсказуемости инвесторов и факторов, влияющих на эффективность IPO. Но в то же время следует учитывать, что компания, которая эффективно провела IPO в Бразилии, не обязательно пройдет его эффективно в США, поэтому показатель недооценки следует рассматривать, как показатель эффективности IPO, так и в качестве индикатора непредсказуемости фондового рынка, который зачастую сопровождается большим потенциалом для фондового рынка.

Пандемия COVID-19 послужила катализатором для инноваций и изменений в поведении потребителей в сфере здравоохранения, где в 2021 году резко возросла активность IPO. В то время как биотехнологии по-прежнему занимают львиную долю IPO в сфере здравоохранения, также возрос интерес к другим областям этого сектора. Потребители стали более комфортно относиться к виртуальному опыту, что привело к появлению различных высокотехнологичных возможностей в области здравоохранения, которые подпитывали рост.

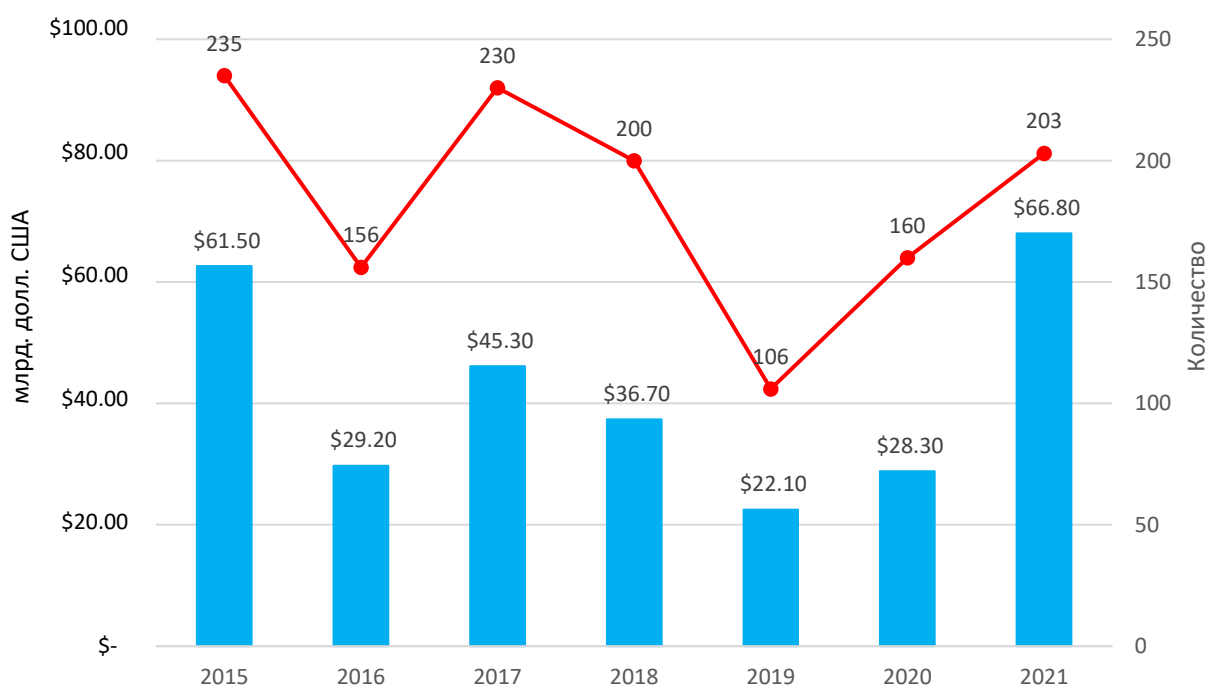


Рисунок 2.3 – Привлеченные инвестиции и количество IPO на фондовых биржах Европы, 2010-2021 гг., млрд. долл. США [35]

Среди европейских площадок самой крупной является Лондонская фондовая биржа (LSE). Однако, рассматривая другие европейские площадки, наблюдается множество примеров интеграции нескольких национальных фондовых бирж за счет их слияния и формирование общей площадки. Так в результате подписания объединения Парижской, Амстердамской и Брюссельской биржи была

создана Euronext. Она представляет собой первую панъевропейскую биржу, которая объединяет под собой фондовые рынки этих бирж. Значительное влияние на образование этой площадки оказала валютная интеграция в Европе: введение евро как единой валюты.

Также одним из примеров объединения европейских фондовых рынков можно отметить интеграционные процессы в странах Северной Европы. В результате чего образовался альянс торговых площадок Norex.

Европейские площадки характеризуются более простой по сравнению с фондовым рынком США системой регулирования и меньшими затратами на эмиссию ценных бумаг, а также достаточно большим количеством инвесторов, способных обеспечить ценным бумагам высокую ликвидность. Лондонская фондовая биржа, как и другие европейские площадки пользуется популярностью среди как европейских, так и иностранных корпораций. На Лондонской фондовой бирже обращается самое большое количество иностранных корпораций по сравнению с другими глобальными биржами мира (рисунок 2.3, с. 40). В основном это связано с довольно удобной системой допуска на рынок и низкими издержками (не более 5% от объема привлекаемых инвестиций), гибкой системой регулирования, доступом к инвестиционным ресурсам крупнейшего европейского рынка капитала и достаточно уникальной возможностью для компаний, выходя на одну площадку получить инвесторов сразу из многих стран. Многие компании Восточной и Южной Европы, которые не являются резидентами Европейского союза, выходят на фондовые рынки ЕС, так как их привлекают вышеперечисленные возможности и преимущества этих площадок [33, с. 75].

В регионе Европы, Ближнего Востока и Африки высокие индексы и оценки акций в сочетании с низкими процентными ставками и волатильностью рынка способствовали самому высокому росту активности IPO в годовом исчислении, несмотря на затяжную пандемию. Наиболее заметным восстановлением активности были зарегистрированы на европейских, индийских и израильских биржах.

В 2021 году регион Европы, Ближнего Востока и Африки можно было бы охарактеризовать в контексте положительных и отрицательных сторон. С положительной стороны, рынки IPO были динамичными и поддерживались низким уровнем волатильности. В годовом исчислении биржи данного региона показали самые высокие темпы роста среди всех регионов мира: 158% по количеству и 214% по выручке. Более того, с 724 IPO, привлечшими 109,4 млрд долларов США, в 2021 году количество сделок и выручка были самыми высокими с 2007 года [35]. Несмотря на волатильность рынка в начале декабря 2021 года, основные фондовые индексы за второе полугодие 2021 года оставались близкими к своим рекордно высоким уровням, а оценки оставались высокими. Эта среда была очень позитивной для инвесторов и предпринимателей, поскольку обеспечивала высокую доходность при относительно низком риске на большинстве

рынков и повысила ликвидность на биржах. Другие факторы, способствующие росту акционерного капитала и стимулирующие активность IPO, включали экологическую трансформацию экономики и компаний, которые выиграли от пандемии.

С отрицательной стороны, многие районы Европы столкнулись с затяжной пандемией в конце 2021 года, что может иметь реальные риски снижения экономических показателей в 2022 году. В течение 2021 года пандемия нарушила цепочки поставок, создавая дефицит сырья и оказывая повышательное давление на цены на энергоносители и нефть. Эти сбои привели к более высоким темпам инфляции.

В Европе центральные банки рассматривают возможность проведения денежно-кредитной политики, которая поможет уменьшить потенциальное влияние инфляции. Однако в течение 2021 года они продолжали способствовать повышению ликвидности на европейских рынках. Несмотря на опасения по поводу инфляции, компании в регионе продолжали извлекать выгоду из низких процентных ставок в конце 2021 года.

В Европе фондовые рынки различных стран хоть и подвержены общим региональным тенденциям, но различаются между собой по объему, структуре инвесторов, местному законодательству и по разнообразию компаний, которые торгуются на биржах. Следовательно, недооценка IPO отличается на европейских биржах. Наблюдается тенденция, что, чем крупнее и разнообразнее биржа по структуре инвесторов, тем на более высоком уровне находится недооценка IPO. Например, в Великобритании, Германии и Ирландии недооценка IPO составляет 16%, 24,2% и 21,6% соответственно. Что касается европейских стран с малыми биржами, то недооценка IPO там находится на более низком уровне. Так недооценка IPO в Дании составляет 7,4%, а в Австрии данный показатель находится на уровне 6,4%. Таким образом, ситуация на рынке Европы схожа с процессами на американском регионе: крупные финансовые центры являются привлекательными для компаний из-за наличия качественного инвестирования и более высокой репутации, но в то же время корпорации платят за это более высокой недооценкой в сравнении с низким показателем недооценки на малых фондовых рынках.

Количество сделок IPO в регионе в 2021 году увеличилось на 154%, а выручка выросла на 195% по сравнению с 2020 годом (рисунок 2.4, с. 43).

На Ближнем Востоке и в Северной Африке активность IPO в 2021 году была впечатляющей: количество сделок в годовом исчислении и выручка увеличились на 205% и 281% соответственно [35]. Поскольку экономика стран оправилась от пандемии COVID-19, а цены на нефть оставались благоприятными, компании с сильными фундаментальными показателями продолжали вызывать значительный интерес инвесторов. На израильской Тель-Авивской фондовой

бирже (TASE) в 2021 году было зарегистрировано наибольшее количество сделок за последние 15 лет (88 IPO), и выручка от них составила 3,0 млрд. долларов США [35].

В Индии активность IPO в годовом исчислении увеличилась на 156% и 314% по количеству сделок и выручке соответственно [35]. По выручке 2021 год стал лучшим годом IPO в Индии за последние 20 лет. Достаточная глобальная ликвидность, высокие доходы и увеличение доли розничной торговли стали основными факторами, определяющие развитие рынков в 2021 году. Несколько стартапов завершили свои IPO во втором полугодии 2021 года, открыв новые горизонты для внутренних рынков капитала. Есть много компаний, которые запланировали выход, в том числе ключевые государственные компании.

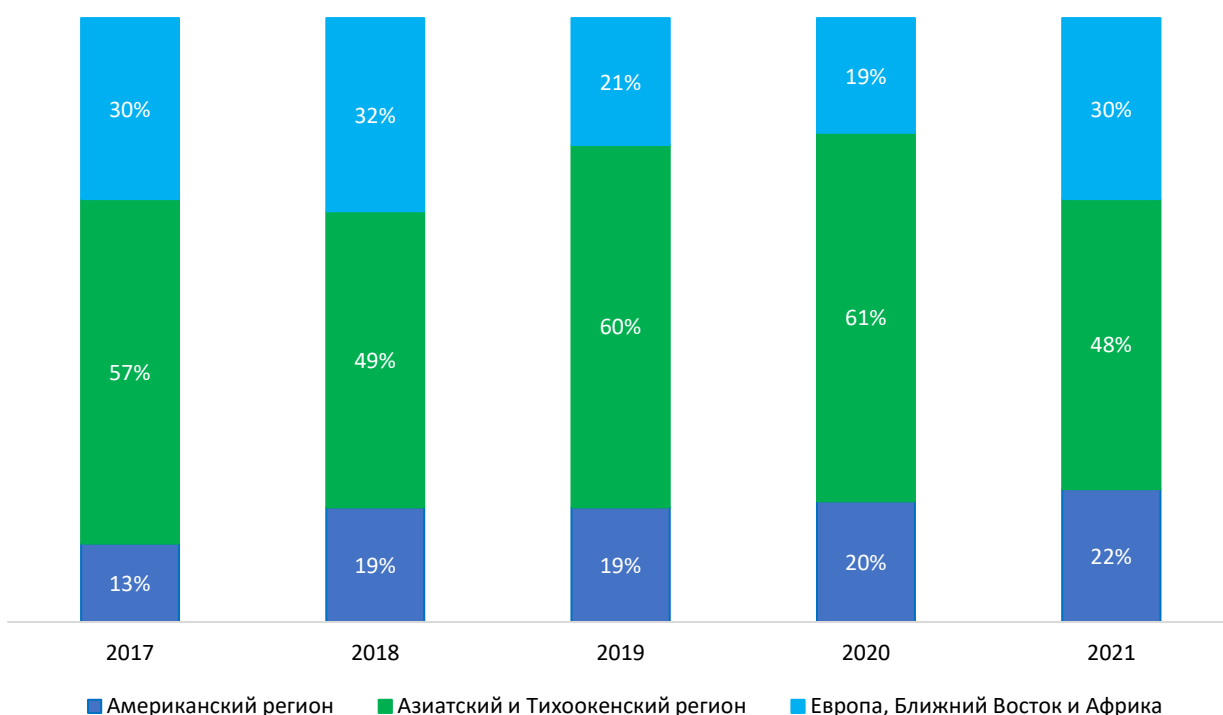


Рисунок 2.4 – Распределение IPO по регионам в 2021 году, % [35]

Показатель недооценки IPO в Индии составляет 88,5%. Индия характеризуется низким порогом входа для компаний на фондовом рынке, что увеличивает количество компаний, которые подходят с меньшей ответственностью к процессу IPO. Индия является примером комбинации двух факторов, которые оказывают негативное влияние на процессы IPO и повышают недооценку: отсутствие спроса и, как результат, малое присутствие на рынке высококвалифицированных андеррайтеров и других профессиональных участников фондового рынка, а также непредсказуемость инвесторов по причине большой доли розничных инвесторов в общей структуре.

Китайский фондовый рынок несмотря на то, что является развивающимся, является глобальной площадкой для обращения ценных бумаг корпораций разных стран. Основной площадкой Китая является Гонконгская фондовая биржа (HKEX). Особенности китайского фондового рынка является то, что он на данный момент находится в процессе реформирования, активно проводится приватизация и определенной спецификой обладает китайское акционерное право [24, с. 66].

