

УДК 330.322:33.131.7

*Валерій Ільчук, Неля Гавриленко, Ірина Садчикова***РИЗИКИ ЗАЛУЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ ТА ШЛЯХИ ЇХ МІНІМІЗАЦІЇ***Валерій Ільчук, Неля Гавриленко, Ірина Садчикова***РИСКИ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ФИНАНСОВОГО КАПИТАЛА И ПУТИ
ИХ МИНИМИЗАЦИИ***Valerii Ilchuk, Nelia Gavrylenko, Iryna Sadchykova***RISKS OF ATTRACTION OF FINANCIAL CAPITAL AND WAYS
OF THEIR MINIMIZATION**

Проаналізовано схеми класифікації ризиків залучення інвестиційного капіталу, розкрито специфіку ризиків IPO, наведено характеристику ризикової діяльності основних учасників фондового ринку. Визначено напрями мінімізації ризиків IPO.

Ключові слова: первинне публічне розміщення акцій (IPO), ризик IPO, компанія-емітент, фондовий ринок, інвестор, інвестиційний проект, мінімізація ризиків.

Рис.: 2. Бібл.: 7.

Проанализированы схемы классификации рисков привлечения инвестиционного капитала, раскрыта специфика рисков IPO, приведена характеристика рисковей деятельности основных участников фондового рынка. Определены направления минимизации рисков IPO.

Ключевые слова: первичное публичное размещение акций (IPO), риски IPO, компания-эмитент, фондовый рынок, инвестор, инвестиционный проект, минимизация рисков.

Рис.: 2. Библ.: 7.

The article describes of risk classification scheme to attract investment capital, disclosed the specifics of risk IPO, given the risk characteristics of the main participants of the stock market. The ways of minimizing risks IPO.

Key words: initial public offering (IPO), IPO risks, the company issuing, the stock market, the investor, the investment project, minimizing risks

Fig.: 2. Bibl.: 7.

JEL Classification: G 31

Постановка проблеми. Ризики завжди супроводжують інвестиційну діяльність і є одним із головних факторів, які впливають на прийняття інвестиційних рішень. На фондових ринках операція IPO – одна із найскладніших фінансових процедур, для якої характерна велика кількість ризиків, які виникають в усіх його учасників: компанії-емітента, банку-андерайтера та інвесторів.

Андерайтери (інвестиційні банки) та професійні інвестори (банки, інвестиційні фонди, великі приватні інвестори) є постійними учасниками ринку первинного розміщення, які мають значний дохід і налагоджену процедуру управління ризиками, пов'язаними з виходом на фондову біржу [5, с. 4]. У той же час емітент здійснює процедуру IPO, в багатьох випадках одноразово, і керівництво компанії досить часто не має необхідного досвіду управління ризиками у процесі IPO.

Процес залучення довгострокових фінансових ресурсів через проведення первинного публічного розміщення акцій пов'язаний із різними видами ризиків, які мають свою специфіку виникнення, прояву, аналізу, оцінювання та управління.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Дослідження ринку IPO у зв'язку зі збільшенням обсягів операцій на світовому ринку IPO привертає увагу багатьох науковців. Аналіз ринку IPO досліджують такі зарубіжні вчені: Р. Аггарвал, Н. Боуер, Дж. Юрау, С. Брег, В. Вільгельм, Р. Геддес, Г. Грегоріу, Т. Дженіксон, Л. Зінгалес, Т. Лафран, А. Льюнгквіст, М. Пагано, Ф. Панетта, Дж. Ріттер, І. Уелч, С. Фосетт та інші. В Україні розвиток механізмів залучення фінансових ресурсів корпораціями досліджують вітчизняні науковці, такі як О. Береславська, С. Бірюк, В. Вергелес, В. Грушко, Р. Задорожна, В. Кукса, О. Мозговий, Б. Стеценко, І. Школьник та ін. Дослідженню ризиків під час здійснення операцій первинного публічного розміщення акцій присвячені наукові праці таких вчених, як К. Гладчук, Л. Губанової, Г. Карпенко, В. Куksi, А. Лукашова, Л. Мельничука, С. Червякової та ін.

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

Виділення не вирішених раніш частин загальної проблеми. Віддаючи належне науковим напрацюванням вітчизняних та зарубіжних вчених, слід зауважити, що в основному в цих працях робиться акцент на практичне застосування операцій IPO. Проте мало уваги приділяється дослідженню ризиків, які виникають під час здійснення таких операцій на макро-, мезо- та мікрорівнях, їх ідентифікації та класифікації.

Мета статті. Головною метою цієї роботи є ідентифікація та класифікація видів ризику під час здійснення операцій IPO, виявлення факторів ризику IPO на різних рівнях його проведення і визначення шляхів їх мінімізації.

Виклад основного матеріалу. Для прийняття оптимального управлінського рішення компанією-емітентом необхідно розглядати особливості і своєрідність різновидів ризику IPO. Ризик IPO можна визначити як імовірність скасування IPO або недосягнення очікуваних фінансових результатів (отримання збитків емітентом у процесі IPO внаслідок впливу несприятливих факторів). Ризики IPO систематизовано в межах трьох груп [6]:

1) диверсифіковані – ризики, на які емітент та/або інвестор безпосередньо впливає, тобто простежується така залежність: чим більше заходів зі зниження ризиків буде впроваджено, тим нижче буде рівень ризику і ступінь його прояву (формується на макрорівні, тобто на рівні основних учасників – емітентів й інвесторів);

2) умовно диверсифіковані – ризики, на які емітент опосередковано впливає, оскільки вони пов'язані з діяльністю супровідних учасників процесу IPO на ринку цінних паперів. Ефект від заходів з мінімізації цих ризиків буде нижче, ніж у ході управління диверсифікованими ризиками (формується на рівні ринку цінних паперів);

