

## ОБЩИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК ЕАЭС: ПРАКТИЧЕСКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ИНТЕГРАЦИИ НАЦИОНАЛЬНЫХ РЫНКОВ IPO

Ю.О. Ничкасова\*

Целью исследования является анализ степени развития практики и результативности применения инструмента первичного публичного размещения акций (IPO) корпоративным сектором стран ЕАЭС и Узбекистана за 1996–2019 гг. Гипотезой является предположение о том, что развитие общего финансового рынка ЕАЭС будет осуществляться эффективно при расширении практики IPO на биржах стран Евразийского Экономического Союза, отличных от страны происхождения эмитента.

Проведен сбор фактических данных о результатах проведенных первичных публичных размещений акций эмитентов реального сектора экономики. Проанализированы историческая динамика и пиковые абсолютные значения, а также выбранные биржевые рынки и инструменты. Исследованы относительные значения рынка IPO в проекциях глобального рынка, отдельных стран и наиболее крупных размещений. Выявлены каналы и направления интеграции биржевого пространства.

Анализ практики привлечения инвестиций и результативности применения инструмента IPO выявил существенные страновые отличия, текущую дивергенцию рынков при наличии активных процессов интеграции национальных фондовых бирж, что позволило определить перспективы, каналы и возможные барьеры интеграции биржевого пространства в контексте задачи создания единого финансового рынка стран ЕАЭС.

**Ключевые слова:** первичное публичное размещение акций, рынок капитала, инвестиции, фондовые биржи, ЕАЭС, Узбекистан.

**JEL-классификация:** G15, G23, F36, E22, D53.

**DOI:** 10.46782/1818-4510-2020-3-118-131

*Материал поступил 9.03.2020 г.*

Современный рынок капитала характеризуется глобальным разнообразием инструментов, осуществляет аккумуляцию и перераспределение средств внутренних и внешних инвесторов, обеспечивая финансирование инвестиционных программ, увеличение производственных мощностей, наращивание ресурсного потенциала и, в конечном итоге, трансформацию денежного капитала в производственный. Важным аспектом является доступность таких финансовых инструментов, которые позволяют заемщику капитала сопоставлять горизонты своих инвестиционных возможностей с временными горизонтами их финансирования и рисками<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> URL: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/25268?show=full>; Long-Term Investment Financing for Growth and Development: Umbrella Paper. 2013; URL: <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/report>

Стремительное развитие феномена финансовых рынков, объем и сложность их деятельности в последнее время вызвали значительный академический интерес к инструменту первичного публичного размещения акций (Initial Public Offering – IPO), который является долевым инструментом привлечения капитала на фондовой бирже. Отличительными чертами IPO являются публичность, как предоставление возможности покупки акций широкому кругу инвесторов, и бессрочность<sup>2</sup>. Его уникальность заключается в возможности диверсификации и хеджировании инвестиционных рисков, решении комплекса корпоративных задач в процессе развития ком-

<sup>2</sup> *Фондовый рынок: курс для начинающих*. 2011. Москва: Альпина Паблишер. 281 с.

пании, а также финансировании дефицита бюджета или реализации рыночного механизма приватизации государственной собственности.

Выбор рынка и целей, а также многие другие параметры IPO являются уникальным решением для каждой компании в зависимости от стадии ее развития, отрасли, размера. Переход в статус «публичной компании» является естественным результатом роста и развития, формализации накопленного опыта финансирования бизнеса на всех этапах его жизненного цикла, возможностью получить оценку стоимости компании рынком или выхода собственников «в деньги». Для процесса подготовки компании к публичному размещению акций характерны многозадачность целей и процессов, командная работа по соблюдению требований к раскрытию информации и принципов корпоративного управления, разработка стратегии развития компании, оценка воздействия системы разнонаправленных рисков (Gedders, 2003).

Рынок IPO является динамичным и конкурентным, демонстрируя высокие скорости изменений и новые тренды (Shmarlovskaya, Nichkasova, Sadvokasova, 2018)<sup>3</sup>. Глобальные возможности рынка IPO предоставляют выбор страны размещения с высоким потенциалом оценки стоимости компании и наиболее удобной регуляторной средой (Lipman, 2009). Проведение международного IPO является кульминацией многолетней работы управленческих команд и корпоративных акционеров и может принести много выгод в успешном финансировании амбициозных бизнес-планов<sup>4</sup>. Эмпирические результаты научных исследований быстро расширяются в аспектах детерминант его функционирования и развития, проблем первоначальной оценки акций, долгосрочной эффективности компаний, сроков и волн IPO, использования альтернативных механизмов выпуска, состава транзакций, институциональной структуры и выбора фондовой биржи для

листинга (Lipman, 2009; Gregoriou, 2006)<sup>5</sup>. Таким образом, IPO остается одним из самых интересных инструментов финансового рынка.