В Китае существуют несколько типов акций, что также является отличительной особенностью этого фондового рынка:

1. Акции «А» являются обыкновенными акциями, которые обращаются на рынке в юанях. Эмитентами данных ценных бумаг являются китайские корпорации и основными инвесторами выступают экономические субъекты Китая (не включая Гонконга и Макао). Для того, чтобы приобрести акции типа «А» требуется получить лицензию правительства КНР. Они составляют около 95% во всеобщем объеме торгов акциями. С 2014 года данные ценные бумаги могут приобретать иностранные субъекты в ограниченном количестве;

2. Акции «В» представляет собой особые акции, цена на которые указана в юанях, однако торги осуществляются в иностранной валюте. Акции типа «В» полностью открыта для иностранных инвесторов. Акции этого типа выпускают компании, которые зарегистрированы на материковой части КНР, рассчитывая на инвестиции иностранцев. Обращаются в гонконгских или американских долларах;

3. Акции «Н» – это акции корпораций с иностранным капиталом, которые проходят листинг на Гонконгской бирже;

4. Акции «N» и «S» обращаются на биржах Нью-Йорка и Сингапура соответственно.

Сегодня Китай проводит постепенные реформы на фондовом рынке. Они включают в себя изменение акционерного права, приватизация государственного сектора с помощью рынка ценных бумаг. Однако до сих пор фондовый рынок Китая строго регулируется. Особенно на Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых биржах, где право торговать имеют преимущественно представители КНР. Однако в Гонконге, наоборот, торговлю осуществляют в основном иностранные инвесторы [24, с. 66].

Китайский фондовый рынок до сих пор во многом регулируется государством. Однако быстрый экономический рост и стратегия, направленная на либерализацию финансовых отношений в стране, привлекают корпорации со всего мира на этот рынок. И вполне вероятно, что в скором будущем Китай станет международным финансовым и фондовым центром.

Показатель недооценки IPO в Китае составляет 118,4%. Такое высокое значение обуславливается комбинацией всех факторов, которые присутствуют как

на рынках США, Европы и Индии. Однако, если в случае с Индией компании не всегда обладают высоким потенциалом и уровнем корпоративного развития, то в случае с Китаем всё, наоборот. Китайские компании из-за высокого уровня контроля за фондовым рынком проводят IPO уже в зрелом состоянии. Данный факт в комбинации с ограниченной активностью мировых профессиональных участников фондового рынка, большой непредсказуемостью китайских инвесторов и постоянным государственным вмешательством создают ситуацию, когда китайские компании остаются недооцененными и выкупаются по заниженным ценам локальными институциональными инвесторами.

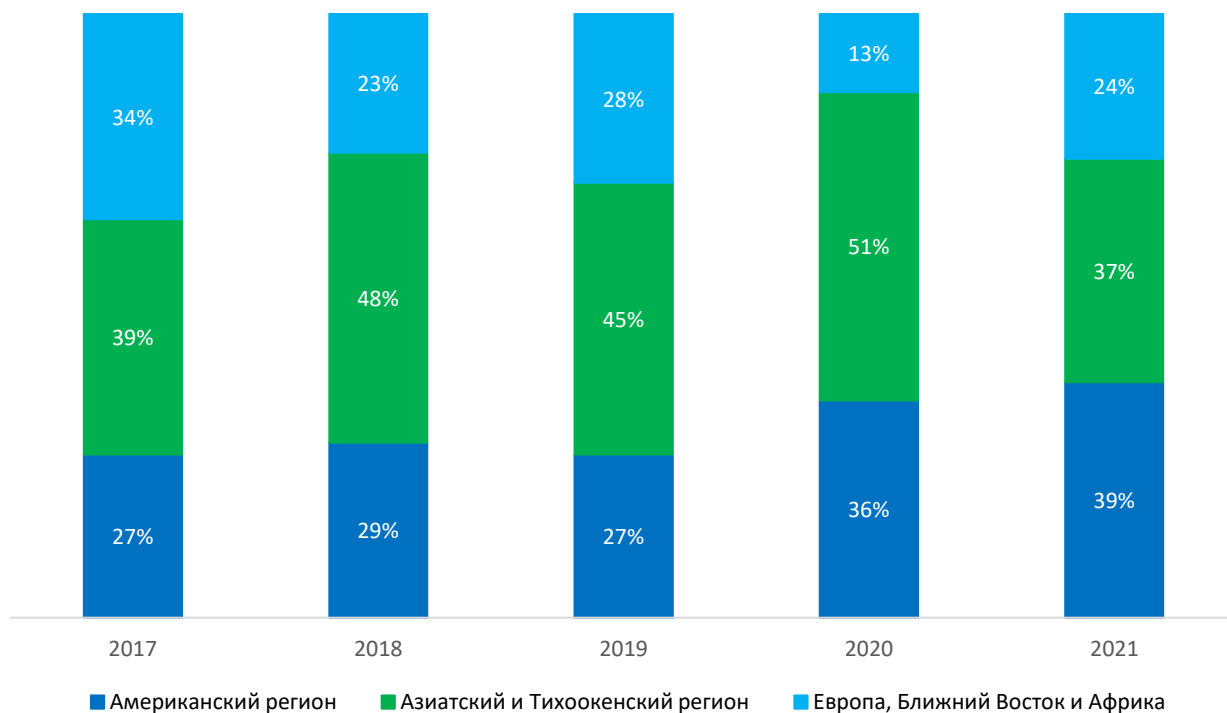


Рисунок 2.5 – Распределение привлеченных инвестиций от IPO по регионам в 2021 году, % [35]

В Азиатско-Тихоокеанском регионе количество сделок и выручка продолжили расти в 2021 году, но рост был относительно более скромным по сравнению с прошлыми годами. Активность IPO на фондовых биржах материкового Китая и Гонконга замедлилась во второй половине года из-за ужесточения правил в отношении китайских компаний, планирующих провести IPO за рубежом, и изменений в политике в некоторых секторах. За пределами Китая активность IPO была оживленной на биржах Австралии, Японии, Южной Кореи, Индонезии и Таиланда.

После стремительных темпов, установленных в 2020 году, рост на рынках IPO в Азиатско-Тихоокеанском регионе замедлился до более скромных, но все же приемлемых уровней во второй половине 2021 года. В Китае кандидатам на IPO пришлось приспосабливаться к новым правилам, что замедлило активность

ИРО. В то же время в остальной части региона наблюдался значительный рост активности ИРО.

Активность ИРО в Азиатско-Тихоокеанском регионе продолжила расти в 2021 году, при этом количество сделок и выручка выросли на 28% и 22% соответственно по сравнению с 2020 годом [35]. Однако эти успехи были скромными по сравнению с быстрыми темпами, установленными биржами Северной и Южной Америки, Европы (рисунок 2.5).

В Китае активность ИРО замедлилась к концу 2021 года, отчасти в результате ужесточения требований к проверке кибербезопасности для компаний, проводящих ИРО, которые владеют данными более миллиона пользователей. Эти компании должны пройти государственную проверку и получить одобрение, прежде чем они смогут быть зарегистрированы за рубежом.

В Японии количество сделок ИРО в годовом исчислении увеличилось на 38%, достигнув 128 сделок, что стало самым высоким показателем количества ИРО, запущенных с 2006 года. Так же выручка выросла на 104% до 6,8 млрд. долларов США. Японские биржи заняли шестое место среди 12 крупнейших бирж по количеству сделок [35].

2021 год в Южной Корее был с рекордными доходами от ИРО за последние 20 лет и самым высоким годовым числом сделок с 2002 года. В результате Корейская биржа (KRX) заняла седьмое место среди 12 крупнейших бирж по выручке и 12-е место по количеству сделок. В течение 2021 года KRX провела пять крупных ИРО: в том числе Krafton Inc. (3,8 млрд. долларов США), KakaoBank Corp. (2,2 млрд. долларов США) и SK IE Technology Co., Ltd. (2,0 млрд. долларов США) — три из 12 крупнейших ИРО в Азиатско-Тихоокеанский [35].

В странах АСЕАН количество сделок в годовом исчислении выросло на 19%, а выручка увеличилась на 71%. В Индонезии биржа IDX лидирует по количеству сделок и выручке: 55 ИРО, 4,8 млрд. долларов США, с листингом двух мега-ИРО: PT Bukalapak.com Tbk (1,5 млрд. долларов США) и Mitratel (1,3 млрд. долларов США). Фондовая биржа Таиланда заняла второе место по количеству сделок и выручке: 40 ИРО, 4,1 млрд. долларов США и провела два крупных ИРО в течение года [35].

2021 год в Австралии и Новой Зеландии выдался впечатляющим: 197 ИРО привлекли 9,2 млрд. долларов США в выручке. Это означало увеличение количества сделок на 159% и увеличение выручки на 144% по сравнению с 2020 годом. ИРО компаний горнодобывающей промышленности составили 58% от общего числа сделок на австралийской бирже ASX. ASX заняла четвертое место по количеству сделок среди 12 крупнейших фондовых бирж мира [35].

Исходя из показателей недооценки ИРО по странам можно сделать вывод о том, что на мировых фондовых биржах невозможно с высокой точностью планировать ИРО, и компании в любом случае несут риск получения недооценки. Од-

нако, доступ к финансовым ресурсам крупных фондовых бирж перевешивает данный риск. В то же время, рынки, где относительно легко прогнозировать поведение инвесторов по причине простой структуры инвесторов или доминирования одной группы инвесторов, где компании свободно раскрывают информацию и где оперируют высокопрофессиональные андеррайтеры, фондовые биржи обладают меньшим показателем недооценки IPO и, следовательно, более высокой эффективностью. Самыми рискованными фондовыми биржами с точки зрения недооценки являются биржи Китая и Индии (таблица 2.1). Ограниченная активность мировых инвестиционных банков, сложная структура инвесторов и вмешательство государства делают данные рынки самыми рискованными для компаний при выходе на IPO.

Таблица 2.1 – Недооценка IPO по странам, %

Страна	Недооценка IPO, %	Период времени
Австралия	21,8%	1976 – 2018
Австрия	6,4%	1971 – 2017
Бразилия	4,8%	1992 – 2020
Великобритания	16,0%	1960 – 2020
Германия	24,2%	1978 – 2020
Гонконг	15,8%	1980 – 2020
Дания	7,4%	1984 – 2017
Индия	88,5%	1992 – 2019
Ирландия	21,6%	1990 – 2020
Испания	10,3%	1990 – 2017
Канада	6,5%	1971 – 2020
Китай	118,4%	1990 – 2020
США	16,9%	1955 – 2020
Франция	10,5%	1983 – 2019

Примечание: собственная разработка на основе [68].

Что касается повышения эффективности IPO на мировых фондовых биржах, то данный вопрос можно рассмотреть как в плоскости потенциальных действий компаний, так и в разрезе возможных действий со стороны фондовых бирж.

Компаниям требуется проводить IPO вместе с профессиональными андеррайтерами, которые могут с высокой точностью определить рыночные тенденции и точное, наиболее благоприятное для компании время проведения IPO. Однако, требуется найти баланс между раскрытием внутренней информации для

андеррайтера и безопасностью самой компании. Это важно, так как андеррайтер может использовать данную информацию для рекомендации неточной цены для повышения собственного вознаграждения.

Биржам в свою очередь требуется предпринять ряд мер в зависимости от региональных особенностей. Так, американским и европейским фондовым биржам необходимо структурировать законодательство относительно раскрытия информации о компании инвесторам, чтобы андеррайтеры могли более точно предсказывать их поведение в первые дни IPO. Фондовые биржи Индии могут повысить порог входа для компаний на свой фондовый рынок и организовать программу по привлечению мировых профессиональных участников на местный рынок IPO. Китайские биржи в свою очередь для уменьшения показателя недооценки могут продолжить политику либерализации фондовых рынков и стать более открытыми для зарубежных игроков.

Таким образом фондовые рынки разных стран функционируют по разным моделям, отличаются по объемам и размерам, имеют разные правила, регулируются различными методами и в разной степени, а также отличаются поведением инвесторов. На данные отличия влияют совершенно разные факторы: политика государства, интеграционные процессы, количество международных и институциональных инвесторов, степень интернационализации рынка [3, с. 9]. Однако, эти различия в функционировании и регламенте фондовых рынков разных стран хоть и несут дополнительные адаптационные издержки для компании, но в тоже время предоставляют корпорациям право выбора наиболее подходящей площадки, критерии которой будут соответствовать стратегии компании и ее внутренней структуре. Тенденция глобализации финансовых рынков стала особенно очевидным в последние годы, возникает необходимость в целостной глобальной правовой базе, которая регулировала бы рынок ценных бумаг. Координация существующих методов регулирования рынков капитала должна основываться на глубоком анализе различных экономических систем управления финансами и поведения эмитентов. Поэтому, принимая во внимание процесс глобализации и интересы отдельных стран, определение эффективности ценных бумаг требует более тщательного подхода.

2.3 Тенденции в эмиссии ценных бумаг компаний на мировых фондовых биржах

Тенденции в эмиссии ценных бумаг компаний на мировых фондовых биржах можно разделить на мировые и региональные. Мировыми тенденциями

подвержены в той или иной степени все компании и все биржи в мире. Региональные тренды формируются в отдельных регионах и оказывают влияние только на компании и биржи, которые находятся в определенной области. Региональные тенденции могут перерасти в мировые с течением времени.

Мировые тенденции формируются на протяжении большого периода времени. Так, последнее столетие ознаменовалось развитием крупных интегрированных структур. Двадцатый век характеризовался такими чертами, как, во-первых, колоссальная концентрация производства и капиталов во всех отраслях экономики. Во-вторых, сращивание промышленного и банковского капитала, который объединяет самые разнообразные сферы общественного производства, начиная от промышленности, сельского хозяйства, строительства, транспорта, связи и заканчивая торговлей, страхованием, банковским делом. В-третьих, кардинальные изменения организационных форм общественного хозяйства и изменение отношений собственности. В-четвертых, превращение национальных крупных производственно-финансовых объединений в транснациональные и глобальные корпорации. В-пятых, тенденция к усилению международной интеграции [41, с. 22].