3) недиверсифіковані – ризики, що виникають на макрорівні (на рівні країни), які емітент не здатен контролювати, і тому він змушений лише прийняти їх та розробити заходи щодо пом'якшення їх впливу на процес IPO. Водночас С. В. Червякова, розглядаючи ризики за рівнями виникнення, виділяє такі рівні [7, с. 109–111]:

– макрорівень – ризики, які відносять до крайнього ризику (ризика країни), тобто це ті види ризиків, які лежать у площині загальнодержавних факторів впливу на всі процеси в економіці, у тому числі й на операції на фондовому ринку. Такі ризики є нерегульованими з боку компанії-емітента. Ризики країни оцінюються за такими видами ризику: економічний, фіскально-монетарний, соціально-політичний, ризик зміни законодавчого середовища тощо;

– мезорівень – ринкові ризики, які супроводжують процес IPO. Ці ризики пов'язані з особливостями функціонування фондового ринку, на якому здійснюється розміщення акцій, та діяльності професійних учасників, які супроводжують процес IPO. До цієї групи ризиків можна віднести: ризик падіння кон'юнктури ринку, ризик одночасного проведення IPO значною кількістю компаній, ризик недооцінки акцій, ризик неякісної роботи учасників;

– мікрорівень – внутрішньофірмові ризики, з якими стикається емітент як на етапі проведення операцій IPO, так і після неї. Ці ризики можна класифікувати за такими ознаками: ризик відповідності юридичними та нормативним вимогам, фінансові, стратегічні та операційні ризики (рис. 1).

К.М. Гладчук, проаналізувавши ризики IPO, з'ясувавши їх сутність, провів синтез класифікаційних ознак ризиків, поділивши останні на екзогенні та ендогенні (рис. 2) [1].

Найбільш повно проблему виникнення ризиків під час IPO висвітлено у працях А. Лукашова [5]. Він виділяє три види ризиків компанії-емітента:

- ризики відміни IPO;
- ризик недооцінки акцій IPO;
- пост-IPO-ризики.



Рис. 1. Ієрархічна класифікація ризиків компанії-емітента у процесі здійснення ІРО

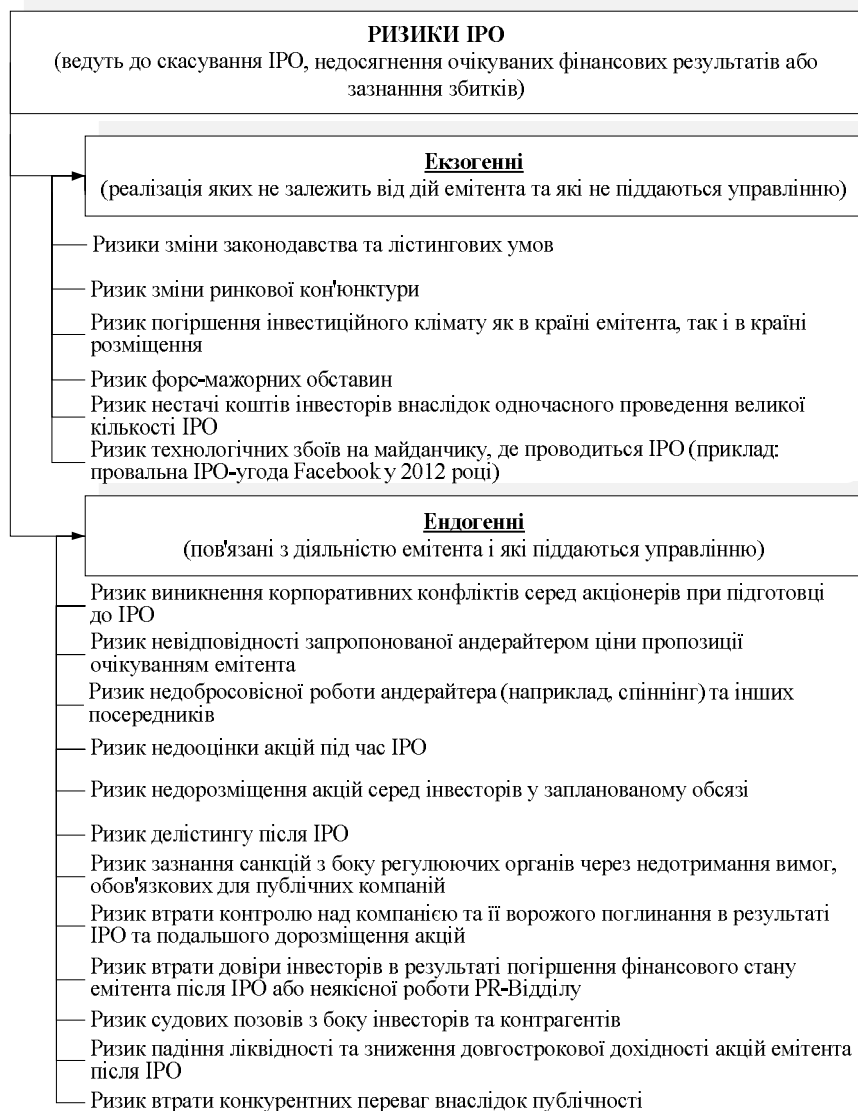


Рис. 2. Узагальнена класифікація ризиків ІРО

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

Кожна з наведених класифікацій дозволяє розглянути окремі види ризику з урахуванням характеру їх впливу на процес проведення публічного розміщення акцій загалом.