Инструмент первичного размещения акций актуален для стран ЕАЭС с формирующимися фондовыми рынками, поскольку в условиях высокой потребности в инвестициях предоставляет национальным компаниям доступ к дополнительным источникам финансирования развития. Однако эмпирические исследования практики IPO отдельных стран ЕАЭС, широко представленные российскими специалистами<sup>6</sup> (Лысенко, 2006; Мальков, 2015; Миловидов, 2018 и др.), существенно лимитированы объемом исследований по Казахстану<sup>7</sup> (Арыстанов, 2010), Беларуси (Жук, Лис, 2017) и Узбекистану (Хамидова, 2018). При этом исследование феномена IPO в контексте отдельной страны не позволяет раскрыть потенциал данного инструмента в более широкой проекции общего финансового рынка Евразийского экономического пространства и путей его развития на практике.

Важность данной проблемы подтверждается стратегической целью стран ЕАЭС по созданию единого финансового рынка к 2025 г. посредством обеспечения взаимного упрощенного и недискриминационного доступа субъектов финансового рынка на рынки государств – членов Союза, что означает существенное увеличение размера рынка и его инвестиционного потенциала. Рассмотрим результаты первичных публичных размещений стран ЕАЭС: Армении, Беларуси, Казахстана, Кыргызстана, России, а также Узбекистана.

**Республика Армения.** В настоящее время в листинговом списке фондовой биржи NASDAQ OMX Armenia находятся 10 пуб-

<sup>5</sup> URL: <https://www.e-elgar.com/shop/gbp/handbook-of-research-on-ipos-9781781955369.html>; URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IPO\\_Insights:\\_Comparing\\_global\\_stock\\_exchanges/\\$FILE/IPO\\_comparingglobalstockexchanges.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IPO_Insights:_Comparing_global_stock_exchanges/$FILE/IPO_comparingglobalstockexchanges.pdf)

<sup>6</sup> Лукашов А., Могин А. 2007. *IPO от I до O: пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков*. Москва: Альпина Бизнес Букс. 460 с.; Нургазина А.М. 2017. *Концепция проведения IPO: текущее состояние и перспективы*: учебник. Алматы: Казак Университеті. 162 с.

<sup>7</sup> Ажиханов А.Б. 2011. *Управление ценообразованием первичного публичного размещения акций казахстанских компаний: модели, методика и пути совершенствования* (на примере Лондонской Фондовой биржи): дис. ... док. PhD: 6D050600. Алматы.

<sup>3</sup> Nichkasova Y. 2018. Current trends of Global Market IPO and their impact on the institutional structure of the Kazakhstan's stock market. *Optimum. Economic Studies*. No 2. PP. 74–89.

<sup>4</sup> Espinasse P. 2014. *IPO: A Global Guide*. Hong Kong University Press. 408 p.

личных компаний. В табл. 1 представлены результаты первичных публичных размещений эмитентов Армении на национальной фондовой бирже.

Следует отметить, что несмотря на высокий уровень инфляции, который, как правило, приводит к сжатию инвестиционного потенциала, первое IPO компании Artsakh HEK проведено в 2009 г. в период посткризисной рецессии и позволило привлечь около 2,5 млн долл. США инвестиций<sup>8</sup>. Также обращает на себя внимание тот факт, что после IPO, расширив базу инвесторов, эмитенты продолжают практику листинга дополнительных объемов акций на бирже, что позволяет компании улучшить свой профиль и привлечь дополнительный капитал. Так, Unibank после проведенного в 2015 г. IPO трижды предлагал инвесторам свои акции для приобретения в 2016 г., что позволило привлечь дополнительно более 23 млн долл. США инвестиций. В результате четырех IPO в период 2008–2015 гг. эмитентами Армении привлечено 31,2 млн долл. США на национальном рынке.

**Республика Беларусь.** Инструмент IPO является известным и давно ожидаемым, однако редко используемым: за период 2007–2014 гг. проведено только 5 первичных публичных размещений, при этом два первых из них могут быть отнесены к ним с определенной долей условности: эстонская компания Silvano Fashion Group, как мажоритарный акционер известного белорусского бренда СП ЗАО «Милавица», и американская компания «ЕРАМ Systems», учредителями которой выступили граждане Беларуси.

<sup>8</sup> URL: <https://amx.am/en/34/information-centre/35/newsroom/item/1797/artsakh-hek-concluded-listing-of-its-additional-shares>

IPO Silvano Fashion Group на Варшавской и Таллинской фондовой биржах позволило в 2007 г. привлечь 10 млн евро на развитие сети компании в России. В 2012 г. на Нью-Йоркской фондовой бирже состоялось IPO ЕРАМ – ведущего мирового поставщика услуг по разработке цифровых платформ и программного обеспечения. Инвесторам было предложено 6 млн акций по цене 12 долл., что позволило сформировать капитал в размере 72 млн долл. на развитие компании. На начало 2020 г. капитализация ЕРАМ составила 12,25 млрд долл. США, как результат устойчивого роста цены за одну акцию, достигнувшей значения в 223,53 долл. (рис. 1). В настоящее время ЕРАМ занимает 12 место в списке Forbes среди 25 самых быстрорастущих публичных технологических компаний.