Сегодня корпоративное финансирование с использованием инструментов фондового рынка развивается под влиянием следующих мировых тенденций:

1. Глобализация и интеграция. Данная тенденция обуславливается более тесным переплетением региональных рынков капитала, увеличением взаимозависимости мировых фондовых бирж, а также увеличением скорости движения капитала и уменьшения препятствий на его перемещение;
2. Возрастающая конкуренция. Компании конкурируют не только за потребителей, но и за инвестиции, поэтому сегодня компаниям требуется показывать очень стабильные финансовые результаты, чтобы убедить инвесторов предоставить им капитал;
3. Доминирование корпораций технологического сектора. Начало 21 века проходит под эгидой технологий, и данный тренд не показывает признаков своего завершения. Следовательно, компании данного сектора продолжают оставаться самыми быстрорастущими и будут концентрировать на себе все внимание инвесторов.

На фоне процессов глобализации и усиливающейся региональной интеграции по всему миру наблюдается тенденции к объединению и интернационализации всех аспектов общества, финансового рынка в том числе. Данные движения связаны с тем, что в условиях рыночной экономики и свободной торговли государства и корпорации оказались переплетены разнообразными экономическими взаимоотношениями. Это все приводит к созданию транснациональных корпораций, которые могут использовать фондовые рынки разных стран, независимо от их местоположения.

Интернационализация корпораций влечет за собой интеграцию фондовых рынков, объединение площадок и развитие свободного движения финансовых ресурсов. Примерами данных процессов является объединение бирж в Европе, политика американских бирж по расширению с помощью поглощения бирж других стран, а также постепенная либерализация китайского фондового рынка.

Одним из основных факторов является рост международной конкуренции. Это обуславливается тем, что на мировом финансовом рынке постоянно происходит кругооборот денежных средств. В связи с этим расширяется корпоративный сектор, который ставит перед собой цель роста и привлечения инвестиций. Так как увеличивается корпоративный сектор, то увеличиваются и требования к финансовым институтам. Соответственно, иногда складывается ситуация, когда не инвесторы конкурируют между собой, а корпорации конкурируют за инвесторов. В условиях конкуренции многие корпорации не выдерживают этого соревнования и уходят с рынка.

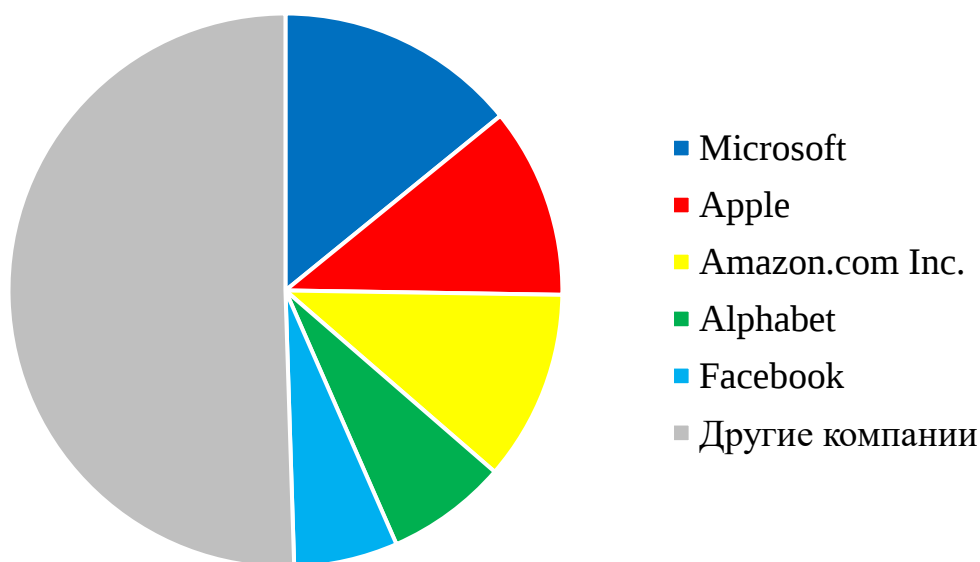


Рисунок 2.6 – Доля компании в общей капитализации индекса S&P 500 [68]

На сегодняшний день процессы глобализации задают тенденции мировому фондовому рынку. Развитие технологий и быстрое движение капитала создали ситуацию, когда компании технологического сектора наиболее быстро развиваются, и им постоянно требуются дополнительные финансовые ресурсы для выхода на новые рынки и разработку технологий, а инвесторы в это время готовы в них инвестировать, так как видят перспективу для роста этих корпораций (рисунок 2.6).

Компании технологического сектора уже стали флагманами экономики США и активно развиваются в Китае. Данные корпорации являются самыми крупными в мире, их капитализация выше, чем ВВП некоторых стран. Для под-

держания их деятельности и дальнейшего роста требуется большое количество финансовых ресурсов, которое они могут получить только через фондовый рынок. Именно поэтому все эти компании являются публичными и очень осторожно относятся к своей репутации и четко определяют стратегию на фондовом рынке.

Капитализация данных корпораций настолько большая, что для стратегического роста требуются постоянные инвестиции в собственный капитал, а заемный капитал обычно используется только для инвестирования в отдельные проекты, поэтому многие компании проводят выкуп своих уже обращающихся акций с фондового рынка, чтобы подтвердить перспективность инвестиций в эти корпорации и получить прибыль от инвестиций в свои акции из-за их недооценки рынком и превышении внутренней стоимости над рыночной стоимостью.

В то же время рынок корпоративных облигаций продолжает дальнейшее свое развитие, однако усилилось значение различных факторов, таких как инфляция, уровень доходов населения, степень риска, уровень доходности альтернативных источников финансирования и уровень развития рынка ценных бумаг в неразвитых странах. Важным фактором влияния на развития финансовых рынков стало постепенное понижения процентных ставок, что будет отрицательно влиять на стоимость и доходность классических облигаций, но в то же время будет создавать спрос у инвесторов на более высокодоходные вложения. Исходя из этого, на сегодняшний день популярность такого инструмента фондового рынка как акции значительно выше как у инвесторов, так и у эмитентов [1, с. 195].

Многие крупные китайские компании технологического сектора из-за недостаточной реализации потенциала китайского фондового рынка вынуждены использовать более развитый и удобный для них американский фондовый рынок. С одной стороны, тенденция на инвестирование в технологические компании в большой степени обладает положительными последствиями для всей экономики. Однако сегодня они обладают настолько большими финансовыми ресурсами, что в несколько раз превосходят компании других секторов экономики. Это снижает диверсификацию фондового рынка, что создает дополнительные риски. Однако способность рынка ценных бумаг быстро перенаправлять финансовые потоки из одной сферы в другую позволит избежать негативных последствий в будущем.

Что касается региональных тенденций, то в них можно выделить общие тенденции, которые свойственны развитым и развивающимся рынкам:

1. Доминирование развитых рынков. Мировые биржи, которые находятся в странах с развитой экономикой обладают очень стабильной и благоприятной структурой инвесторов, которая формировалась десятилетиями и продолжает усиливаться сегодня;

2. Ускоренные темпы роста развивающихся стран. Развивающиеся страны формируют свою собственную структуру инвесторов. Данный процесс проходит быстрыми темпами под влиянием процессов глобализации, что позволяет им сокращать разрыв с развитыми странами.

В 2022 году инфляционный риск в разных географических регионах и новые волны пандемии COVID-19, препятствующие восстановлению экономики, создадут самые серьезные препятствия для эмиссии ценных бумаг. Сохраняющаяся геополитическая напряженность и дальнейшее обострение между США и Китаем создают большую неопределенность для потенциальных кандидатов IPO в отношении изменений политики и регулирования. Компаниям также необходимо будет решать дополнительные бизнес-проблемы, возникающие в результате сбоев в цепочках поставок и дефицита рабочей силы.

Несмотря на эти препятствия, более высокие оценки компаний и рыночная ликвидность будут поддерживать рост IPO. Кандидаты на IPO должны ожидать более высокой волатильности рынка, что повлияет на их планы по IPO. Гибкость сделки и наличие стратегического плана развития, готового удовлетворить потребности в финансировании, будут иметь решающее значение для того, чтобы выдержать любые риски в сделке IPO в 2022 году.

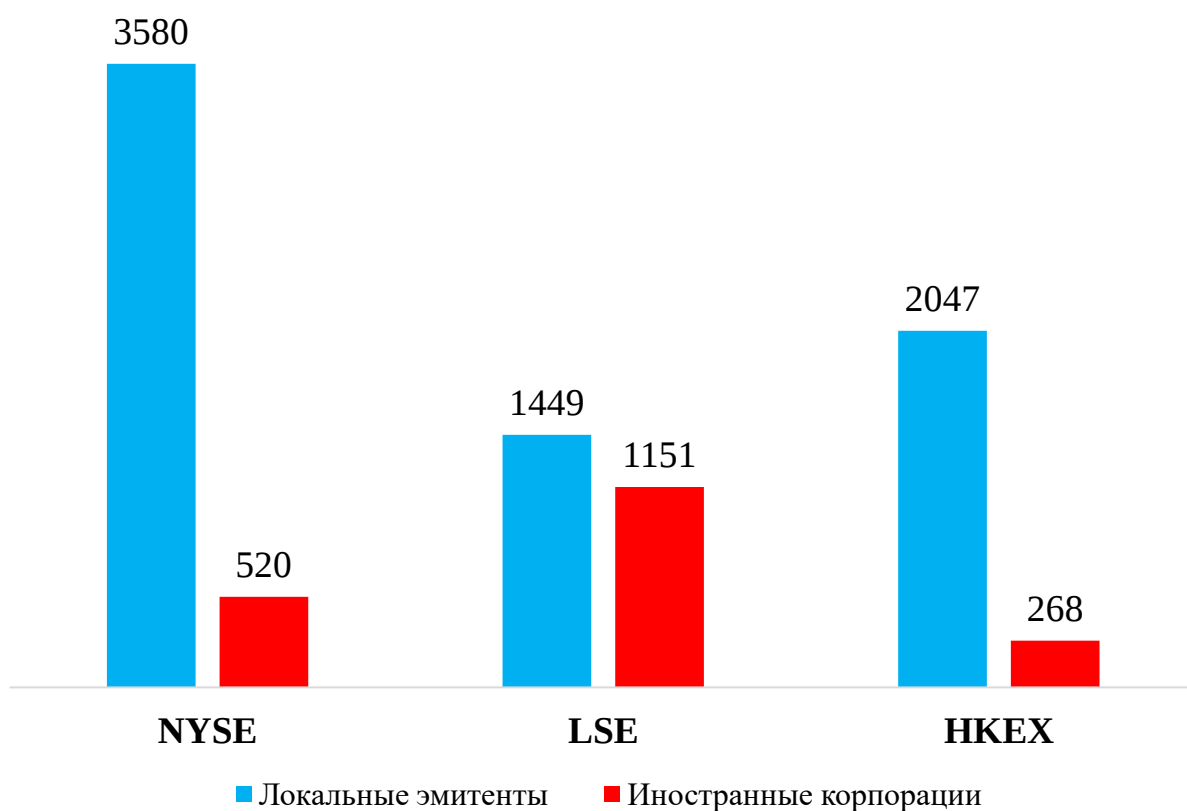


Рисунок 2.7 – Число зарегистрированных корпораций на биржах на 31 декабря 2021 года [35]

В последние годы развития фондового рынка существует тенденция увеличения числа международных сделок в области корпоративного финансирования. Динамика и состояние мировых фондовых бирж напрямую определяется экономической ситуацией в различных странах. Сегодня развивающиеся страны демонстрируют самые высокие темпы роста. В этой связи всё большее количество международных компаний используют инструменты фондовых рынков развивающихся стран. Однако, для формирования крупного капитала и создания необходимой нормативно-правовой базы требуется еще большое количество времени.

В краткосрочной и среднесрочной перспективе, с учетом процессов глобализации и интернационализации, корпорации будут чаще использовать рынки ценных бумаг в разных странах. Однако, в основном будет происходить концентрация в трех международных финансовых центрах – Нью-Йорке, Лондоне и Гонконге (рисунок 2.7, с. 52).

Рассматривая долгосрочную перспективу, отмечается, что развивающиеся страны Азии со временем будут становиться все более и более привлекательными для корпораций и с течением времени они превратятся в крупные финансовые центры, которые смогут конкурировать с фондовыми рынками развитых стран. Кроме того, по мере развития рынков капитала и фондовых бирж в странах с развивающейся экономикой и их приближения к современным требованиям, крупные мировые корпорации будут использовать эти рынки ценных бумаг для корпоративного финансирования. В основном это связано с тем, что корпорации будут стремиться получить доступ к финансовым ресурсам растущих экономик и воспользоваться преимуществами площадок этих стран. В то же время более традиционные факторы, увеличивающие спрос на денежные средства, включая выход из стран фондов прямых инвестиций, снижение уровня заемного капитала, выделение направлений бизнеса из диверсифицированных транснациональных корпораций будут по-прежнему способствовать появлению новых возможностей для международных сделок на рынках капитала [26, с. 271].

На сегодняшний день развитые рынки по капитализации по-прежнему превосходят рынки развивающихся стран. Во многом на это влияет неразвитая нормативно-правовая база в сочетании с отсутствием политической стабильности. Эти факторы больше всего отталкивают корпорации от использования данных рынков. Корпорации при выборе фондового рынка в основном обращают внимание на ликвидность, размер инвесторской базы и ее структуру, развитость инфраструктуры и наличие аналитических и информационных агентств. По этим параметрам современные финансовые центры обходят развивающиеся рынки, однако высокие темпы роста и значительные объемы все больше привлекают корпорации на развивающиеся фондовые рынки.