Як зазначалось вище, фактори ризику, що діють на рівні випуску акцій, відносяться до мікрорівня. Ці об'єктивні фактори за своєю суттю зводяться до параметрів стану діючого капіталу, що є основою для випуску цінних паперів цим емітентом:

- фінансовий стан фірми-емітента (цей параметр впливає в першу чергу на ступінь ризику вкладень: чим краще фінансовий стан акціонерного товариства, тим безпечніше інвестування в його цінні папери);

- вартість та кількість акцій, що знаходяться на руках у власників (цей параметр впливає, головним чином, на ліквідність акцій: чим більша кількість знаходиться в обігу, тим вища ліквідність);

- поточні прибутки акціонерного товариства – визначають розмір дивідендів;

- перспективність галузі, в якій функціонує це акціонерне товариство (у галузях високих технологій виникає так званий «відкладений попит» на дивіденди: інвестори орієнтуються не на розмір дивідендних виплат, а на очікуваний у перспективі приріст ціни акцій).

Розглянемо детальніше вищезазначені фактори в контексті IPO.

Першим кроком процесу первинного публічного розміщення є рішення про залучення необхідних коштів саме через IPO. На цьому етапі компанія оцінює усі доступні варіанти та приймає відповідне рішення. Чітке обґрунтування того, для чого потрібні ці кошти, їх обсяг, графік і напрямки витрачання коштів необхідні для того, щоб переконати інвесторів вкладати гроші в компанію.

Потреба у фінансуванні безпосередньо пов'язана з витратами та ризиками на кожній окремій стадії інвестиційного процесу. Витрати можна поділити на такі групи [2, с. 53–63]:

- перша група – витрати, пов'язані з попередньою оцінкою бізнес-планів і первинним відбором;

- друга група – витрати на експертизу відібраних інвестиційних проектів (за показниками прибутковості, ризику, ліквідності);

- третя група – витрати, пов'язані з реалізацією проектів на інвестиційному етапі: управління, капітальні витрати, контроль та інформаційна підтримка;

- четверту групу складають витрати, що виникають на експлуатаційній фазі проекту;

- п'ята група – витрати, пов'язані з закриттям проекту.

У вітчизняній практиці головна увага зосереджується на інвестиційному етапі, що значно занижує розраховані обсяги фінансових ресурсів порівняно з фактичними, оскільки поза увагою залишаються витрати на інших фазах, на яких підвищується ризик недофінансування. У той же час закордонний досвід показує, що попередній відбір проектів є однією з важливих ланок процесу інвестиційного проектування. Обсяг витрат у перших двох групах безпосередньо пов'язаний з якістю проектів, які приймаються для майбутньої реалізації, що необхідно враховувати.

Реалізація багатьох інвестиційних проектів передбачає придбання нематеріальних активів. Витрати на придбання ліцензій та інших нематеріальних активів можуть виникати як на інвестиційному, так і на експлуатаційному етапах. Найчастіше відшкодування ціни нематеріальних активів відбувається вже під час експлуатації об'єкта у вигляді роялті при одержанні додаткового доходу від їхнього використання. Однак у деяких випадках може мати місце оплата ліцензій та ноу-хау у вигляді платежів ще на інвестиційній фазі реалізації проекту, тобто капіталізоване роялті. Основою для розрахунків витрат на придбання нових технологій та знань буде оцінка додаткового комерційного (фінансового) ефекту від їхнього використання або контрактної ціни аналогічних угод (частіше доступ до такої інформації відсутній, оскільки вона тримається у таємниці).

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

Комерційний ефект визначається здебільшого суб'єктивно, бо стосується майбутніх вигод від реалізації проекту. Через це доцільно застосовувати як верхню межу витрат на придбання нематеріальних активів, так і середню оцінку групи незалежних експертів, хоча реальні витрати визначатимуться сумою укладеного контракту на право їх використання.

У розрахунках першого наближення щодо визначення фінансових потреб проекту в цілому, особливо на ранніх його стадіях (передінвестиційній фазі), інколи можуть використовуватися деякі інші специфічні методи, які, щоправда, не набули поширення. Серед одних із найвідоміших є параметричний метод, що дозволяє установити визначені математичні співвідношення між основними споживчими й технологічними параметрами об'єкта інвестиційної діяльності та витратами на них.

Іншим широко використовуваним методом є прив'язка до вартості технологічного устаткування. Він ґрунтується на нагромадженні та відпрацьовуванні цінової інформації з проектів низки галузей, у результаті чого виявляється деякий усереднений відсоток, що визначає частку технологічного устаткування у загальному обсязі інвестицій у проект стосовно до певного сектору й певного виробництва. Прив'язка до такого компонента кошторису, як технологічне устаткування, обумовлена найменшими труднощами щодо визначення ціни устаткування. А за визначеною вартістю технологічного устаткування без особливих труднощів можна розрахувати потребу у фінансуванні всього проекту.

Для повного врахування потреб у фінансуванні інвестиційного проекту необхідно враховувати витрати, які виникають на всіх фазах життєвого циклу проекту: передінвестиційній, інвестиційній, експлуатаційній, фазі закриття.

Крім того, у вітчизняних умовах під час визначення потреби у фінансуванні проектів необхідно враховувати велику ймовірність змін у податковій сфері, валютному, митному законодавстві, які можуть суттєво вплинути на витрати по інвестиційних проектах та підвищити ризики.

Після визначення обсягів фінансування і прийняття рішення про залучення необхідних коштів через IPO компанія починає підготовку до емісії.

Одним з головних питань при IPO, що впливає на рівень ризику, є зниження вартості емісії. Зазвичай, існує величезна різниця між запропонованою ціною акцій та їх ціною через два-три дні після розміщення. Витрати заниження ціни є найвищими витратами під час IPO – зазвичай вони перевищують всі інші витрати. Середнє заниження вартості усіх нових акцій (хоча це і дуже важко виміряється) можна оцінити як 15–20 %. Іноді вважається, що це в інтересах компанії, оскільки залишає можливість інвесторам отримати майбутній прибуток і зменшити ризик низької ліквідності.