Результаты IPO трех белорусских компаний, разместивших акции на национальном фондовом рынке, представлены в табл. 2. Как следует из представленной информации, данный опыт можно считать достаточно успешным только для ОАО «Минский завод игристых вин», которым была реализована стратегия приватизации через инструмент «народного» IPO и привлечено 3,4 млн бел. руб., или 69% от запланированного объема. Однако в настоящее время оценить рыночную стоимость компании не представляется возможным из-за отсутствия достаточного количества сделок купли-продажи, что фактически девальвирует ценность инструмента IPO.

Причиной слабой результативности двух других IPO стали отсутствие опыта инвесторов, недостаточность информации о стратегии развития компании, отсутствие стандартов корпоративного управления, финансовой

Таблица 1

## Сводные данные IPO Республики Армения

Компания	Год	Вид размещения	Цена, драм	Инструмент	Количество, шт.	Капитал	
						млн драмов	долл. США*
Araratbank	2008	IPO	5000	Акции	804 300	4021,5	13 089 968,1
Artsakh HEK	2009	IPO	1050	Акции	862 074	905,178	2 440 555,7
Unibank	2015	IPO	230	Акции	10 672 471	2454,668	5 108 995,6
ArmEconomBank	2015	IPO	12 000	Акции	416 670	5000,040	10 498 992,1
ИТОГО						12 381,39	31 138 511,5

\* По курсу Центробанка Армении на дату завершения размещения.

Источник. URL: <https://amx.am/en/3/search-results?q=IPO>

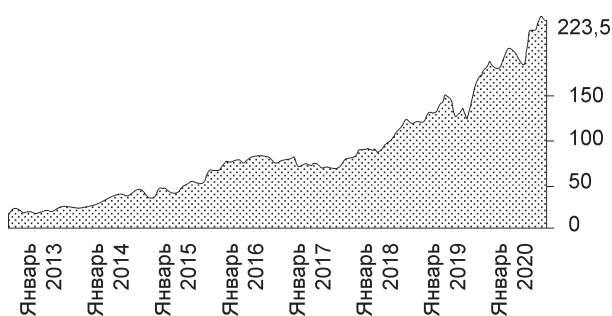


Рис. 1. Котировки акций EPAM на NYSE

Источник. URL: <https://ru.investing.com/equities/epam-systems-inc>

отчетности в публичном доступе в соответствии с МСФО. В итоге объем фактически полученного от инвесторов капитала составил менее 1% от плановых объемов. Таким образом, общая сумма инвестиций, привлеченных на развитие корпоративного сектора Беларуси через инструмент IPO, составила около 90 млн долл. США, из которых 72 млн долл., или 80%, привлечено EPAM.

По нашему мнению, в силу консерватизма и низкой активности корпоративного сектора в ближайшем будущем Беларусь может ожидать только единичные IPO предприятий негосударственного сектора. Один из примеров – компания из сферы ритейла ООО «Евроторг», которая демонстрирует последовательное применение инструментов рынка капитала для диверсификации источников финансирования, оптимизации долгового профиля компании и создания позитивного имиджа на фондовых рынках:

2015 г. – получение международного рейтинга «B-» (S&P; Fitch);

2016 г. – привлечение стратегического инвестора – Международной финансовой корпорации – для реализации долгосрочного проекта (2016–2019 гг.) стоимостью 291 млн долл. США с объемом инвестиций 55 млн долл. США<sup>9</sup>;

2017 г. – выпуск евробондов Loan Participation Note на сумму 350 млн долл. США со сроком погашения в 2022 г. и доходностью 8,75% годовых на ирландской фондовой бирже Irish Stock Exchange для рефинансирования текущего долгового портфеля и удлинения срока погашения долга. Объем спроса инвесторов сформировался на общую сумму около 1,9 млрд долл. США с переподпиской более чем в 5 раз. По мнению экспертов, спрос был обусловлен «интересом рынка к новым качественным историям», поскольку это первое корпоративное размещение на рынке еврооблигаций для Беларуси, что стало открытием нового рынка. Дополнительные активы – профессионализм менеджмента и эффективность бизнес-модели, сильная рыночная позиция и кредитное качество компании<sup>10</sup>;

2018 г. – ожидаемое IPO на Лондонской фондовой бирже с объемом инвестиций в размере более 300 млн долл. США,

<sup>9</sup> URL: <https://disclosures.ifc.org/#/enterpriseSearch/ResultsHome/Euroopt>

<sup>10</sup> URL: <http://www.belta.by/economics/view/evroopt-privlek-350-mln-posredstvom-evrobon-dov-272226-2017>

Таблица 2

Результаты IPO белорусских компаний на ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа»