В то время как традиционное IPO является наиболее проверенной формой получения публичного листинга, произошла значительная эволюция, включая креативные структуры выпуска, системы прямых заказов и изменения в маркетинговых стратегиях. Учитывая высокие показатели IPO, структура и формат IPO будут продолжать развиваться, чтобы помочь эмитентам лучше достигать своих целей при проведении публичного листинга.

Ожидается, что IPO в области технологий и здравоохранения сохранят свое доминирующее положение. На потенциал для большей активности в других секторах, таких как розничная торговля и финансы повлияет неопределенный макроэкономический фон, поскольку экономики сталкиваются с новыми вариантами COVID-19, ростом инфляции и процентных ставок.

Исторически сложилось так, что тренды роста IPO закрываются быстрее всего и открываются последними в периоды рыночных потрясений. Ожидается, что 2022 год станет годом перемен и роста в регионе Европы, Африки и Ближнего Востока. Долгосрочная ценность и зеленая политика станут параметрами эффективности, которые компаниям из любой отрасли, стремящимся стать публичными, необходимо будет активно демонстрировать во всей своей финансовой экосистеме.

В Европе активность IPO останется высокой, но количество сделок и выручка в 2022 году могут не достичь высокого уровня в 2021 году. Политика и акцент на экологичность могут повлиять на рынки IPO как положительно, так и отрицательно.

В Великобритании большое количество кандидатов на IPO, которые воздерживались от публичного размещения во время неопределенности, связанной с Brexit, а затем пандемией COVID-19, запустили свои IPO в 2021 году, оставив меньше отложенного спроса на 2022 год. В то же время некоторые последствия после Brexit могут создать краткосрочные трудности, которые удерживают компании от выбора британских бирж для запуска своих IPO.

В странах Ближнего Востока и Северной Африки Саудовская Аравия и Объединенные Арабские Эмираты будут проводить IPO, и в ближайшие годы у них по-прежнему будет сильный уклон в нефтяную отрасль. Тем временем, Дубай планирует поощрять частные и семейные предприятия к публичному размещению и предлагает новые стимулы для роста IPO в ключевых секторах. Эти меры укрепили бы положение Дубая как центра рынков капитала в регионе. Также в странах Ближнего Востока и Северной Африки в 2021 году возобновились крупные IPO, которые были встречены с большим интересом инвесторов, что еще раз продемонстрировало достаточную ликвидность, которая в настоящее время доступна на рынке.

В Индии планируется большая программа IPO в 2022 году. Более 15 компаний подали свои проекты проспектов ценных бумаг на основных рынках в

2021 году, планируя завершить свои IPO в 2022 году. Ожидается, что высокий внутренний и мировой спрос будет продолжать способствовать позитивной активности при проведении IPO. Однако в результате затянувшейся пандемии в Европе, а также в связи с последствиями более высокой инфляции и процентных ставок в ближайшей и среднесрочной перспективе могут возникнуть определенные проблемы.

Китай является отличным примером фондового рынка, который уже сегодня может конкурировать с западными площадками. Он открывает для корпораций доступ к быстрорастущему среднему классу. Складывается новая тенденция, когда иностранные корпорации всё больше и больше взаимодействуют с рынком Китая. Так, иностранные компании привлекли около 70% от общей суммы привлеченных средств на Гонконгской бирже в 2019 году. Заглядывая в будущее до 2022 года, можно прогнозировать, что активность IPO за пределами Китая останется высокой. Однако продолжающиеся сбои в цепочке поставок могут оказать негативное влияние на операционные результаты. В результате некоторые компании, планирующие провести IPO, могут столкнуться с большими трудностями в поддержании своего роста и прибыли, что повлияет на их оценки и планы по выходу на биржу.

В Китае активность IPO будет во многом зависеть от мер правительства. В дополнение к ужесточению требований к проверке кибербезопасности китайское правительство может принять меры в отношении отдельных секторов, если они увидят признаки перегрева экономики. Эти действия в сочетании с дополнительными проблемами для трансграничных IPO, принятыми правительствами Китая и США, могут создать неопределенность, которая замедлит активность IPO в краткосрочной перспективе. В среднесрочной перспективе, как только появится большая ясность в отношении государственной политики, активность IPO должна восстановить свой тренд. Также существует растущая геополитическая напряженность, что в сочетании с введением более жестких правил может привести к замедлению трансграничной активности IPO из Китая.

В Японии настроения инвесторов улучшились, поскольку больше внимания уделяется стартапам и IPO в развивающихся подсекторах: искусственный интеллект и цифровая трансформация в технологическом секторе. Рынок IPO в 2022 году, может превзойти рекордные уровни, установленные в 2021 году.

Южная Корея сохранит свой сильный импульс IPO в 2022 году. Ожидается, что компании, связанные с азартными играми и индустрией развлечений, а также дочерние компании крупных южнокорейских корпораций будут проявлять значительную активность в 2022 году. Корейская биржа недавно объявила, что она будет вносить поправки в свои правила, чтобы ослабить некоторые требования к листингу для будущих растущих компаний и продлить время, необхо-

димое этим компаниям для удовлетворения требований к прибыли, что может повысить уровень активности IPO.

В Австралии и Новой Зеландии восстановление мировых цен на сырьевые товары и ресурсы способствовало сильному показателю IPO в 2021 году. В стадии разработки находится ряд трансграничных IPO, поскольку австралийские компании стремятся воспользоваться благоприятными макроэкономическими условиями для выхода на мировые рынки капитала.

Несмотря на то, что азиатские страны с развивающимися экономиками становятся все более популярными для будущих листингов, есть и другие развивающиеся страны, демонстрирующие высокую динамику фондовых рынков. Так южноафриканская биржа JSE Limited стала 17 по величине мировой биржей по показателю внутренней капитализации. А две крупнейшие индийские биржи, находящиеся в Мумбаи, занимают 11 и 12 место соответственно.

Тем не менее, развитые рынки до сих пор сохраняют лидирующие позиции в мире. В настоящее время Лондон является местом, где проводится самое большое число листингов иностранных компаний в мире. Данная площадка рассматривается корпорациями как место для международного листинга. Однако ожидается, что к 2025 году Лондонская фондовая биржа в той или иной степени уступит свои доминирующие позиции по мере роста популярности других площадок [35].

Скорее всего это произойдет из-за того, что данная биржа слишком полагается на иностранные листинги, число которых будет естественным образом сокращаться по мере того, как другие финансовые центры будут набирать популярность среди корпораций. Также негативно будет влиять финансовое и экономическое отдаление Европейского союза и Великобритании. В этой связи ожидается ужесточение регуляторного режима, как и доступ компаний на этот рынок. В то же время Нью-Йоркская фондовая биржа не понесет столь же серьезные потери благодаря размеру американского рынка и доминирующей роли экономики США. Даже в долгосрочной перспективе пока что не наблюдается, что США потеряют статус мирового финансового центра. Данный прогноз в основном опирается на тот факт, что развитые рынки обладают доступом к весьма значительным объемам институциональной ликвидности, а также к необходимой инфраструктуре и человеческим ресурсам, которые органически создавались в течение длительного периода времени. Традиционно эти характеристики считались существенными преимуществами, которые трудно повторить [26, с. 108].

Таким образом, существует несколько региональных трендов на рынке эмиссии ценных бумаг, которые непосредственно влияют на эффективность:

1. Ужесточение контроля на китайском фондовом рынке. В то время как ужесточение правил для китайских компаний, желающих зарегистрироваться в США, может замедлить трансграничные листинги IPO, некоторые ки-

тайские компании стремятся разместить листинг на биржах Гонконга или других азиатских стран, что даст толчок этим местным рынкам. В это же время, сами биржи Китая будут развиваться меньшими темпами;

2. Развитие зеленой энергетики в Европе. В регионе Европы, Ближнего Востока и Африки основное внимание будет уделено проектам, связанным с зеленой энергетикой, медицинским и биотехнологическим компаниям, которые продолжают расти во время пандемии. Данный тренд позволит создать новые отрасли, которые в комбинации с большой государственной поддержкой в Европе могут создать позитивный тренд на фондовом рынке для компаний;

3. Рост промышленного сектора в США. Вероятно, рост американской промышленности продолжится, чему будет способствовать растущий спрос на конечных рынках, таких как здравоохранение, бытовая электроника и электро-мобили. Поскольку промышленные объекты становятся все более автоматизированными, особенно в компаниях с новыми технологиями производства. Спрос на более эффективные системы отопления и охлаждения, а также решения для очистки воды обусловлен повышенным интересом потребителей к экологичности и наличием молодых компаний с технологией производства данных товаров.

Таким образом на развивающиеся рынки приходится значительная доля глобального роста, а их важность для корпораций растет. Однако в том, что касается объема рынков капитала, по крайней мере в настоящий момент американский фондовый рынок сохраняет ведущую роль. Тем не менее в ближайшие несколько лет можно ожидать больших изменений в динамике развития фондовых рынков, что сильно повлияет на корпоративное финансирование. С одной стороны, если экономический рост в развивающихся странах продолжится, в них будут происходить структурные изменения, будет улучшаться инвестиционный климат и они будут наращивать свое присутствие на финансовых рынках, то развивающиеся рынки займут равное положение с развитыми рынками. С другой стороны, на фондовых рынках развитых стран набирают темпы интеграционные процессы, традиционные биржи стремятся к сотрудничеству и обеспечению более широкого доступа к капиталу, что может значительно усилить развитые рынки.

ГЛАВА 3

ПЕРСПЕКТИВЫ ЭМИССИИ ЦЕННЫХ БУМАГ БЕЛОРУССКИМИ КОМПАНИИ НА МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ БИРЖАХ И ПУТИ ПОВЫШЕНИЯ ЕЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ

3.1 Текущее состояние в области эмиссии ценных бумаг белорусскими компаниями на мировых фондовых биржах

Процесс перехода от плановой экономики к рыночной практически невозможен без развития рынка ценных бумаг. Поэтому с самого начала этого перехода Республика Беларусь уделяла большое внимание развитию фондового рынка. Однако в Республике Беларусь этот процесс имел ряд особенностей, что в конечном итоге привело к значительному отклонению развития фондового рынка Республики Беларусь от других стран с переходной экономикой.

Рынок ценных бумаг в Республике Беларусь начал свое развитие в 1992 году, когда было принято Постановление Верховного Совета Республики Беларусь от 12 марта 1992 года «О введении в действие Закона РБ «О ценных бумагах и фондовых биржах» [21]. Этот документ является первым нормативно-правовым актом, который начал регулировать деятельность рынка ценных бумаг на территории Республики Беларусь. Однако, для дальнейшего развития фондового рынка требовалось создание необходимой инфраструктуры, внедрения определенных правил и поступательное развитие правовой базы.

Так, для реализации постановления Верховного Совета было принято совместное постановление Совета министров и Национального банка Республики Беларусь от 22 мая 1992 года № 301 «О создании Государственной инспекции РБ по ценным бумагам» [14].

Основной задачей Государственной инспекции Республики Беларусь по ценным бумагам было создание нормативно-правовой базы, которая должна была устанавливать правила по аттестации специалистов, действующих на рынке ценных бумаг, и алгоритм выдачи разрешений на право заниматься профессиональной деятельностью на фондовом рынке, а также осуществлять контроль за деятельностью фондовой биржи.

Вышеперечисленные задачи разрабатывались в первую очередь на базе Закона «О ценных бумагах и фондовых биржах» [21]. Вместе с тем, сложный переход от плановой экономики к рыночной, отсутствие необходимых специалистов с опытом в данной сфере и хронический недостаток средств для реализации данных проектов вызвали большое количество трудностей, с которыми столкнулся зарождающийся белорусский фондовый рынок.

К началу 1993 года сформировалась основная нормативно-правовая база для функционирования рынка ценных бумаг. В этом же году был принят Закон «О разгосударствлении и приватизации государственной собственности в Республике Беларусь» [19]. Именно этот Закон определил правовые основы разгосударствления и приватизации, а также правила и порядок приватизации объектов, находящихся в государственной собственности. Документ был направлен на создание условий для развития эффективной социально ориентированной рыночной экономики. Однако, несовершенство некоторых нормативных документов, отсутствие механизмов определения рыночной цены акций и инфляционные процессы сделали возможным спекуляцию акциями приватизируемых предприятий, находящихся в собственности граждан Республики Беларусь. Чтобы обезопасить всех участников рынка от возможных негативных последствий в марте 1998 года было принято ограничение, по которому акции, приобретенные гражданами Республики Беларусь у государства по льготным условиям, не могут быть отчуждены в течении периода безвозмездной приватизации. После этого ограничения активность купли-продажи корпоративных ценных бумаг значительно снизилась, что привело к заморозке приватизации белорусских государственных предприятий. Именно из-за остановки приватизации сегодня в экономике Беларуси значительное место занимает государственный сектор [34, с. 334].

Исходя из событий, произошедших в 1998 году, этот период можно охарактеризовать как важнейший этап в развитии фондового рынка в Республике Беларусь.

Основная задача, решаемая государством в этот период, заключалась в формировании целостной системы государственного регулирования рынка ценных бумаг и завершении создания его правовой и институциональной инфраструктуры. Под инфраструктурой фондового рынка понимается система государственного регулирования, депозитарная и расчетно-клиринговая системы, система биржевой торговли, институциональные инвесторы (инвестиционные, пенсионные и страховые фонды), а также правовое обеспечение деятельности рынка [27, с. 78].

Указ Президента Республики Беларусь от 20 июля 1998 года №366 «О совершенствовании системы государственного регулирования рынка ценных бумаг» является одним из самых важных для решения задачи по развитию инфраструктуры рынка [17]. Данным указом были осуществлены главные аспекты функционирования рынка ценных бумаг в Республике Беларусь и реализуется политика государственного регулирования фондового рынка, в результате которой была создана Белорусская валютно-фондовая биржа, что закрепило монополизацию биржевой системы в Республике Беларусь. Монополизация биржи выражается в первую очередь в устранении внебиржевого рынка и

введением правила, в соответствии с которым вторичное обращение бумаг может производиться только через биржу.