Від моменту початку підготовки IPO до фактичного розміщення акцій, як правило, проходить досить багато часу – півтора-два роки, і першою ознакою підготовленого IPO якраз і є поява офіційного підтвердження про реальних власників певної компанії. Крім того, компанія, що планує публічне розміщення акцій, має продемонструвати інвесторам стійке зростання основних фінансових показників як мінімум впродовж двох останніх років. З цією метою проводиться процедура в Due Diligence, яка являє собою процедуру ретельного вивчення діяльності компанії і бізнесу, мета якого – впевнитися в тому, що відомості, які розкриваються, не містять жодних неточностей, двозначних тлумачень, викривлень або прогалин.

Крім забезпечення максимальної безпеки для андеррайтерів від можливої відповідальності за надання неправдивої інформації в емісійних документах, результати Due Diligence допомагають також й інвесторам впевнитися у тому, що в цих документах повно і правдиво розкривається інформація про компанію. Також процедура ретельного

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

вивчення сприяє більш чіткому визначенню методів і способів представлення компанії інвесторам у найбільш вигідному світлі.

У ході процедури Due Diligence юристи проведуть ретельне вивчення інтелектуальної власності й активів компанії. Вони досліджуватимуть наявну фінансову інформацію, проаналізують джерела фінансування і розподілу цінних паперів, схеми страхового забезпечення, наявні вимоги до контрагентів, можливі позови і податкові зобов'язання. Вони також захочуть впевнитися, що компанія не втягнута в адміністративні або інші розслідування чи спори. Нарешті, вони проглядатимуть відомості про працівників – списки, організаційну структуру компанії, схеми матеріального заохочення, укладені договори підряду та угоди з професійними організаціями і союзами [3, с. 111–118].

Андерайтери та їх юристи обов'язково нанесуть візити до компанії, щоб проінспектувати наявні активи. Вони спілкуватимуться з клієнтами, постачальниками й іншими особами, з якими компанія веде справи, та проведуть окремі зустрічі з директорами, аудиторами й іншими консультантами. Частиною процесу також буде запит андерайтерів до незалежних аудиторів про надання «комфортного листа», в якому мають бути представлені та засвідчені відомості, що не включаються до фінансових звітів, але які неодмінно наявні в реєстраційних документах, а також ті факти, що мали місце після завершення аудиторських перевірок. Андерайтерам властиво запитувати висновки аудиторів, що стосується широкого кола питань. Як правило, чим воно ширше, тим дорожчим стає процес проведення Due Diligence. Щоб уникнути ризику зайвих витрат, слід на самому початку погоджувати між всіма учасниками процесу перелік питань, за якими андерайтери будуть вимагати від аудиторів посвідчення відомостей про компанію. При цьому йдеться не лише про фінансові показники, а й зокрема, про рівень корпоративного управління. Наразі це питання набуває все більшого значення – умови лістингу провідних фондових бірж містять вимоги щодо корпоративного управління. Корпоративне управління товариства є необхідним при IPO, зважаючи на такі аспекти:

– по-перше, жоден інвестор не придбає акції компанії з неналежною системою корпоративного управління. Інвестори бажають мати гарантії повернення вкладених коштів. Якщо система управління товариством не є достатньо прозорою та зрозумілою, це розглядається як високий ризик;

– по-друге, компанія з більш високим рівнем корпоративного управління має кращі шанси продати свої цінні папери за вигідною ціною;

– по-третє, від належного корпоративного управління на цьому етапі (підготовка до IPO та саме розміщення) вирає і сама компанія, оскільки вона відповідає вимогам за новими правилами.

Відсутність корпоративної культури, правовий нігілізм, відсутність належної судової системи призводять до численних зловживань (правопорушень, злочинів) з боку менеджменту акціонерних підприємств, наслідком яких є численні та грубі порушення основоположних прав інвесторів:

- порушення права на рівне ставлення до всіх акціонерів;
- порушення права на участь в управлінні товариством;
- порушення права на отримання інформації про діяльність акціонерного товариства.

Перш ніж заявляти про плани вийти на IPO, підприємцям рекомендується за допомогою професіоналів оцінити поточну капіталізацію компанії і вирішити, з яким пакетом акцій вони готові розлучитися.

Сьогодні інвестори готові вкладати лише у високоліквідні акції, а для забезпечення високої ліквідності емітенту доведеться виставити на торги чималий пакет своїх акцій (від 10 %).

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

Тому, якщо компанія невелика і їй потрібна незначна сума інвестицій (до 50 млн дол.), краще провести приватне розміщення: продати акції невеликій групі зарубіжних інвестиційних фондів.

Якщо йдеться про велике розміщення, його краще робити на основному майданчику, бо витрати на нього перевищують 1,5–2 % від суми залученого капіталу, не враховуючи гонорар фінансового консультанта. Для дрібних розміщень альтернативні точки є більш зручними.

Експерти стверджують, що для того, щоб заробити на первинному публічному розміщенні акцій 100 млн дол., тільки на підготовку необхідно витратити два–три мільйони, а витрати на саме розміщення можуть бути ще більшими. Тому на IPO варто виходити компаніям з достатньо високою капіталізацією й операційним прибутком, які готові інвестувати в розвиток [4].

Може здатися, що розміщення акцій на біржі – це є завершення IPO. Проте це не так: з цього моменту IPO тільки починається. Адже успіх і досягнення компанією поставлених цілей більшою мірою залежить від того, які дії будуть зроблені після розміщення.

Після розміщення передбачається активна робота з інвесторами, публікація регулярної звітності, підтримка корпоративного сайту (профілю інвестора), розкриття суттєвих фактів з життя компанії, випуск аналітичних звітів, організація виступів топ-менеджерів на міжнародних форумах і дискусійних майданчиках, зустрічей топ-менеджерів з великими інвесторами або фонд-менеджерами.