Показатель	ОАО «Борисовский завод медицинских препаратов»	ОАО «Минский завод игристых вин»	ОАО «Гомельский жировой комбинат»
Год выхода на IPO	2011	2012	2014
Объем эмиссии, шт.	125 500	238 700	4 035 000
Процент от уставного фонда	15	25	25
Цена за акцию, бел. руб.	475 697	171 450	18 800
Количество проданных акций, шт.	223	164 704	22 603
Плановый объем инвестиций, бел. руб.	59 700 000 000	40 925 363 478	75 858 000 000
Фактический объем инвестиций, бел. руб.	105 000 000	28 238 500 800	424 936 400
Степень успешности, %	0,18	68,63	0,56
Средний курс, бел. руб. /долл. США	4623,47	8335,86	10215,53
Объем привлеченных средств, долл. США *	<b>22 710,2</b>	<b>3 387 592,9</b>	<b>41 597,1</b>

\* Оценка автора.

Источник. (Жук, Лис, 2017).

которое было отложено по причине изменения конъюнктуры рынка;

частичный досрочный выкуп эмитентом собственных облигаций на сумму 5,1 млн долл.;

повышение долгосрочного рейтинга дефолта в иностранной валюте до уровня «В». Прогноз – «Стабильный» (Fitch Ratings). Дальнейшие позитивные рейтинговые действия сдерживаются страновым потолком Беларуси – «В»;

2019 г. – размещение дебютного и дополнительного выпуска пятилетних облигаций объемом по 5 млрд рос. руб. на Московской фондовой бирже. Ставка купона – 10,95%, эквивалент доходности – 11,41% годовых;

привлечение синдицированного кредита совокупным объемом 3,5 млрд рос. руб. через Московский Кредитный Банк и Газпромбанк. Структура сделки предусматривала возможность присоединения дополнительных кредиторов<sup>11</sup>.

Для расширения опыта IPO в Беларуси требуется система мер и мероприятий, направленных на развитие публичности, доверия инвесторов и реализации практических мер, соответствующих мировым стандартам и практикам. Более того, необходимым условием для прихода инвестиций в Беларусь является четкое понимание макроэкономических перспектив страны, поскольку наличие неопределенности препятствует любым обоснованным инвестициям. Одним из путей достижения данной цели могут стать давно ожидаемые первичные публичные размещения белорусских «голубых фишек»: ОАО «БелАЗ», ОАО «Нафтан», ОАО «Мозырский нефтеперерабатывающий завод», ОАО «Беларусбанк», ОАО «Беларуськалий», ОАО «Минский тракторный завод», ОАО «Гомсельмаш», ОАО «Белорусский металлургический завод», ОАО «Горизонт», ОАО «БАТЭ», которые анонсируются с 2010 г.

Указом Президента Республики Беларусь от 3 марта 2016 г. № 84 «О вопросах эмиссии и обращения акций с использованием иностранных депозитарных расписок»<sup>12</sup> белорусским акционерным обще-

ствам была предоставлена возможность проводить IPO посредством размещения депозитарных расписок в объеме до 25% уставного фонда и привлекать прямые иностранные инвестиции. Однако, несмотря на привлекательность инструмента с точки зрения листинговых требований, практических действий не последовало. Полагаем, что основная причина данной ситуации – государственная стратегия сохранения контроля над ключевыми активами. По нашему мнению, выпуск в свободное обращение пакета акций в ограниченном размере не приведет к потере управляемости, а только повысит качество корпоративного управления, что было неоднократно отмечено экспертами международных финансовых организаций как необходимое условие для повышения конкурентоспособности экономики Беларуси.

**Республика Казахстан.** Инструмент IPO не является новым для казахстанских компаний. Более того, лидерами национальной экономики накоплен определенный опыт привлечения капитала, выполнения требований биржевого листинга, работы в соответствии со стандартами корпоративного управления и международными стандартами финансовой отчетности в статусе публичной компании.

Анализ доступных статистических источников позволил собрать информацию об использовании инструмента IPO казахстанскими компаниями за период с 2002 по 2019 г. включительно. Всего за данный период имеются данные о 36 размещениях, проведенных 30 компаниями. Общая сумма привлеченных инвестиций за 18 лет составила 10,3 млрд долл. США, в том числе через первичное публичное размещение акций – 59,6% и размещение глобальных депозитарных расписок – 40,4% (рис. 2).

На рис. 3 представлена выборка по количеству IPO и объему привлеченного капитала с разбивкой по годам. Как следует из диаграммы, 2007 г. был годом пиковой активности как по объему привлеченного капитала – 4218 млн долл. США, так и по количеству IPO – 6 размещений.