Учредителями Белорусской валютно-фондовой биржи стали Национальный банк Республики Беларусь, Министерство по управлению государственным имуществом и приватизации Республики Беларусь и несколько крупных банков.

Главной задачей деятельности биржи является формирование в Беларуси организованного финансового рынка, который отвечает потребностям участников и предоставляет возможность государству эффективные инструменты для проведения денежно-кредитной и бюджетной политики.

В настоящее время на торговой площадке биржи могут обращаться:

1. Государственные облигации Республики Беларусь;
2. Индексируемые облигации;
3. Облигации местных распорядительных органов;
4. Акции открытых акционерных обществ;
5. Облигации банков и юридических лиц, не являющихся банками;
7. Биржевые облигации.

Так же в Республике Беларусь существует неорганизованный фондовый рынок, который представлен Белорусской котировочной автоматизированной системой (БЕКАС) [38].

Сохранение значительного государственного сектора обусловило дальнейшее развитие рынка ценных бумаг в Республике Беларусь. За этот период белорусский фондовый рынок мало развивался и в основном использовался как площадка для размещения государственных ценных бумаг. Из-за своего зачаточного состояния рынок ценных бумаг Республики Беларусь минимально пострадал от мирового финансового кризиса 2008 года. Однако, замедление экономического роста и обострение проблем, связанных с большим государственным сектором, вынудили государство задуматься о проведении структурных реформ в экономике и дальнейшем развитии фондового рынка.

Удельный вес рынка государственных ценных бумаг в общем объеме биржевой торговли чрезвычайно высок. Общая сумма сделок со всеми видами облигаций составила в 2018 году 29,14 млрд. белорусских рублей. В то время как сумма сделок с акциями в 2018 году составила только 718,01 млн. белорусских рублей [38].

Во многих развитых и развивающихся странах рынок ценных бумаг активно используется субъектами хозяйствования для получения заемного финансирования. В Беларуси для этих целей используется в основном банковское кредитование, а фондовый рынок является площадкой торговли государственными ценными бумагами.

Таким образом, объем операций на рынке акций в годовом выражении находится на уровне менее 1% ВВП, что говорит о неразвитости этого сегмента

рынка ценных бумаг. В то же время по объему эмиссии и годовым оборотам облигационный сегмент белорусского рынка ценных бумаг устойчиво приближается к значению в 30% ВВП [18].

Пожалуй, самым большим, а главное, многообещающим достижением в этом направлении можно назвать подписание 5 января 2015 года Закона №231-З «О рынке ценных бумаг» [20]. В Законе даны определения многих понятий, необходимых для формирования структуры фондового рынка в его современном понимании. Также этот Закон затрагивает вопросы регулирования рынка ценных бумаг в Республике Беларусь. Так, центральное место занимает государственное регулирование, которое осуществляется Президентом Республики Беларусь, Советом Министров и Национальным банком. Министерство финансов от имени Совета Министров проводит эмиссию государственных ценных бумаг. Так же следует отметить, что согласно Закону, выпуск ценных бумаг в Республике Беларусь должен проходить государственную регистрацию.

Также процесс регулирования рынка ценных бумаг в Республике Беларусь могут осуществлять профессиональные участники путем создания организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Таким образом, белорусский рынок ценных бумаг на протяжении своей истории развивался собственным путем. Неразвитость корпоративных ценных бумаг и неактивность населения и иностранных субъектов в инвестировании в Республике Беларусь обуславливаются большим государственным сектором в экономике и значительным контролем государства за деятельностью инвесторов. С учетом этих факторов можно сделать вывод, что и белорусские компании не обладают достаточным опытом по размещению ценных бумаг на мировых фондовых биржах. Однако, данный инструмент привлечения инвестиций является следующим шагом в развитии белорусских компаний.

Сегодня в Республике Беларусь многие компании уже достигли того уровня развития, когда им для дальнейшего роста необходимо привлечение инвестиций с помощью выпуска корпоративных ценных бумаг. Однако, на данный момент белорусский фондовый рынок, в силу невысокой степени своего развития, не обладает достаточной глубиной для привлечения необходимых финансовых ресурсов. Поэтому белорусские компании вынуждены искать денежные средства на международных фондовых рынках других стран.

Некоторые компании государственного сектора, например, БелАЗ и Беларуськалий являются потенциальными кандидатами на листинг на Варшавской фондовой бирже, а государственный банк Беларусбанк имеет статус IPO-партнера на этой площадке для помощи белорусским компаниям.

Существует несколько компаний, которые имеют крупное представительство в Беларуси, действуют на белорусском рынке, но находятся под юрисдикцией другой страны. Они являются примером того, что наличие ключевых биз-

нес-проектов в Беларуси не является препятствием для выхода компании на мировые фондовые биржи. Так, компания Wargaming.net в 2011 году перенесла свой головной офис из Минска на Кипр и в том же году вышла на Кипрской фондовой бирже (CSE) на IPO. Другим примером компании, которая изначально была основана в Беларуси, управляется белорусским менеджментом, но была перерегистрирована, является компания ASBIS. В 2007 году компания ASBIS вышла на IPO на Варшавской фондовой бирже, где к 2011 году разместила 36,7 % акций компании. Также можно считать, что белорусская компания ЗАО «Милавица», которая является дочерней компанией эстонского производителя Silvano fashion group, вышла на Варшавскую фондовую биржу вместе с размещением на бирже акций материнской компании.

Единственным примером, когда компания с белорусской юрисдикцией и действующая в большей степени на белорусском рынке размещает свои ценные бумаги на мировых фондовых биржах, является пример белорусской частной компании Евроторг, которая в 2017 году разместила облигации на ирландской бирже Irish Stock Exchange, а в 2018 году планировала выйти IPO на Лондонскую фондовую биржу и разместить на бирже акции в размере 300 млн. долл. США. Вместе с тем, первичное публичное размещение акций компания так и не провела по причине неблагоприятной ситуации на рынках капитала для компаний из развивающихся стран, а сама компания была оценена в 1 млрд. долл. США. Также выпуск ценных бумаг Евроторгом является единственным реальным опытом взаимодействия белорусской компании с инвестиционными банками.

В 2017 году при выпуске облигаций на сумму 350 млн. долл. США. Евроторг стал первой белорусской компанией, которая выпустила еврооблигации и в целом разместила свои ценные бумаги на иностранной бирже. До этого момента займы размещало только государство. Андеррайтерами данного выпуска выступили американские инвестиционные банк J.P. Morgan и российские Sberbank и Renaissance Capital, юридическим консультантом стала компания Latham & Watkins. В 2020 году компания продолжила практику размещения еврооблигаций и выпустила ценные бумаги в объеме 300 млн. долл. США со сроком погашением в 2025 году. Данная эмиссия стала вторым успешным выходом Евроторга на Ирландскую фондовую биржу. Организаторами размещения, как и в прошлый раз, стали банки J.P.Morgan и Renaissance Capital. Компания провела выпуск пятилетних облигаций со ставкой купона 9% годовых 22 октября 2020 года. Данная эмиссия является успешной, так как удалось реализовать все выпущенные ценные бумаги, а спрос превысил 650 млн. долл. США. Более того, международные рейтинговые агентства Fitch Ratings и S&P Global Ratings присвоили рейтинги данному выпуску «В», прогноз «стабильный» и «В-», прогноз «стабильный». Помимо этого, большое

количество институциональных инвесторов из Великобритании, Швейцарии, Европейского союза и США приобрели данные облигации и составили около половины всех инвесторов. Евроторг планировал использовать привлеченные денежные ресурсы на погашение облигаций, выпущенных в 2017 году. Этот позитивный опыт могут перенять другие белорусские компании, однако в современных условиях на белорусском рынке нет компаний, кроме Евроторга, которые имеют возможность выйти на зарубежную фондовую биржу. [31, с. 110].

Исходя из опыта компании Евроторг и направленности Лондонской фондовой биржи на привлечение зарубежных компаний, можно сделать вывод, что именно данная мировая биржа является самым подходящим местом выпуска ценных бумаг для белорусских компаний.

В английской доктрине особо подчеркивается инвестиционный характер сделок по приобретению ценных бумаг. Более того, распределение акций рассматривается не как способ размещения акций, а как метод приобретения ранее не размещавшихся акций эмитента в обмен на определенные инвестиции [29, с. 68]. Как правило, приобретаются такие акции на фондовых рынках и финансовых площадках.

Основным государственным органом, осуществляющим управление и надзор за деятельностью на финансовых рынках Великобритании, является Управление Великобритании по листингу (FSA). Необходимо отметить, что регулирование размещения ценных бумаг в Великобритании осуществляется на двух уровнях: национальном (акты Парламента) и локальном (локальные нормативно-правовые акты, разработанные непосредственно Лондонской фондовой биржей).

Главными законодательными актами, регулирующими вопросы размещения ценных бумаг в Великобритании, являются: Закон «О финансовых услугах и рынках», 2000г. (FSMA), 1995г., Закон «О компаниях» [46, 50].

FSMA является главным источником правил по осуществлению листинга и делистинга ценных бумаг, включая вопросы порядка составления проспекта эмиссии ценных бумаг, способы раскрытия информации в процессе размещения ценных бумаг [50].

Вместе с тем необходимо отметить, что основные правила публичного размещения разрабатываются непосредственно LSE на локальном уровне. До 2001 г. эмитенты в процессе подготовки к IPO имели дело исключительно с правилами Лондонской фондовой биржей.

Условием включения ценных бумаг компании в Официальный перечень является соответствие компании требованиям, установленным в Правилах листинга. Компания также обязана опубликовать или зарегистрировать в Великобритании утвержденный проспект эмиссии. Требования Правил листинга будут

различными в зависимости от категории листинга, на который подается заявка – т. е. листинг категории «Премиум» или категории «Стандарт».

Различие данных категорий заключается в предъявляемых требованиях с точки зрения законодательства. Как результат, листинг категории «Премиум» позволяет компаниям получить доступ к более широкому кругу инвесторов и более дешевым капитальным ресурсам. Листинг категории «Стандарт», как правило, предпочитают компании из стран с переходной экономикой, поскольку предусмотренные данной категорией требования не являются слишком жесткими, и позволяют получить листинг в том числе депозитарных расписок.

Непосредственно Правила листинга на LSE содержат блок базовых требований, применяемых к листингу ценных бумаг любого типа [64, с. 30]:

1. Надлежащее учреждение компании;
2. Осуществление компанией своей деятельности в соответствии с применимым законодательством (законодательство Республики Беларусь) и своими учредительными документами;
3. Ценные бумаги компании должны соответствовать требованиям законодательства страны ее учреждения, т. е. Республики Беларусь;
4. Ценные бумаги, подлежащие размещению и обращению на LSE, должны подлежать передаче без каких-либо ограничений, быть полностью оплаченными и не обремененными какими-либо залоговыми правами или ограничениями на право передачи;
5. Включение всех акций той же категории, что акции, получающие листинг, в листинг, с соблюдением правил о рыночной капитализации акций, которая должна быть не менее £700 000;
6. Утверждение проспекта эмиссии в отношении акций FSA с последующим опубликованием.

После получения листинга существует также ряд обязательств, применимых ко всем компаниям, среди которых:

1. Раскрытие инсайдерской информации;
2. Раскрытие сведений о сделках и долях владения;
3. Предоставление периодической отчетности. Компания обязана публиковать годовые и полугодовые отчеты, включающие консолидированную финансовую информацию за соответствующий период, обзор деловой активности компании за такой период, в течение четырех месяцев и двух месяцев, соответственно, после окончания соответствующего финансового периода;
4. Доля ценных бумаг в свободном обращении (Free float), составляющая не менее 25%. Однако на данном этапе у белорусских ОАО может возникнуть трудность. Как указывалось ранее, IPO акций допускается лишь в том случае, если количество размещаемых таким способом акций не превышает 25%.

Получается, что компаниям необходимо достигнуть одновременно верхнего порога, установленного национальным законодательством и удовлетворить минимальные требования, предъявляемые LSE.

Таким образом, для успешного прохождения листинга на LSE необходимо выполнять ряд достаточно жестких требований, установленных в нормативно-правовых актах самой биржи. Вместе с тем, на практике может возникнуть очень сложный вопрос, связанный с количеством ценных бумаг, подлежащих первичному публичному размещению, поскольку верхний порог национального законодательства является нижним порогом британского. Представляется, что преодолеть эту трудность способны лишь дальнейшие реформы белорусского законодательства в области регулирования рынка ценных бумаг.

3.2 Проблемы в эмиссии ценных бумаг белорусскими компаниями на мировых фондовых биржах

Причина малого объема взаимодействия белорусских компаний с мировыми фондовыми биржами заключается в препятствиях, которые существуют внутри большинства белорусских корпораций, а также во внешней среде белорусской экономики, которая не расположена к взаимодействию внутренних экономических агентов с мировыми площадками.

Таким образом существует ряд проблем, имеющих у белорусских предприятий, которые препятствуют эмиссии ценных бумаг на мировых фондовых биржах:

1. Неразвитость нормативно-правовой базы. 3 марта 2016 году был издан указ Президента Республики Беларусь №84 «О вопросах эмиссии и обращения акций с использованием иностранных депозитарных расписок». Это первый документ, которым может руководствоваться белорусская компания при планировании IPO на зарубежных рынках. До этого для выхода на зарубежные фондовые биржи белорусские компании должны были регистрировать юридическое лицо за границей и передавать ему часть активов компании. Этот метод был невозможен для государственных предприятий и им могли пользоваться только частные компании с тесной связью с зарубежными рынками [7, с. 121].