Ринкова капіталізація компанії є індикатором її реальної вартості, а IPO дає компанії виключну можливість визначити розмір цієї реальної вартості. У разі зниження ринкової капіталізації за рахунок падіння котирувань, що не обумовлені ринковими й економічними причинами, або якщо інформація про функціонування і фінансові показники компанії не дає для цього підстав, то таку ситуацію називають *communications gap* – недостатня робота з інвесторами. За такої ситуації може бути не створений відділ по роботі з інвесторами, не створений розділ Investor Relations на сайті компанії, де розміщуються основні новини. В подібних випадках компанія не використовує такий потужний важіль створення вартості, як інформація про свої досягнення, оскільки на всіх основних ринках вартість створюється значною мірою за рахунок очікувань інвесторів відносно ціни компанії в майбутньому. Звісно, що після деякого часу ціни можуть піднятися. Тому, щоб уникнути ризику, експерти радять аналізувати кожен рух котирувань, обов'язково проводити порівняльний аналіз з іншими компаніями цього сектору.

У разі успішного первинного розміщення компанії проводять повторне розміщення, оскільки, якщо компанія розвивається динамічно, їй знадобиться додатковий капітал для фінансування проектів. При вторинному розміщенні інвестор буде дивитись на історію первинного розміщення, а також на те, як вели себе цінні папери після нього. Тому дуже важливо, щоб вони демонстрували позитивну динаміку, це знизить ціновий ризик.

Після IPO в компанії з'являються стратегічні ризики, які пов'язані з доступом до нових джерел фінансування і можливістю проведення більш масштабних інвестиційних проектів. На цьому етапі, коли компанія отримала необхідні ресурси після проведення операції IPO, можливе неефективне їх використання, що може бути пов'язано з хибним вибором цільового об'єкта фінансування чи недостатньо кваліфікованим управлінням грошовими коштами з позиції збереження їх вартості в часі.

Фактори ризику, що діють на рівні групи випусків, або на всьому фондовому ринку, стосуються макrorівня. Ці фактори пов'язані із загальним станом економіки:

– стійкість, збалансованість і перспективи зростання економіки, надійність фінансової системи (ступінь ризику вкладень);

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

- кон'юнктура товарних ринків, ринків золота, нерухомості (зіставлення з альтернативними формами інвестування);
- темпи економічного зростання;
- ступінь використання акціонерним товариством цінних паперів для залучення коштів (ліквідність);
- міжгалузеві переливи капіталів, стан платіжних балансів і валютної системи.

Фондовий ринок є представником сектору фіктивного капіталу, у зв'язку з цим вплив специфічних умов ринку іноді є більш потужним, ніж дія об'єктивних факторів. Так, на курс акцій значний вплив чинять біржові фактори – спекулятивні і суб'єктивні. З одного боку, спекуляція не пов'язана напряму зі станом діючого капіталу і її неможна віднести до об'єктивних факторів, а з іншого боку, спекуляція для ринку цінних паперів така ж об'єктивна і важлива форма операцій, як «нормальна» торгівля на ринку товарів. Специфіка впливу спекулятивних факторів полягає в тому, що вони зміщують баланс у комплексі ціноутворюючих факторів із об'єктивних умов відтворюючого процесу в бік очікувань. За наявності на ринку цінних паперів великого обсягу спекулятивних капіталів біржовий курс вже визначається не просто станом дійсного капіталу, а значною мірою очікуванням зміни курсу. При цьому першочергове значення має не розмір дивіденду, а вигаш на курсовій різниці [3, с. 118–127].

Ризик недооцінки активів виникає на етапі безпосереднього розміщення акцій на біржі і має безпосередній вплив на успішність проведення IPO і, як результат, на обсяг залучення коштів. За характером дії такий ризик належить до складних, тобто є композицією елементарних ризиків. З огляду на це доцільним буде підвищена увага з боку емітента на цей вид ризику з метою подальшого його нівелювання.

Біржові ризики становлять небезпеку втрат від біржових угод. До цих ризиків належать: ризик неплатежу з комерційних справ, ризик неплатежу комісійної винагороди брокерській фірмі та ін.

Практично вся біржова активність піддається не одному, а сукупності ризиків, залежно від обставин, що складаються на ринках, а також від діяльності й професіоналізму самих біржовиків.

Немає біржової діяльності, що гарантує одержання прибутку за відсутності ризиків. Кожен учасник біржових торгів намагається одержати прибуток за допомогою вирішення проблем наявних ризиків, роблячи все можливе, щоб уникнути ситуації, безпосередньо пов'язаної з ризиками. Характерною рисою ризиків у біржовій торгівлі є те, що їм піддані всі учасники, навіть ті, хто не зв'язаний у біржовій торгівлі безпосередньо.

Фактори, що підсилюють біржові ризики, нерідко впливають на їх функції. До функцій ризику в біржовій торгівлі, що найбільш повно відображає їх сутності, відносяться інноваційні, регульовані й захисні функції. До функції ризику можна віднести й аналітичну функцію. Вона пов'язана з тим, що наявність ризику припускає необхідність вибору одного з можливих варіантів рішення. У зв'язку з цим біржовики у процесі ухвалення рішення аналізують усі можливі варіанти, вибираючи найбільш рентабельні й найменш ризикові.

На фондових і валютних біржах ризик часто пов'язаний з падінням купівельної спроможності грошей (майбутні гроші не зможуть «купити» тієї самої кількості біржових товарів і послуг однакової якості, як гроші сьогоднішні), інакше кажучи, інфляційний ризик.