Самые крупные первичные публичные размещения состоялись в докризисный период 2005–2007 гг. (табл. 3). В их числе две

<sup>11</sup> URL: <https://officelife.media>

<sup>12</sup> URL: [http://www.pravo.by/upload/docs/op/P31600084\\_1457557200.pdf](http://www.pravo.by/upload/docs/op/P31600084_1457557200.pdf)

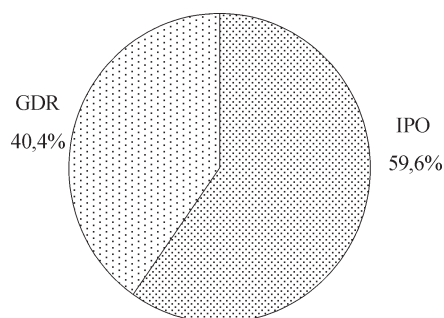


Рис. 2. Структура размещений казахстанских эмитентов по видам инструментов

Источник. URL: [http://kase.kz/ru/#trade\\_info\\_period](http://kase.kz/ru/#trade_info_period); URL: <https://www.aix.kz/news-announcements/aix-news/kazatomprom-secondary-offering/>

ресурсные компании: ENRC, Казахмыс и три компании финансового сектора: Казкоммерцбанк, Альянс Банк и Народный банк Казахстана. В посткризисный период самым крупным было IPO национального мобильного оператора KCELL на Лондонской фондовой бирже в 2012 г. (475,4 млн долл. США).

В целом эмиссия акций состоялась в трех странах: Великобритании, Казахстане и России, на пяти фондовых площадках: Лон-

донская фондовая биржа (LSE) – основной (MAIN) и альтернативный (AIM) рынки; Казахстанская фондовая биржа (KASE); Московская фондовая биржа (MOEX) и с 2018 г. – Астанинская фондовая биржа (AIX). В структуре площадок размещения как по количеству IPO, так и по объему привлеченного капитала, бесспорно, лидирует Лондонская фондовая биржа, на которой было привлечено в совокупности около 80% капитала казахстанскими компаниями (рис. 4).

Несмотря на наличие ежегодных публичных размещений, в посткризисный период объем привлеченного капитала был незначительным из-за ухудшения макроэкономических показателей Казахстана и снижения странового рейтинга на фоне глобальной экономической рецессии. Как правило, это является негативными предпосылками для выхода компаний на глобальные рынки капитала, поскольку влечет за собой существенную недооценку стоимости акций потенциальными инвесторами. В результате этого активность эмитентов была направлена на национальный фондовый рынок.

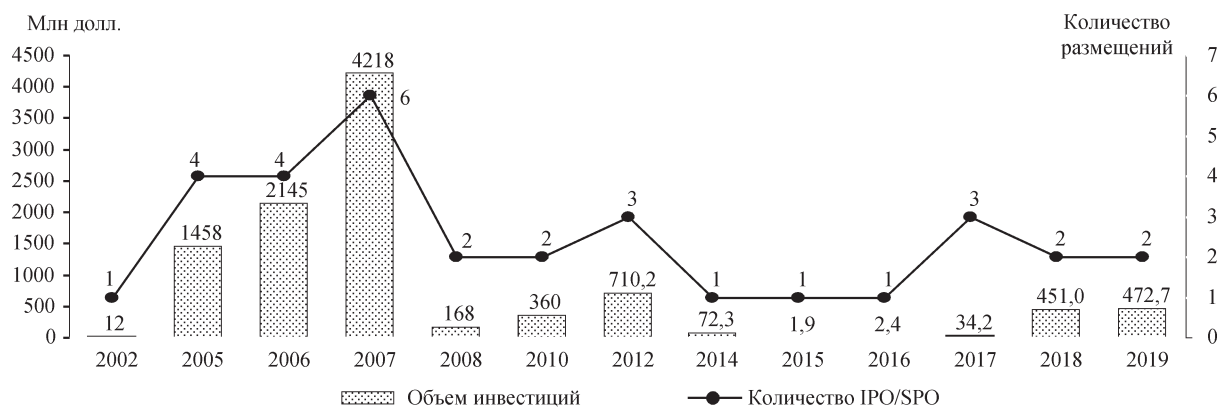


Рис. 3. Структура IPO и размер привлеченного капитала казахстанскими эмитентами

Источник. URL: [http://kase.kz/ru/#trade\\_info\\_period](http://kase.kz/ru/#trade_info_period); URL: <https://www.aix.kz/news-announcements/aix-news/kazatomprom-secondary-offering/>

Таблица 3

Топ- 5 крупнейших IPO казахстанских компаний

Компания	Объем капитала, млн долл.	Биржа	Инструмент	Год
ENRC	2792	LSE MAIN	IPO	2007
Казахмыс	1156	LSE MAIN	IPO	2005
Казкоммерцбанк	761	LSE MAIN	IPO	2006
Альянс Банк	704	LSE AIM	IPO	2007
Народный банк Казахстана	680	LSE MAIN	GDR	2006

Источник. URL: [http://kase.kz/ru/#trade\\_info\\_period](http://kase.kz/ru/#trade_info_period); URL: <http://www.londonstockexchange.com/statistics/home/statistics.htm>