2. Отсутствие профессиональных участников на белорусском фондовом рынке. Одним из препятствий для размещения белорусских ценных бумаг на зарубежных биржах является то, что многие государственные и частные предприятия, формально имеющие статус лидеров белорусской экономики, не владеют достоверной информацией о рыночной стоимости своих активов. Труд-

ность заключается и в том, что в данной сфере опыт белорусских компаний минимален. Для белорусских корпораций это совершенно новое направление работы с потенциальными инвесторами. Компаниям необходимо испытать в реальных рыночных условиях новые механизмы коммуникации с инвесторами. Например, презентация предприятия потенциальным инвесторам или взаимодействием с профессиональными участниками фондового рынка. Для этого компаниям требуется либо привлечь местных оценочных специалистов, которые не обладают достаточной точностью при оценке, или воспользоваться дорогой услугой зарубежных агентов, которые могут оценить белорусские компании.

3. Строгие требования к корпоративной отчетности. Только с 1 января 2017 г. Международные стандарты финансовой отчетности введены в правовую систему Республики Беларусь постановлением Совета Министров Республики Беларусь и Национального банка Республики Беларусь от 19.08.2016 № 657/20. В соответствии с требованиями ст. 17 Закона Республики Беларусь от 12.07.2013 N 57-3 «О бухгалтерском учете и отчетности» общественно значимые организации обязаны составлять годовую консолидированную отчетность в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности в официальной денежной единице Республики Беларусь. Правильное составление финансовой отчетности важно для компании, которая собирается проводить эмиссию на зарубежных фондовых биржах. Однако, в 2020 году почти 25% акционерных компаний в Беларуси получили аудиторское заключение с оговорками о существовании индикаторов того, что возмещаемая стоимость основных средств может быть ниже их балансовой стоимости. То есть стоимость активов на балансе компаний, вероятно, завышена. При этом лишь 4% организаций признали обесценивание основных средств в 2020 году. Это значит, что использование базовых финансовых коэффициентов для оценки акций белорусских компаний проблематично по причине завышенной стоимости активов [7, с. 122].

4. Отсутствие эффективного корпоративного управления и стратегического менеджмента. Все компании, которые планируют осуществлять эмиссию на мировых фондовых биржах должны в той или иной степени провести реструктуризацию своего бизнеса. Однако, большинство белорусских корпораций отказываются от идеи проведения IPO или выпуска облигаций, потому что трансформация компании занимает большой период времени и требует финансовых вложений. Белорусские менеджеры рассматривают IPO в качестве дешевого долгосрочного финансирования при этом учитывают необходимость реструктуризации компании как негативный фактор. Однако, это неправильный подход, который отталкивает инвесторов. Требуется выстраивать в компаниях открытую структуру корпоративного управления, а также выстроить доверительные отношения с инвесторами, которые будут подкреплены четкой стратегией развития.

5. Неразвитость белорусского фондового рынка. Изучение проблематики фондового рынка Республики Беларусь в области корпоративного финансирования и поиск направлений его совершенствования представляют значительный интерес как для белорусских частных компаний, так и для компаний государственного сектора [11, с. 52].

Для проблемы, с которыми сегодня столкнулась экономика Республики Беларусь, требуется создание стратегии решений. Одним из аспектов данной стратегии является развитие рынка ценных бумаг.

Также одной из основных причин замедленного развития фондового рынка в Республике Беларусь является структура национальной экономики, в которой преобладают крупные машиностроительные и нефтеперерабатывающие предприятия. В России приватизация сырьевых предприятий никак не повлияло на их эффективность, а в некоторой степени даже способствовали их развитию. Во многом это произошло потому, что добывающая промышленность мало зависит от других отраслей экономики. В Беларуси же приватизация и отказ от централизованного руководства, могут негативно повлиять на производительность обрабатывающего сектора экономики, так как отечественные промышленные предприятия связаны тесными производственными связями не только внутри страны, но и за ее пределами, в особенности с российскими поставщиками сырья и комплектующих.

Принимая во внимание, что экономика Беларуси в значительной степени зависит от экспорта промышленных товаров, которые производятся на крупных предприятиях, можно понять позицию государства, которое не хочет терять контроль над столь значимыми для страны предприятиями.

Но, тем не менее, белорусскому рынку ценных бумаг необходимо продолжать развиваться для того, чтобы привлечь инвестиции с целью финансирования проектов, направленных на модернизацию экономики.

Инвестиции являются важнейшей составляющей развития экономики, в особенности иностранные инвестиции и инвестиции населения. Другие же источники финансирования, например, средства бюджета или кредитование, являются доступными, однако могут привести к негативным последствиям.

Основными причинами того, что фондовый рынок Республики Беларусь обладает недостаточной емкостью и его потенциал полностью не реализуется в контексте привлекательности среди компаний для выпуска корпоративных ценных бумаг, являются высокая роль государства и преобладание банковского сектора в финансовой системе.

Активная роль государства в перераспределении ресурсов на финансовом рынке регулятивным способом в основном направлена на поддержание большого количества государственных коммерческих предприятий. Такие действия ограничивают госкомпании в управлении собственным капиталом. Так, при-

быльные компании госсектора вынуждены финансировать убыточные государственные предприятия, которые могли бы получить финансовые ресурсы с помощью инструментов фондового рынка. Однако государство предпочитает использовать метод директивного кредитования и финансирует заемный капитал по средствам низкопроцентных государственных кредитов, чтобы сохранить контроль над компаниями [7, с. 120]. Также около 90% фондового рынка Республики Беларусь составляют государственные облигации (рисунок 3.1).

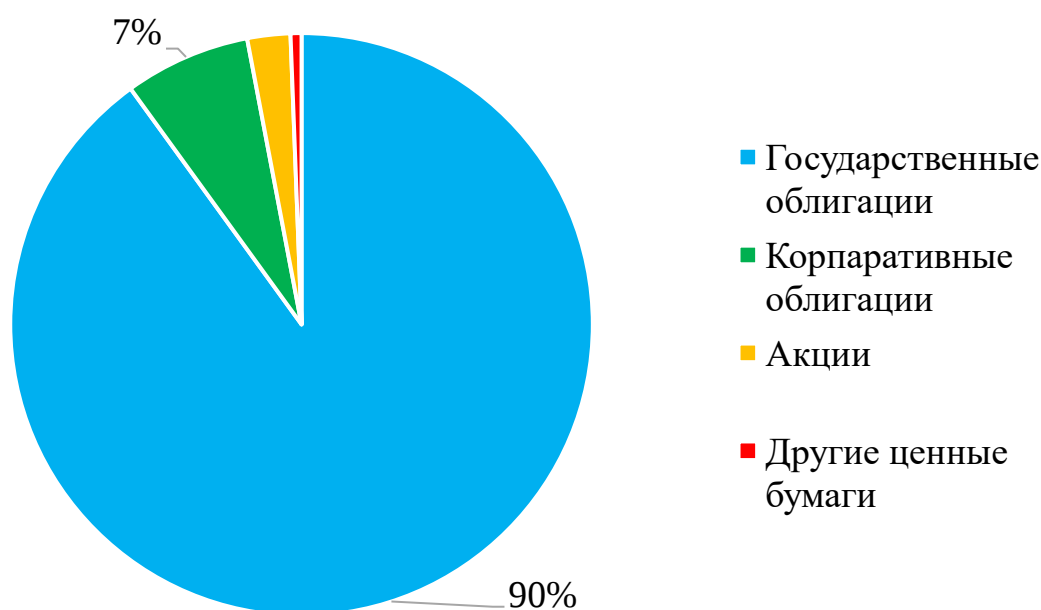


Рисунок 3.1 – Структура фондового рынка Республики Беларусь 2021 год [38]

Белорусские компании при привлечении финансовых ресурсов предпочитают банковские кредиты инструментам фондового рынка. В основном это связано с институциональными ограничениями для использования инструментов рынка ценных бумаг и сложной бюрократической системой Белорусской валютно-фондовой биржи. С другой стороны, эти факторы являются следствием того, что сбережения экономических субъектов в основном находятся в форме банковских депозитов, в то время как инвестирование свободного капитала в ценные бумаги является непопулярным видом сбережения денежных средств. Также специфика банковского сектора Республики Беларусь заключается в том, что банки являются не только финансовыми посредниками на рынке заемного капитала, но и выступают основными игроками на фондовом рынке. Так, банки исполняют роль эмитентов или держателей около 52,9% облигаций, обращающихся на Белорусской валютно-фондовой бирже [8, с. 53].

Ключевой проблемой, выявленной при написании дипломной работы, выступила, с одной стороны, бессистемность и фрагментарность отечественного законодательства в области совершения сделок с ценными бумагами в отношении

первичного публичного размещения ценных бумаг: часть положений утратила силу, однако введения новых механизмов регулирования не последовало, а, с другой стороны, излишняя императивность в регулировании, приводящая к снижению инвестиционной мотивированности белорусских компаний. Данная тема также является недостаточно разработанной национальными аналитиками как в сфере права, так и в сфере экономики, поскольку вопрос осуществления размещения ценных бумаг на международных фондовых рынках и совершение сделок с ними носит междисциплинарный характер.

3.3 Перспективы и направления повышения эффективности эмиссии ценных бумаг белорусскими компаниями на мировых фондовых биржах

Белорусским компаниям требуется предпринять ряд мер в направлении эффективности эмиссии ценных бумаг на мировых фондовых биржах. Данные меры основаны как на общих мировых принципах повышения эффективности выпуска ценных бумаг, так и на специальных мерах, которые учитывают специфику белорусских компаний и экономики Республики Беларусь.

Таким образом существует ряд мер, которые могут способствовать эмиссии ценных бумаг белорусских компаний на мировых фондовых биржах:

1. Развитие бренда компании и сохранение истории корпорации. Эффективное формулирование корпоративных целей, дорожной карты и фирменного стиля, позволяет инвесторам быть уверенными в том, что компания находится на правильном пути и чтит свои корпоративные принципы и традиции. У крупных белорусских компаний, особенно у флагманов белорусской экономики, большая история. Однако, компании недостаточно иметь длинную историю развития. Важно, чтобы руководство компании уважало ее и могло рассказывать инвесторам. Это означает наличие менеджмента, который будет не только владеть информацией о финансовых индикаторах и ключевых показателях эффективности, но также уметь представить публике бренд, историю, традиции и корпоративные цели компании, чтобы укрепить доверие потенциальных инвесторов. Развитие бренда требуется осуществлять в первую очередь на внутреннем рынке, чтобы у внутреннего потребителя формировалась приверженность к компании и чувство принадлежности к успеху корпорации. Такая репутация не только позволит укрепиться компании в глазах инвесторов, но и будет положительным фактором при формировании внутренней базы розничных инвесторов.

2. Наличие хороших финансовых результатов. На сегодняшний день многие белорусские предприятия имеют проблемы со своими финансами. В первую очередь это относится к белорусским государственным предприятиям, которые являются убыточными и зависят от дотаций из бюджета или кредитов белорусских банков. Компании с такими финансами никогда не заинтересуют зарубежных инвесторов. Наличие крепкого финансового положения перед IPO должно быть одной из главных целей компании при эмиссии ценных бумаг. Белорусские компании, планирующие провести IPO, должны быть готовы предоставить проверенные финансовые данные за три года. Инвесторы хотят видеть стабильное соотношение долга к собственному капиталу, достаточную рыночную капитализацию и предсказуемые потоки доходов. Помимо этого, белорусским предприятиям требуется создать процессы для контроля доходов, численности персонала и всех основных расходов. Финансовая инфраструктура должна обладать необходимыми средствами контроля для управления этими процессами, а также гибкостью для адаптации к изменениям в будущем. Наличие положительных финансовых результатов является базовым приоритетом любой компании, однако, что касается положительного влияния на эмиссию ценных бумаг белорусскими компаниями, то следует отметить, что чем сильнее корпорация с финансовой стороны, тем больше ресурсов она может тратить на менеджмент и покупать услуги более качественных экспертов. Все это приводит к улучшению составления отчетности и более эффективному менеджменту.

3. Подготовка к строгой финансовой отчетности. Сегодня многие белорусские компании пренебрегают организацией отчетности по международным стандартам финансовой отчетности. Однако, без этого невозможно осуществление эмиссии ценных бумаг на мировых фондовых биржах. Процесс IPO значительно упрощается за счет эффективного составления финансовой отчетности, поэтому инвестиции в системы автоматизации, которые могут обеспечить финансовую консолидацию отчетности компании, имеют значительную ценность при осуществлении эмиссии ценных бумаг. Устраняя устаревшие методы составления отчетности, компания может более эффективно масштабироваться по мере роста объемов бизнеса и, гарантируя, что процессы отчетности прозрачны и поддерживаются полным аудиторской проверкой, компания будет получать положительные результаты на протяжении всего пути IPO. Способность анализировать прошлые показатели и прогнозировать будущие индикаторы значительно улучшат доверие инвесторов.

4. Создание надлежащего корпоративного управления. Фондовый рынок требует от компаний эффективного внутреннего управления. Белорусские компании, которые рассматривают возможность проведения IPO, должны создать систему управления, обеспечивающую подотчетность членов совета директоров и исполнительного руководства. Многие частные белорусские компа-

нии не до конца понимают важность управления для долгосрочного успеха, а те, кто делает реформы в управлении, часто недооценивают время и усилия, необходимые для его эффективного создания. Когда компания становится публичной, регулирующие органы и инвесторы одинаково требуют, чтобы она была скоординированной, прозрачной и последовательной, в отличие от свободной политики, основанной на решении собственника, которая может преобладать во многих частных компаниях. Эффективное корпоративное управление можно создать с помощью привлечения зарубежных профессионалов и развития национального образования в виде бизнес-школ, которое обеспечит получения необходимого менеджерского образования.