Індивідуальна і масова психологія поведінки біржовиків на фінансових ринках, які прагнуть одержати прибуток на основі свого припущення про майбутні ціни, також є чинником ризику.

Знаходження рішення проблем ризиків визначається тим, який рівень ризику допустимий для учасників біржових торгів. Біржовик може по-різному ставитися до ризиків:

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

не любити ризик, нейтрально до нього ставитися або віддавати перевагу ризику. Критеріями становлення є потреба біржовика у винагороді за ризик. Біржовики, що не люблять ризик, завжди схильні вимагати компенсацію за можливу невизначеність. Ті, хто ставиться до ризику нейтрально, байдужі до винагороди, а ті, хто ризикує, готові нести втрати, щоб випробувати гострі відчуття.

У кожного професіонала-біржовика свої методи прийняття рішень, на підставі яких він визначає, який рівень ризику для нього прийнятний або як можна його уникнути. Професіонали, спокушені на біржовій грі, визначають кожен фактор ризику заздалегідь і грають тільки тоді, коли є шанси одержати винагороду за ризик.

У результаті ухвалення рішення щодо ризиків учасники біржових торгів можуть зазнавати втрат через дію непередбачених факторів або неправильної оцінки факторів, що підсилюють ризик. Тому у процесі оцінювання ризику експерти в першу чергу повинні допускати ймовірність втрат для учасників біржової торгівлі внаслідок ухвалення рішення. Для оцінювання ризику найбільш прийнятні такі критерії, як ймовірність небажаного результату й рівень кожного ризику за пріоритетами у всій сукупності.

Ризик неякісної роботи учасників, які забезпечують супровід процесу IPO, як правило, пов'язаний із діяльністю андерайтера. Існує ризик, що, з одного боку, андерайтер проведе неякісну роботу з маркетингу акцій компанії-емітенти, а з іншого – запропонована андерайтером ціна розміщення не влаштовує власників компанії.

Найбільш важливі рішення, які доводиться приймати учасникам біржових торгів, визначаються тим, які ризики прийнятні й що робити з іншими ризиками, які неприйнятні або непередбачувані. Кожен учасник торгів має власні переваги, безпосередньо пов'язані з ризиком або одержанням винагороди, і повинен ідентифікувати ризики, вирішувати, які з ризиків для нього прийнятні й, нарешті, знаходити шляхи й способи того, як уникнути інших небажаних ризиків, а також уміти оцінювати, у які фінансові втрати це виллється і чи є в цьому який-небудь сенс. Біржовик зобов'язаний дотримуватися найбільш прийнятного ризику, а також вибору методів, способів і прийомів оцінювання, наявних у розпорядженні учасників біржових торгів. На біржах існують різноманітні вимоги, технічні параметри, нормативні стандарти і системи звітності. Під час вибору біржі для IPO необхідно враховувати, наскільки вона відповідає завданням, пов'язаним з публічним розміщенням акцій, чи може розміщення саме на цій біржі підвищити привабливість акцій компанії для інвесторів, а також важливо враховувати такі чинники:

- ліквідність ринку;
- вартість капіталу;
- географічне розташування;
- структура ринкового сектору;
- витрати на дотримання законодавчих та нормативних норм;
- вимоги корпоративного управління;
- місцезнаходження стратегічних інвесторів;
- графік IPO;
- престиж і визнання на світовому рівні.

У ході вибору фондової біржі для лістингу, з погляду ризику, необхідно враховувати такий показник, як ліквідність ринку акцій. Одним із ключових компонентів ліквідності є щоденний обсяг торгів акціями на біржі.

Загалом, чим більший обсяг ринку і чим краща його оснащеність, тим нижчий ризик інвестиційної діяльності.

В той же час існує ризик одночасного проведення IPO значною кількістю компаній, який веде до прояви так званого ефекту інформаційних каскадів (або ефект лемінгів), що може призвести до надмірної конкуренції на інвестиційні кошти [5]. У періоди, ко-

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

ли спостерігається активність операцій IPO на ринку, компанії суміжних галузей або одного сектору економіки можуть одночасно виходити на біржу, у результаті чого інвестори не мають достатньої кількості грошей для купівлі всіх акцій, які пропонуються на ринку. Таким чином, ефект інформаційних каскадів проявляється так: що більше компаній з одного сектору економіки виходять на фондовий ринок у той самий час, на тій самій біржі, то вища ймовірність того, що в інвесторів не вистачить коштів на придбання акцій усіх компаній.

Розглянемо чинники, що підвищують ризики IPO на рівні фондового ринку.

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

В Україні ж ринок цінних паперів надзвичайно нерозвинутий та фрагментований. Кількість ліцензованих учасників є великою в порівнянні з розміром самого ринку, дуже багато учасників ринку, які працюють на ньому, здійснюють незначні за обсягом операції, або не здійснюють жодних операцій. Відсутні чинники, які б спонукали акціонерні товариства розміщувати власні цінні папери на біржовому ринку. Торги цінними паперами за обсягами становлять лише 3–4 % від загального ринку. Відсутня концентрація торгів на біржовому ринку, переважна більшість угод укладається на позабіржовому ринку.

Це має наслідком непрозоре ціноутворення, яке призводить до порушення прав інвесторів, що полягає в такому:

- неможливість визначити реальну вартість цінних паперів та маніпулювати цінами (умисне введення в оману учасників ринку цінних паперів щодо вартості цінних паперів певного емітента та/або змова про штучну зміну та фіксування ціни цінних паперів певного емітента або надання учасникам недостовірної інформації, яка суттєво вплинула на вартість цінних паперів певного емітента);
- неможливість власників цінних паперів знайти покупця;
- відсутність моніторингу щоденної торгівлі на біржових майданчиках;
- непрозорі торги на позабіржовому ринку;
- відсутність моніторингу ризиків та здатності реагувати на них.