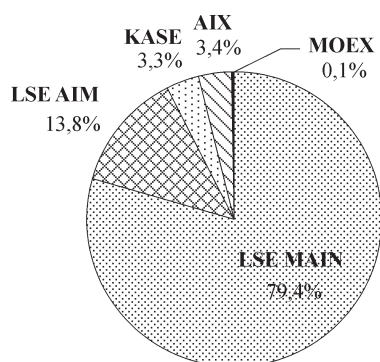


Рис. 4. Структура IPO казахстанских эмитентов по видам биржевых площадок

Источник. URL: [http://kase.kz/ru/#trade\\_info\\_period](http://kase.kz/ru/#trade_info_period); URL: <http://www.londonstockexchange.com/statistics/home/statistics.htm>; URL: [http://kase.kz/ru/#trade\\_info\\_period](http://kase.kz/ru/#trade_info_period)

В совокупности в период 2012–2017 гг. Казахская фондовая биржа приняла 7 IPO (рис. 5). Общий объем привлеченного капитала составил 334,97 млн долл. США, что более чем в 26 раз ниже в сравнении с Лондонской фондовой биржей по причине низкой капитализации и ликвидности национальной фондовой биржи. Событием на фондовом рынке в 2017 г. стало размещение акций Банком Астаны, привлечшего через IPO на национальном рынке 20,1 млн долл. США и посредством SPO на Московской фондовой бирже – 10,5 млн долл. Однако успех размещения был девальвирован финансовой неустойчивостью банка с последующим банкротством и ликвидацией<sup>13</sup>.

Запуск Международного финансового центра Астана в июле 2018 г. положил нача-

<sup>13</sup> Nichkasova Y. 2018. Estimation of IPO efficiency of Astana Bank. University *Economic Bulletin*. No 37(1). PP. 251–260.

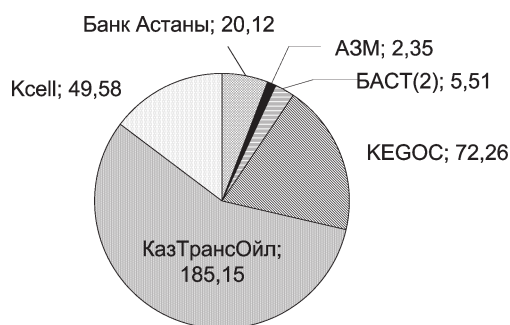


Рис. 5. Структура и размер привлеченного капитала казахстанскими эмитентами на KASE, млн долл. США

Источник. URL: [http://kase.kz/ru/#trade\\_info\\_period](http://kase.kz/ru/#trade_info_period)

ло новому этапу развития финансового рынка Казахстана. Период 2018–2019 гг. отмечен IPO и SPO мирового производителя урана АО «НАК «Казатомпром» и лидера банковской отрасли АО «Народный банк Казахстана» на Астанинской (AIX) и Лондонской (LSE) фондовых биржах (табл. 4).

Таким образом, в течение двух лет объем привлеченного долевого капитала составил около 1 млрд долл. США. Дополнительным позитивным фактором является активное участие в данных размещениях казахстанских инвесторов. В частности, ими было приобретено 47,5% акций от общего количества размещенных ценных бумаг на IPO и 34% GDR на SPO АО «Казатомпром». Ожидаемые к проведению IPO крупных казахстанских компаний: АО «Kaspi Bank», АО «НГК «Тау-Кен Самрук», АО «Самрук-Энерго», АО «Qazag Air», АО «Казахтелеком», АО «Air Astana», АО «Казпочта», АО «НК «КазМунайГаз», АО «НК «Казахстан Темир Жолы» должны дать мощный толчок для развития финансового рынка Казахстана и Астанинской фондовой биржи.

**Республика Кыргызстан.** Одной из приоритетных задач Кыргызской фондовой биржи является повышение квалификации участников фондового рынка для обеспечения их интеграции в происходящие процессы на пространстве государств ЕАЭС. Совместно с ЕБРР биржа активно проводит обучение специалистов по теме первичных публичных размещений<sup>14</sup>. Следует отметить, что планы по выходу на IPO Кантского цементного завода, ОАО «Кыргызалтын» в 2008 г. до настоящего времени не реализованы<sup>15</sup>. В качестве перспективных компаний эксперты выделяют: Международный аэропорт «Манас», ТНК «Дастан» и ряд банков.

**Российская Федерация.** Статистика первичных публичных размещений российских компаний в 1996–2019 гг. представлена на рис. 6. Всего за этот период проведено 139 IPO, объем привлеченных инвестиций – 87,5 млрд долл. США. В структуре IPO наблюдается высокая динамика, как по количеству, так и по суммам привлеченного капитала в докризисный период 2006–

<sup>14</sup> URL: <http://www.kse.kg>

<sup>15</sup> Горбачев И. 2008. IPO: первый пошел! URL: <https://24.kg/archive/ru/economics/36208-2008/05/29/86067.html>

Результаты IPO/SPO казахстанских эмитентов в 2018–2019 гг.