5. Сотрудничество с международными финансовыми институтами. Взаимодействие с международными организациями может помочь белорусским компаниям провести внутреннюю реструктуризацию и успешно провести эмиссию ценных бумаг. Например, Международная финансовая корпорация и Европейский банк реконструкции и развития могут оказать содействие белорусским компаниям, так как они имеют опыт взаимодействия с белорусским фондовым рынком: осуществляли портфельные инвестиции и были владельцами части акций белорусских компаний. Данные международные финансовые институты обладают обширным опытом участия в эмиссии ценных бумаг компаний из других стран. Также сотрудничество с подобными организациями может повысить привлекательность ценных бумаг компании и обеспечит доверие инвесторов, что в итоге повысит рыночную стоимость активов. Однако, чтобы организовать взаимодействие с Международной финансовой корпорацией и Европейским банком реконструкции и развития требуется провести изменения в управлении обществом и допустить данные организации в управление компанией с продажей доли уставного капитала. Сотрудничество с международными организациями будет полезно не только компаниям, но и белорусскому фондовому рынку, который сможет унифицировать законодательство и увеличить количество профессиональных участников фондового рынка.

Что касается перспектив белорусских компаний на зарубежных фондовых рынках, то они зависят от развитости национального рынка ценных бумаг и от уровня взаимодействия белорусских компаний с зарубежными финансовыми институтами. Для того чтобы успешно провести эмиссию ценных бумаг на зарубежном рынке, компании требуется сотрудничать со многими профессиональными участниками фондового рынка, поэтому процесс выпуска ценных бумаг может быть облегчен путем совершенствования национального рынка ценных бумаг.

В Республике Беларусь долгое время развитие фондового рынка не стимулировалось государством, в основном, по причине высоких рисков потерять контроль над ключевыми отраслями экономики и опасности попасть в зависимость

от внешних факторов. Однако, данная политика в долгосрочной перспективе не принесла должного результата, в отличие от стран, которые стимулировали развития фондового рынка.

В этой связи 1 августа 2019 года было принято Постановление Совета Министров и Национального банка № 551/13. В данном документе обновлялась стратегия развития финансового рынка Беларуси до 2020 года. Основными целями развития финансового сектора являются [8, с. 53]:

1. Стимулирование активности субъектов хозяйствования и граждан в операциях на финансовом рынке;
2. Унификация подходов в регулировании, с учетом мировой практики;
3. Повышение уровня открытости рынка и увеличения финансовой грамотности его участников.

Также в стратегии намечено отменить Указ Президента Республики Беларусь от 16 ноября 2006 г. № 677 «О некоторых вопросах распоряжения имуществом, находящимся в коммунальной собственности, и приобретения имущества в собственность административно-территориальных единиц». В этом Указе устанавливается преимущественное право облисполкомов и Минского горисполкома на приобретение акций предприятий. Данное право может реализовываться до трех месяцев, что является значительным ограничением для распределения капитала.

Следуя стратегии развития финансового рынка Беларуси до 2020 года, делаются первые шаги к пересмотру этого Указа. Так, постановлением Совета Министров от 18 сентября 2019 г. № 635 был сокращен перечень хозяйственных обществ, в отношении акций которых исполкомы обладают преимущественным правом на приобретение.

Исходя из представленных факторов, ограничивающих использование рынка ценных бумаг Республики Беларусь в качестве источника финансирования для компаний, требуется предпринять ряд мер, направленных на совершенствование фондового рынка:

1. Создание национальной системы внебиржевой торговли. Создание национальной внебиржевой торговой системы, которая будет выполнять роль компьютерной биржи, позволит открыть доступ на фондовый рынок средним компаниям, упростит взаимоотношения между эмитентом и инвестором, устраним задержки в проведении платежей, повысит прозрачность финансовых операций, снизит дополнительные расходы на стоимость выпуска ценных бумаг, что в конечном счете улучшит процесс обращения ценных бумаг на бирже и повысит привлекательность эмиссии корпоративных ценных бумаг для компаний [22, с. 25; 23, с. 58]. Примерами успешного внедрения систем внебиржевой торговли в мире являются чешская RS-System, российская РТС и американская NASDAQ [12, с. 81]. Успехом данных торговых систем стали цифровые технологии и воз-

возможность компаний второго эшелона размещаться на этих площадках. Открытие подобной торговой площадки в Беларуси особенно актуально для белорусских компаний IT сектора, которые обладают большим потенциалом для развития [16, с. 100].

2. Проведение грамотной приватизации и развитие института инвестиционных фондов. Со стороны государства важным шагом для последующего развития фондового рынка может послужить приватизация крупных и известных белорусских предприятий, таких как БелАЗ, Беларусбанк, Белтелеком и других белорусских «голубых фишек» [7, с. 122]. Этап приватизации в Беларуси был не завершен в самом начале развития фондового рынка. Возвращение к нему позволит сформировать базу рынка ценных бумаг, улучшит структуру корпоративного финансирования государственных компаний и повысит привлекательность долгосрочного инвестирования среди физических лиц.

Инвестиционные фонды являются важным участником развитых фондовых рынков. Они привлекают большую долю инвестиций на фондовые рынки и способствуют его развитию. Первым таким фондом в Беларуси может стать инвестиционный пенсионный фонд. Данные фонды сыграли важную роль в становлении фондовых рынков в странах Центральной и Восточной Европы [7, с. 121].

3. Популяризация инвестирования в фондовый рынок среди населения. В Республике Беларусь 14,1% не используют финансовые инструменты и хранят свои денежные средства только в виде сбережений. 39% населения используют только 1-2 финансовых инструмента для действий со своим капиталом. Исходя из этого, для вовлечения физических лиц в процесс инвестирования на фондовом рынке требуется создание и развития различных институтов индивидуального инвестирования, которые будут включать как увеличение финансовой грамотности населения, так и упрощение процесса инвестирования.

Таким образом предложенные меры по совершенствованию фондового рынка будут способствовать развитию корпоративного финансирования с помощью инструментов рынка ценных бумаг Республики Беларусь, а также позволят белорусским компаниям осуществлять эмиссию ценных бумаг на мировых фондовых биржах более простым путем. Однако для всеобъемлющего и эффективного развития данного направления требуется принятие мер для всестороннего улучшения фондового рынка. Они должны включать принятие нормативно-правовых документов, трансформацию системы налогообложения, оптимизацию роли государства и снятие институциональных барьеров. Внедрение всех вышеперечисленных прогрессивных мер может стать толчком для долгосрочного развития фондового рынка Республики Беларусь.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Подводя итоги работы, хотелось бы отметить, что эффективное корпоративное финансирование является важнейшей составляющей финансовой успешности компании, а фондовый рынок является наиболее удобным и гибким источником финансовых ресурсов.

Эффективное функционирование корпорации заключается в качественно разработанной стратегии развития и в хорошо работающем механизме корпоративных финансов. Неотъемлемой частью этого механизма является корпоративное финансирование, основной задачей которого является соблюдение баланса структуры капитала между совокупными обязательствами и собственным капиталом. Данный баланс достигается рациональным выбором источников финансирования, в которых на сегодняшний день фондовый рынок занимает ключевое место.

Фондовый рынок, по сравнению с другими источниками финансирования, обладает рядом уникальных преимуществ: диверсификация источников корпоративного финансирования, возможность привлечения неограниченного объема денежных средств, отсутствие строгой целевой направленности расходования привлеченных средств, а также формирование публичного кредитного рейтинга эмитента, что приводит к повышению инвестиционной привлекательности. Также одним из основных преимуществ является широкое разнообразие ценных бумаг. Это отражает вариативность рыночных отношений, которые может использовать компания для корпоративного финансирования.

Использование фондового рынка в качестве источника финансовых ресурсов и привлечения денежных средств является эффективным методом корпоративного финансирования. С помощью рынка ценных бумаг предприятие обладает возможностью финансировать как заемный, так и собственный капитал. На сегодняшний день для крупных транснациональных корпораций наблюдается тенденция, при которой они обращают большее внимание на увеличение уставного капитала с помощью выпуска акций компании. Основной причиной является большая капитализация корпорации. В то же время эмиссия акций позволяет не только привлечь значительные денежные ресурсы, но и требует от корпорации трансформации системы корпоративного управления, унификации финансовых процессов и поддержания хорошей репутации среди инвесторов. Чтобы максимально увеличить пользу от эмиссии ценных бумаг, компании требуется приложить большой объем усилий для структурирования и прозрачности внутренних процессов, так как именно состояние компании и ее подготовка к выпуску ценных бумаг создают основу для успешности данного процесса и позволяют избежать таких феноменов, как недооценка IPO.

Современное положение фондовых рынков в разных странах сильно отличается. В основном это связано с тем, что политика государств, экономическая структура стран, интеграционные процессы, степень интернационализации рынка и инвестиционная база отличается в зависимости от страны и региона. Однако эти различия в функционировании и регламенте фондовых рынков разных стран хоть и несут дополнительные адаптационные издержки для компании, но в тоже время предоставляют корпорациям свободу выбора наиболее подходящей площадки и ее критериев, которые будут соответствовать стратегии компании и ее внутренней структуре.

Усиление глобализации на мировых финансовых рынках, интернационализация производственной деятельности корпораций, растущая конкуренция за рынки, доминирование компаний технологического сектора, геополитические и макроэкономические риски – все эти факторы влияют на эффективность эмиссии ценных бумаг в современном мире. Однако, данные события и процессы изменяются с течением времени, поэтому компаниям требуется проводить тщательный анализ по изучению всех рисков и текущей рыночной ситуации, чтобы принять рациональное решение о размещении ценных бумаг.

Одной из основных тенденций развития мировых фондовых рынков является увеличивающаяся роль рынков развивающихся стран и увеличение количества транснациональных корпораций из этих регионов. В долгосрочной перспективе фондовые рынки развивающихся стран будут становиться все более привлекательными для корпораций и с течением времени они превратятся в крупные финансовые центры, которые будут способны конкурировать с рынками ценных бумаг развитых стран. Особенно выделяется китайский рынок в основном за счет своей глубины и доступом к китайским инвесторам. Однако, доминирующая роль фондового рынка США и его привлекательность для корпораций будет сохраняться еще на протяжении долгого времени.

Что касается опыта выпуска ценных бумаг белорусских компаний на мировых биржах, то на данный момент потенциал компаний и возможности белорусского фондового рынка полностью не реализуются. Для того, чтобы развивать данное направление и фондовый рынок в целом требуется внедрение современных технологий, структурные реформы в экономике, развитие индивидуального инвестирования, а также институциональные изменения.

Таким образом, компаниям требуется проводить внутреннюю работу по выпуску ценных бумаг, быть полностью осведомленными о всех факторах, которые влияют на эффективность процесса эмиссии, и на основе данной информации рационально оценить эффективность эмиссии ценных бумаг.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Андреева, О. В. Корпоративные финансы: учеб. пособие / О. В. Андреева. – Ростов н/Д : Фонд Содействие–XXI век, 2015. – 316 с.
2. Балюк, И. А. Современный международный долговой рынок: теория и практика функционирования : дис. ... докт. экон. наук : 08.00.14 / И. А. Балюк. – М., 2019. – 389 л.
3. Выбор биржи для листинга. Обзор фондовых бирж в Лондоне, Нью-Йорке и Гонконге [Электронный ресурс] // pwc. – Режим доступа: https://www.pwc.ru/en/capital-markets/assets/which_market_2012_rus_16.05.12.pdf. – Дата доступа: 12.04.2022.
4. Иванова, Е. А. О сущности корпоративных финансов / Е. А. Иванова // Стратегия социально-экономического развития общества: управленческие, правовые, хозяйственные аспекты : материалы Междунар. науч.-практ. конф., Курск, 25 нояб. 2011 г. / Юго-Западный гос. ун-т ; отв. ред. А. А. Горохов. – Курск, 2011. – С. 116–118.
5. Книга, А. С. Формирование структуры капитала на различных этапах жизненного цикла организации / А. С. Книга // Наука и практика управления в 21 веке: традиции и тенденции. – 2009. – № 1. – С. 53–57.
6. Корпоративные финансы : учебник / под ред. М. А. Эскиндарова, М. А. Федотовой. – М. : КНОРУС, 2016. – 480 с.
7. Крук, Д. Потенциал и направления развития финансовых рынков в Беларуси [Электронный ресурс] / Д. Крук, А. Циуля // Банкаўскі веснік. – 2020. – № 3 (680). – Режим доступа: <https://www.nbrb.by/bv/articles/10742.pdf>. – Дата доступа: 21.04.2022.
8. Лузгина, А. Цифровая трансформация национальной экономики: вызовы и перспективы [Электронный ресурс] / А. Лузгина // Банкаўскі веснік. – 2020. – № 3 (680). – Режим доступа: <https://www.nbrb.by/bv/articles/10738.pdf>. – Дата доступа: 22.04.2022.
9. Лукашов, А. IPO от I до O: пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / А. Лукашов, А. Могин. — 2-е изд., испр. и доп. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. – 361 с.
10. Львутин, П. П. Первичные публичные размещения акций: обзор исследований [Электронный ресурс] / П. П. Львутин, О. В. Фетцер // Корпоративные финансы. – 2007. – № 1 (1). – Режим доступа: <https://cfjournal.hse.ru/article/view/1743/2466>. – Дата доступа: 16.04.2022.
11. Мамонович, П. Рынок корпоративных ценных бумаг и перспективы его развития в Беларуси [Электронный ресурс] / П. Мамонович // Банкаўскі

веснік. – 2014. – № 9 (627). – Режим доступа: <https://www.nbrb.by/bv/articles/10035.pdf> . – Дата доступа: 22.04.2022.

12. Миркин, Я. М. Развитие российских бирж в 90-е годы [Электронный ресурс] / Я. М Миркин // Вестник Финансовой академии. – 1998. – № 3 (98). – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/razvitie-rossiyskih-birzh-v-90-e-gody/viewer> . – Дата доступа: 22.04.2022.