Вищезазначене має численні негативні наслідки, серед яких головним є відсутність інвестиційної привабливості українських підприємств.

Також однією із головних причин порушення прав інвесторів є недосконала система обліку прав власності на цінні папери, витоки якої походять з приватизаційних процесів, під час проведення яких було запроваджено інститут реєстраторів – професійних учасників ринку цінних паперів, які мають право здійснювати ведення реєстрів власників іменних цінних паперів акціонерних товариств при документарній формі існування.

Основними проблемами питання обліку прав власності на цінні папери є такі:

- невисока якість системи обліку, яка не відповідає міжнародним стандартам та провідній міжнародній практиці;
- затримка та безпідставні відмови під час перереєстрації прав власності;
- організаційна та технічна неузгодженість діяльності реєстраторів та зберігачів;
- низький рівень обміну інформацією;
- акціонери не мають можливості перейти на обслуговування до іншого реєстратора;

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

– укладання угоди між реєстратором та емітентом викликає сумнів щодо «незалежності» реєстраторів, які отримують прибуток за рахунок емітента.

Враховуючи вимоги українського законодавства, вихід цінних паперів українських емітентів на іноземні фондові ринки цінних паперів можливо реалізувати через укладання Центральним депозитарієм України договору про кореспондентські відносини з закордонним депозитарієм (Центральним депозитарієм).

Можливість встановлення таких кореспондентських відносин визначається не тільки технологічними умовами. При цьому повинна також враховуватися правова можливість підтвердження прав власності на цінні папери українського емітента у країні депозитарію, із яким Центральний депозитарій України укладає договір. Вирішення правових питань ґрунтується на двосторонніх або багатосторонніх договорах з урахуванням законодавства України та норм міжнародного права.

Встановлення кореспондентських відносин між Центральними депозитаріями – добре відома стандартна європейська практика обігу іноземних цінних паперів на внутрішніх ринках цінних паперів. У випадку встановлення кореспондентських відносин між центральними депозитаріями не тільки зобов'язальні (як у реалізації програм депозитарних розписок), але й майнові права (право власності на цінні папери українського емітента) передаються іноземному власнику. Встановлення кореспондентських відносин між Центральними депозитаріями цілком відповідає міжнародним нормам і рекомендаціям ECSDA (European Central Securities Depositories Association), ISSA (International Securities Services Association).

І все ж таки у процесі здійснення і депозитарної діяльності можуть теж виникати ризики, які знижують ефективність IPO.

До ризиків, які можуть виникати під час здійснення депозитарної діяльності депозитарієм цінних паперів, зберігачем, реєстратором власних цінних паперів та розрахунково-клірингової діяльності кліринговим депозитарієм, належать такі види:

- фінансовий ризик;
- технічний ризик;
- операційний ризик;
- правовий ризик;
- ризик втрати ділової репутації;
- ризик настання форс-мажорних обставин.

До ризиків, що можуть виникати під час здійснення кліринговим депозитарієм розрахунково-клірингової діяльності, належать такі види ризиків:

- ринковий ризик;
- кредитний ризик;
- ризик ліквідності;
- системний ризик.

Для ефективного запобігання та мінімізації впливу ризиків установа має розробити власну систему відповідних заходів, що відповідає обсягу та характеру діяльності такої установи, з урахуванням її профілю ризиків.

До обов'язкових елементів внутрішньої системи заходів із запобігання та мінімізації ризиків установи належать [3, с. 126–127]:

- система управління ризиком (далі – СУР);
- система внутрішнього контролю та аудиту;
- система корпоративного управління.

Залежно від обсягу та характеру своєї діяльності установа повинна створити структурний підрозділ або призначити відповідального працівника, до повноважень якого

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

має належать реалізація функцій СУР. Такий підрозділ (працівник) має бути відокремленим (незалежним) від підрозділів, з діяльністю яких пов'язано виникнення ризиків.

Установа повинна розробити та затвердити її вищим органом управління внутрішній документ, який регламентує функціонування СУР та визначає профіль ризиків установи і систему заходів із запобігання та мінімізації впливу ризиків на діяльність установи, а також встановлює права й обов'язки та розподіляє відповідальність між структурними підрозділами, посадовими особами та працівниками установи у процесі управління ризиками.

Головними завданнями СУР є:

- виявлення ризиків;
- вимірювання ризиків;
- якісне та кількісне оцінювання ризиків;
- визначення заходів із запобігання та мінімізації впливу ризиків;
- моніторинг ризиків;
- контроль за прийнятним для установи рівнем ризику;
- проведення моделювання та прогнозування процесів та майбутніх результатів діяльності установи на основі аналізу інформації та оцінки ризиків;
- визначення ефективності СУР та її удосконалення.

З метою запобігання та мінімізації впливу ризиків, притаманних установі, залежно від обсягу та характеру своєї діяльності установа повинна створити структурний підрозділ або призначити окрему посадову особу для проведення внутрішнього аудиту (контролю).

Вміння подолати проблеми відкриває шлях до вигід, які передбачалось отримати під час проведення IPO.

Висновки і пропозиції. Нерозвинутість фондового ринку в Україні, недосконалість відповідної інфраструктури, відсутність потужних емітентів, невеликий досвід роботи учасників зазначеного ринку створюють умови підвищеної ризикованості IPO.

Аналізуючи схеми класифікації ризиків IPO, слід зазначити, що найбільш досконалою можна вважати схему, в якій чітко визначені ризики екзогенного та ендогенного характеру. Вказаний підхід дозволяє чітко формалізувати ризики та виявити шляхи їх мінімізації.

Відсутність необхідних передумов функціонування фондового ринку, що стосується свободи переміщення капіталу, ліквідності цінних паперів, розвиненості інфраструктури, специфікації прав власності тощо поглиблює ризикованість операцій IPO, знижує інвестиційний клімат в країні, гальмує розвиток інвестиційних процесів.