Компания	Год	Вид размещения	Цена, долл. США	Инструмент	Количество, шт.	Капитал, млн долл. США		
						Итого	в том числе	
							LSE	AIX
Казатомпром	2018	IPO	11,6 – 15,4	Акции/ GDR	38 903 491	451,0	236,8	214,2
Народный банк Казахстана	2019	SPO	11,75	GDR	29 320 000	344,47	277,67	66,8
Казатомпром	2019	SPO	13	GDR	9 863 021	128,229	62,92	65,3
ИТОГО						923,69	577,39	346,3

Источник. Авторская разработка на основе данных (AIX, 2020).

2007 гг. перегретого финансового рынка: размер привлеченных средств в 2006 г. составил почти 18 млрд долл. США, в 2007 г. получены рекордные 21,3 млрд долл. Последовавшая резкая коррекция рынка в 2008–2009 гг. сменилась дальнейшим восстановлением в 2010–2015 гг. при сохранении низкой и неустойчивой динамики по объему капитала и количеству IPO.

Впервые за последнее десятилетие, в 2018 г., под влиянием экономических санкций не состоялось ни одного публичного размещения акций российских компаний. Более того, новейшим трендом на рынке стал делистинг крупных эмитентов: «Дикси», «Автоваз» и «Мегафон». Раскрытие корпоративной информации, как обязательное условие листинга на бирже, облегчает применение санкций, а введение экономических ограничений приводит к снижению капитализации компании, наносит урон ее имиджу и инвестиционной привлекательности. Негативное влияние этих факторов приводит к решению ухода с рынка и поиску других источников инвестиций.

В 2019 г. имело место восстановление активности рынка при относительно высо-

кой результативности: 8 размещений от 6 эмитентов (ОАО «Детский Мир», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «Polyus Gold International», HeadHunter, ОАО «Evras Group», АО «TCS Group») на общую сумму более 2,3 млрд долл. США в формате IPO и SPO<sup>16</sup>.

За исследуемый период также произошла трансформация приоритетов российских эмитентов в отношении площадок размещения и инструментов. В докризисный период первичные размещения происходили на фондовых биржах США с последующим переносом активности на Лондонскую (LSE) и Московскую (MOEX) фондовые биржи. Изменения также произошли и в структуре инструментов: для первых выходов на мировой рынок IPO (рынок США), основным инструментом были депозитарные расписки. В последующем использовалось размещение акций как наиболее привлекательного инструмента для инвесторов или процедура двойного листинга, что было обусловлено облегченными требованиями LSE, если компания имела листинг на национальной бирже.

<sup>16</sup> URL: <http://www.preqveca.ru/placements>

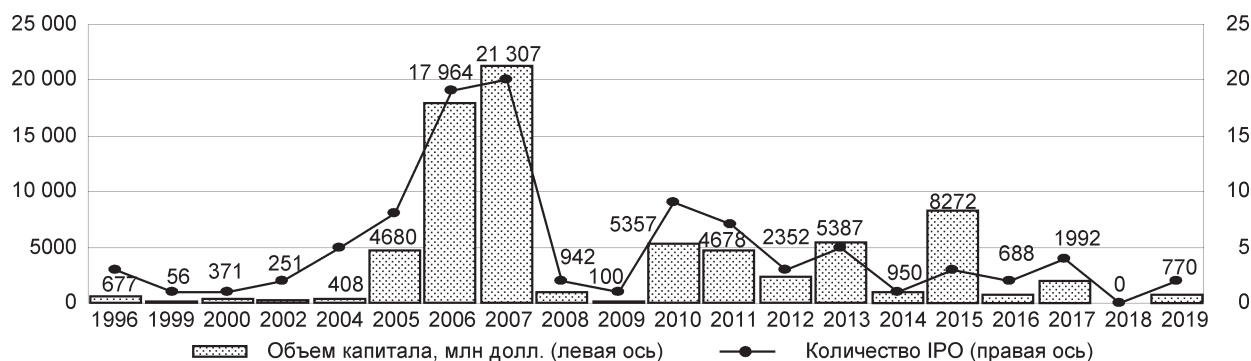


Рис. 6. Динамика IPO эмитентов Российской Федерации

Источник. URL: <http://www.preqveca.ru/placements>



Несмотря на определенные успехи, по мнению экспертов, рынок IPO России развивается медленно по причине негативных конъюнктурных, геополитических факторов, неуверенности инвесторов в стабильности внешней и внутренней политики страны, давления налоговых, контролирующих фискальных органов на бизнес. Дополнительным негативным фактором является консервативность инвесторов по отношению к стартапам как ненадежному вложению средств, что вынуждает носителей новаторских идей искать и получать финансирование в Европе или США. Экспертный прогноз по развитию рынка на ближайшие 5–10 лет: негативный<sup>17</sup>.