13. Намятова, Л. Е. Фондовые биржи: теория и практика / Л. Е. Намятова, М. Р. Насырова // Дискуссия. – 2011. – № 6 (14). – С. 29–31.

14. Некоторые вопросы Государственной инспекции Республики Беларусь по ценным бумагам [Электронный ресурс] : постановление Совета Министров Респ. Беларусь и Национального банка Респ. Беларусь, 4 июня 1993 г., № 367/17 // Левоневский Валерий Станиславович. – Режим доступа: <http://pravo.levonevsky.org/bazaby/org507/sbor20/texv9279.htm>. – Дата доступа: 14.04.2022.

15. Никифорова, В. Д. IPO – Путь к биржевому рынку : практ. руководство / В. Д. Никифорова, В. А. Макарова, Е. А. Волкова. – СПб. : ПИТЕР, 2007. – 197 с.

16. Никонова, И. А. Ценные бумаги для бизнеса: Как повысить стоимость компании с помощью IPO, облигационных займов и инвестиционных операций / И.А. Никонова. — 2-е изд. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2009. – 350 с.

17. О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг [Электронный ресурс] : Указ Президента Респ. Беларусь, 28 апр. 2006 г., № 277 // Министерство финансов Респ. Беларусь. – Режим доступа: https://www.minfin.gov.by/upload/depcen/acts/ukaz_280406_277.pdf. – Дата доступа: 14.04.2021.

18. О работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь в 2018 году : отчет [Электронный ресурс] / Министерство финансов Респ. Беларусь. – Минск, 2022. – Режим доступа: http://www.minfin.gov.by/ru/securities_department/reports. – Дата доступа: 14.04.2022.

19. О разгосударствлении и приватизации государственной собственности в Республике Беларусь [Электронный ресурс] : Закон Респ. Беларусь от 19 янв. 1993 г., № 2103-XII. – Режим доступа: <http://laws.newsby.org/documents/laws/law1236.htm>. – Дата доступа: 14.04.2022.

20. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс] : Закон Респ. Беларусь от 5 янв. 2015 г., № 232-3 // Министерство финансов Респ. Беларусь. – Режим доступа: https://www.minfin.gov.by/upload/depcen/acts/zakon_050115_231z.pdf. – Дата доступа: 14.04.2022.

21. О ценных бумагах и фондовых биржах [Электронный ресурс] : Закон Респ. Беларусь от 12 марта 1992 г., № 1512-ХІІ // Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг. – Режим доступа: <https://www.centraldepo.by/doc/1/4/>. – Дата доступа: 14.04.2022.
22. Подрез, А. Внедрение цифровых технологий в финансовый сектор Беларуси [Электронный ресурс] / А. Подрез // Банкаўскі веснік. – 2019. – № 10 (675). – Режим доступа: <https://www.nbrb.by/bv/articles/10669.pdf>. – Дата доступа: 16.04.2022.
23. Прянишникова, М. В. Принципы построения внебиржевых торговых систем [Электронный ресурс] / М. В. Прянишникова // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2016. – № 2 (61) – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/razvitie-rossiyskih-birzh-v-90-e-gody/viewer>. – Дата доступа: 22.04.2022.
24. Пшеничная, В. П. Тенденции развития мирового финансового рынка / В. П. Пшеничная, М. Ю. Дребенникова // Вестн. Уральского ин-та экон., управл. и права. – 2016. – № 3. – С. 4–10.
25. Ротбард, М. Власть и рынок: Государство и экономика = Power and Market. Government and the Economy / М. Ротбард ; под. ред. Г. Сапова ; пер. с англ. Б. С. Пинскера. – М. : Социум, 2016. – 424 с.
26. Рынок ценных бумаг / Н. И. Берзон [и др.] ; под общ. ред. Н. И. Берзона. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : Юрайт, 2013. – 536 с.
27. Рынок ценных бумаг Республики Беларусь и тенденции его развития / А.Н.Аксенов [и др.]. – Минск : РИВШ БГУ, 2001 . – 340 с.
28. Тычинская, Т. А. Качество корпоративного управления как фактор выбора структуры источников финансирования инвестиций / Т. А. Тычинская // Известия Уральского гос. ун-та. Сер. 3, Обществ. науки. – 2010. – № 1 (73). – С. 46–58.
29. Удальцова, Н. Г. Первичное публичное предложение (размещение) ценных бумаг: правовая природа / Н. Г. Удальцова. – М. : Инфотропик Медиа, 2012. – 224 с.
30. Уилсон, Р. С. Корпоративные облигации: Структура и анализ / Р. С. Уилсон, Ф. Дж. Фабоцци ; пер. с англ. А. Шматова. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 445 с.
31. Финансовый менеджмент : учеб. пособие / О. А. Пузанкевич [и др.] ; под ред. О. А. Пузанкевич. – Минск : БГЭУ, 2020. – 334 с.
32. Форсайт инновационной экономики: гармонизация профессиональных и образовательных стандартов : сб. науч. ст. / Сиб. акад. фин. и банковского дела ; редкол.: Н. В. Фадейкина (гл ред.) [и др.]. – Новосибирск : САФБД, 2017. – 301 с.

33. Холикова, Д. А. Перспективы развития инвестиционных банков в развивающихся странах / Д. А. Холикова // Хроноэкономика. – 2019. – № 3 (16). – С. 159–160.
34. Шабалин, А. О. Развитие рынка ценных бумаг России в XX веке / А. О. Шабалин. – М. : Евразия+, 2001. – 293 с.
35. Are your growth strategies resilient enough for the future? : 2021 EY Global IPO Trends report [Electronic resource] // EY. – Mode of access: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/ipo/ey-2021-global-ipo-trends-report-v2.pdf. – Date of access: 18.04.2022.
36. Banerjee, S. Cross-country IPOs: What explains differences in underpricing? / S. Banerjee, L. Dai, K. Shrestha // Journal of Corporate Finance. – 2011. – Vol. 17, iss. 5. – P. 1289–1305.
37. Bayar, O. IPOs versus Acquisitions and the Valuation Premium Puzzle: A Theory of Exit Choice by Entrepreneurs and Venture Capitalists / O. Bayar, T. J. Chemmanur // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2011. – Vol. 46, iss. 6. – P. 1755–1793.
38. BCSE: Белорусская валютно-фондовая биржа [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.bcse.by/ru>. – Дата доступа: 14.04.2022.
39. Benveniste, M. L. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues / M. L. Benveniste, P. A. Spindt // Journal of Financial Economics. – 1989. – Vol. 24, iss. 2. – P. 343–361.
40. Benzoni, L. Conflict of Interest and Certification in the U.S. IPO Market : Working Paper, № 2007-09. / L. Benzoni, C. Schenone. – Chicago, 2007.– 45 p.
41. Berk, J. Fundamentals of corporate finance / J. Berk, P. DeMarzo, J. Harford. – 4th ed. – New York ; Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, 2016. – 878 p.
42. Bragg, S. M. Running a public company: from IPO to SEC reporting / S. M. Bragg. – New Jersey : Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, 2009. – 337 p.
43. Chemmanur, T. J. Do Antitakeover Provisions Spur Corporate Innovation? A Regression Discontinuity Analysis / T. J. Chemmanur, X. Tian // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2018. – Vol. 53, iss. 3. – P. 1163–1194.
44. Choe, H. Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence / H. Choe, W. Masulis, V. Nanda // Journal of Empirical Finance. – 1993. – Vol. 1, iss. 1. – P. 3–31.
45. Coase, R. H. The Problem of Social Cost / R. H. Coase // The Journal of Law & Economics. – 1987. – Vol. 3. – P. 1–44.
46. Companies Act [Electronic resource] : 8 Nov. 2006. – Mode of access: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>. – Date of access: 14.04.2022.

47. Cooley, P. L. Significant Contributions to Finance Literature / P. L. Cooley, J. L. Heck // *Financial Management*. – 1981. – Vol. 10, № 2. – P. 23–33.
48. Eckbo, B E. Valuation effects of corporate debt offerings / B. E. Eckbo // *Journal of Financial Economics*. – 1986. – Vol. 15, iss. 1-2. – P. 119–151.
49. Facundo, A. The rise of domestic capital markets for corporate financing : Working Paper, № 8844 / A. Facundo, J. J. Cortina, S. L. Schmukler. – Washington : The World Bank, 2019. – 64 p.
50. Financial Services Markets Act [Electronic resource] : 14 June 2000, № 8. – Mode of access: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>. – Date of access: 14.04.2022.
51. Frank, Z. M. Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? / Z. M. Frank, V. K. Goyal // *Journal of Financial Management*. – 2009. – Vol. 38, iss. 1. – P. 1–37.
52. Groh, A. P. The First Step of the Capital Flow from Institutions to Entrepreneurs: The Criteria for Sorting Venture Capital Funds / A. P. Groh, H. von Liechtenstein // *Journal of European Financial Management*. – 2011. – Vol. 17, iss. 3. – P. 532–559.
53. Hanley, K. W. The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon / K. W. Hanley // *Journal of Financial Economics*. – 1993. – Vol. 34, iss. 2. – P. 231–250.
54. Harris, L. Market Organization and Structure [Электронный ресурс] / L. Harris. – Los Angeles : CFA – Режим доступа: <https://www.marshall.usc.edu/sites/default/files/lharris/intellcont/Market%20Organization%20and%20Structure-1.pdf>. – Дата доступа: 17.04.2022.
55. Hoffmann-Burchardi, U. Clustering of initial public offerings, information revelation and underpricing / U. Hoffmann-Burchardi // *European Economic Review*. – 2001. – Vol. 45, iss. 2. – P. 353–383.
56. Hopp, C. Do differences in institutional and legal environments explain cross-country variations in IPO underpricing? / C. Hopp, A. Dreher // *Applied Economics*. – 2013. – Vol. 45, iss. 4. – P. 435–454.
57. Ibbotson, R. G. Price performance of common stock new issues / R. G. Ibbotson // *Journal of Financial Economics*. – 1975. – Vol. 2, iss. 3. – P. 235–272.
58. IPO Watch Europe [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-q4-2019-annual-review.pdf>. – Date of access: 18.04.2022.
59. Jovanovic, B. Valuation effects of corporate debt offerings [Electronic resource] : NBER Working Paper Series National / B. Jovanovic, P. L. Rousseau. – Cambridge : Bureau of Economic Research, 2005. – Mode of access: <https://www.nber.org/papers/w10298>. – Date of access: 18.04.2022.

60. Langlet, F. The impact of macroeconomic variables on IPO volume in Europe [Electronic resource] / F. Langlet, F. Lilliehöök. – Stockholm : KTH Industrial Engineering and Management Industrial Management, 2017. – Mode of access: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1193663/FULLTEXT01.pdf>. – Date of access: 17.04.2022.
61. Logue, D. E. On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965–1969 / D. E. Logue // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 1973. – Vol. 8, iss. 1. – P. 91–103.
62. Loughrana, T. Initial public offerings: International insights / T. Loughrana, R. Ritterb, K. Rydqvist // Pacific-Basin Finance Journal. – 1994. – Vol. 2, iss. 2-3. – P. 165–199.
63. Lowery, M. Litigation risk and IPO underpricing / M. Lowery, H. Choe, W. Masulis // Journal of Financial Economics. – 2002. – Vol. 65, iss. 3. – P. 309–335.
64. Main Market: A guide to listing on London Stock Exchange / ed.: Nigel Page. – London : White Page, 2010. – 113 p.
65. McConnell, C. R. Economics: Principles, Problems, and Policies / C. R. McConnell, S. L. Brue, S. M. Flynn. – New York : McGraw-Hill Irwin, 2021. – 399 p.
66. Modigliani, F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. H. Miller // The American Economic Review. – 1958. – Vol. 48, № 3. – P. 261–297.
67. Petsoulas, C. Hayek's Liberalism and Its Origins. His Idea of Spontaneous Order and the Scottish Enlightenment / C. Petsoulas. – London: Routledge studies in social and political thought, 2001. – 214 p.
68. Refinitiv: An LSEG Business [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.refinitiv.com/en>. – Date of access: 27.03.2022.
69. Ritter, J. The costs of going public / J. Ritter // Journal of Financial Economics. – 1987. – Vol. 19, iss. 2. – P. 269–281.
70. Rock, K. Why new issues are underpriced / K. Rock // Journal of Financial Economics. – 1986. – Vol. 15, iss. 1-2. – P. 187–212.
71. Ruzhanskaya, L. The Influence of CEO Personal Characteristics on the Market Value of Russian Companies [Electronic resource] / L. Ruzhanskaya, A. Sizikov // Journal of Corporate Finance Research. – 2020. – Vol. 14, iss. 4. – Mode of access: <https://cfjournal.hse.ru/article/view/11801/12690> . – Date of access: 18.04.2022.
72. Sarbanes-Oxley Rulemaking and Reports [Electronic resource] // U.S. Securities and Exchange Commission. – Mode of access: <https://www.sec.gov/spotlight/sarbanes-oxley.htm>. – Date of access: 19.04.2022.
73. Shyam-Sunder, L. The Stock Price Effect of Risky versus Safe Debt / L. Shyam-Sunder // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 1991. – Vol. 26, iss. 4. – P. 549–558.

74. Stoll, H. R. Small Business and the New Issues Market for Equities / H. R. Stoll, A. J. Curley // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 1970. – Vol. 5, iss. 3. – P. 309–322.
75. Yosha, O. Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source / O. Yosha // *Journal of Financial Intermediation*. – 1995. – Vol. 4, iss. 1. – P. 3–20.
76. Yung, C. Cycles in the IPO market / C. Yung, C. Çolak, W. Wang // *Journal of Financial Economics*. – 2008. – Vol. 89, iss. 1. – P. 192–208.
77. 2022 Index of Economic Freedom [Electronic resource] : Country Rankings // The Heritage Foundation. – Mode of access: <https://www.heritage.org/index/ranking>. – Date of access: 25.03.2022.