Для активізації ринку IPO в Україні в першу чергу слід мінімізувати ризики екзогенного характеру, удосконалити інституційне забезпечення функціонування фондового ринку, посилити систему управління ризиками на рівні компаній-емітентів.

Список використаних джерел

1. Гладчук К. М. Теоретичні основи функціонування ринку первинних публічних пропозицій цінних паперів / К. М. Гладчук // *Theoretical and Practical Aspects of Economics and Intellectual Property*, 2013. – Issue 2, Volume 1. – Pp. 88–93.
2. Губанова Л. Визначення обсягів фінансування інвестиційного проекту / Л. Губанова // *Вісник КНЕУ*. – 2004. – № 2. – С. 53–63.
3. Ільчук В. П. Ринок IPO : монографія / В. П. Ільчук, Н. І. Гавриленко, І. В. Садчикова. – Чернігів : Видавець Брагинець О. В., 2016. – 228 с.
4. Кукса В. Это сладкое слово IPO / В. Кукса // *Зеркало недели*. – 2007. – № 35. – С. 4.
5. Лукашов А. В. Ризики IPO: три сторони процесу / А. В. Лукашов // *Фінансова консультація*. – 2007. – № 3. – С. 4–13.
6. Овчаренко С. В. Науково-методичне забезпечення первинного публічного розміщення акцій : автореф. дис. ... канд. екон. наук : спец. 08.00.08 / Світлана Володимирівна Овчаренко. – К., 2013. – 20 с.

ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ: ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ

7. Червякова С. В. Ризики компанії-емітента в процесі здійснення операції IPO / С. В. Червякова // Вісник Університету банківської справи НБУ. – 2011. – № 2 (11). – С. 109–111.

References

1. Gladchuk, K.M. (2013). Teoretychni osnovy funktsionuvannya rynku pervynnykh publichnykh propozitsii tsinnykh paperiv [The theoretical basis of market functioning initial public offerings of securities]. *Theoretical and Practical Aspects of Economics and Intellectual Property*, issue 2, (Vols. 1-3), pp. 88–93 (in Ukrainian).
2. Gubanova, L. (2004). Vyznachennia obsiahiv finansuvannia investytsiinoho proektu [Determination of investment project financing]. *Visnyk KNEU – Bulletin KNEU*, no. 2, pp. 53–63 (in Ukrainian).
3. Pchuk, V. P., Gavrylenko, N. I. & Sadchykova, I. V. (2016). *Rynok IRO [IPO Market]*. Chernihiv: Publisher Brahynets O. V. (in Ukrainian).
4. Kuksa, V. (2007). Eto sladkoe slovo IRO [This sweet word IPO]. *Zerkalo nedeli – Mirror of the week*, no. 35, pp. 4 (in Ukrainian).
5. Lukashov, A. V. (2007). Ryzky IRO: try storony protsesu [Risks of IPO: three party process]. *Finansova konsultatsiia – Financial consulting*, no. 3, pp. 4–13 (in Ukrainian).
6. Ovcharenko, S.V. (2013). Naukovo-metodychne zabezpechennia pervynnoho publichnoho rozmishchennia aktzii [Scientific and methodological support initial public offering]. *Extended abstract of candidate's theses*. Kyiv: Banking University of National Bank of Ukraine (in Ukrainian).
7. Chervyakova, S. V. (2011). Ryzky kompanii-emitenta v protsesi zdiysnennya operatsii IRO [The risks of the issuer in the IPO transaction]. *Visnyk Universytetu bankivskoyi spravy NBU – Bulletin of the University of banking NBU*, no. 2 (11), pp. 109–111 (in Ukrainian).

Ільчук Валерій Петрович – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів, банківської справи та страхування, Чернігівський національний технологічний університет (вул. Шевченка, 95, м. Чернігів, 14027, Україна).

Ильчук Валерий Петрович – доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедры финансов, банковского дела и страхования, Черниговский национальный технологический университет (ул. Шевченко, 95, г. Чернигов, 14027, Украина).

Pchuk Valerii – Doctor of Economics, Professor, Chief of Department of Finance, Banking and Insurance, Chernihiv National University of Technology (95 Shevchenka Str., 14027 Chernihiv, Ukraine).

E-mail: ivp4@rambler.ru

Гавриленко Неля Іванівна – кандидат технічних наук, доцент, доцент кафедри фінансів, банківської справи та страхування, Чернігівський національний технологічний університет (вул. Шевченка, 95, м. Чернігів, 14027, Україна).

Гавриленко Неля Ивановна – кандидат технических наук, доцент, доцент кафедры финансов, банковского дела и страхования, Черниговский национальный технологический университет (ул. Шевченко, 95, г. Чернигов, 14027, Украина).

Gavrylenko Nelia – PhD in Technical Sciences, Associate Professor, Associate Professor of Department of Finance, Banking and Insurance, Chernihiv National University of Technology (95 Shevchenka Str., 14027 Chernihiv, Ukraine).

E-mail: cheshirckay@gmail.com

Садчикова Ірина Володимирівна – кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів, банківської справи та страхування, Чернігівський національний технологічний університет (вул. Шевченка, 95, м. Чернігів, 14027, Україна).

Садчикова Ирина Владимировна – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов, банковского дела и страхования, Черниговский национальный технологический университет (ул. Шевченко, 95, г. Чернигов, 14027, Украина).

Sadchykova Iryna – PhD in Economics, Associate Professor of Department of Finance, Banking and Insurance, Chernihiv National University of Technology (95 Shevchenka Str., 14027 Chernihiv, Ukraine).

E-mail: aspirant_chstu@ukr.net