**Республика Узбекистан** является крупнейшей страной в Центральной Азии по численности населения, обеспечивая ежегодный рост ВВП в размере более 5% и рост доходов населения на 10%. Руководством страны взят курс на развитие фондового рынка, однако барьерами роста являются высокая доля государства в уставных капиталах акционерных обществ, низкая финансовая грамотность населения. Вместе с тем опыт проведения IPO позволяет подвести первые итоги.

В 2001 г. состоялось IPO Oxus Gold – компании по добыче золота, алмазов и драгоценных камней. На Лондонской фондовой бирже было размещено 26,7 тыс. акций по цене 0,42 долл., что позволило привлечь 11 млн долл. США инвестиций. Однако по причине разногласий между иностранными акционерами и Правительством Республики Узбекистан в 2016 г. активы Oxus Gold Plc были выкуплены Polyus Gold International Limited, а акции сняты с котировочного листа LSE.

<sup>17</sup> URL: <https://www.e-executive.ru/finance/investment/1990718-pochemu-v-rossii-umer-rynok-ipo>

Первопроходцем по использованию данного инструмента на национальном финансовом рынке Узбекистана в апреле 2018 г. стало АО «Кварц» – крупнейшее в Центрально-Азиатском регионе предприятие по производству стекла (табл. 5). Для публичной продажи было выставлено 10% акций с ценой в диапазоне от 3000 до 9100 сумов, продано 54% от общего объема выпущенных акций. Общая сумма инвестиций составила 7,5 млрд сумов, что эквивалентно 925 832,2 долл. США, и была направлена на модернизацию производства. В целом, несмотря на достижение цели привлечения заявленного объема финансирования на уровне только 52%, размещение признано успешным (Сайдуллаев, 2018). Вместе с тем, по данным Республиканской фондовой биржи «Тошкент», рыночная цена акции на дату последней сделки (март 2020) составляет 2799 сумов, что ниже порогового значения цены выхода на IPO<sup>18</sup>.

В активе фондового рынка Узбекистана также SPO «Кокандского механического завода» в 2018 г., однако публичные данные про IPO отсутствуют. Запуск подписной компании на акции АО «Жиззах пластмасса» стартовал 12 декабря 2019 г.: доля для публичного размещения составляет 25% уставного капитала, или 1 140 246 акций. Ценовой интервал: от 3400 до 30 541 сумов за акцию.

Таким образом, практика первичных публичных размещений позволила привлечь 1,3 млн долл. США на развитие предприятий, протестировать инвестиционный потенциал фондового рынка Узбекистана и заложить основу его дальнейшего развития. В целом государством принят курс на внедрение широко используемых в между-

<sup>18</sup> URL: [https://www.uzse.uz/isu\\_infos/STK?isu\\_cd=UZ7025770007&begin\\_date=01.01.2018&end\\_date=03.03.2020](https://www.uzse.uz/isu_infos/STK?isu_cd=UZ7025770007&begin_date=01.01.2018&end_date=03.03.2020)

Таблица 5

## Сводные данные IPO/SPO Республики Узбекистан

Компания	Год	Вид размещения	Цена, сум	Инструмент	Количество, шт.	Капитал	
						млрд сумов	долл. США
АО «Кварц»	2018	IPO	3000–9100	Акции	45 749 340	7,50	925 832,2
АО «Кокандский механический завод»	2018	SPO	1000–4000	Акции	2 200 000	2,93	351 927,0
ИТОГО						10,43	1 277 759,2

Источник. URL: [https://www.uzse.uz/isu\\_infos/STK?isu\\_cd=UZ7025770007&begin\\_date=01.01.2018&end\\_date=03.03.2020](https://www.uzse.uz/isu_infos/STK?isu_cd=UZ7025770007&begin_date=01.01.2018&end_date=03.03.2020)

народной практике форм реализации объектов государственной собственности через инструменты IPO и SPO. По мнению Агентства по управлению государственными активами, рынок Узбекистана готов к проведению IPO, инфраструктурные, технические и правовые механизмы отработаны. Основная задача – привлечь инвестиции на развитие реального сектора экономики для более чем 20 предприятий.

**Сводные данные и результаты.** Завершая анализ фактических данных о проведенных публичных размещениях акций стран ЕАЭС и Узбекистана в период 1996–2019 гг., приведем сводные данные в сравнении с глобальным рынком IPO (табл. 6).

По результатам исследований делаем следующие выводы:

- фактические примеры IPO корпоративного сектора стран ЕАЭС свидетельствуют о наличии определенного уровня развития практики первичных публичных размещений. Всего за период 1996–2019 гг. проведено 143 IPO с объемом привлеченных средств в размере 87,6 млрд долл. США. Среднее значение IPO в размере 612,4 млн долл. существенно превышает показатель глобального рынка, равный 160,8 млн долл. США. Данные цифры свидетельствуют о высоком интересе инвесторов к недооцененным активам стран ЕАЭС, поскольку объем привлекаемых средств в большей степени зависит от качества актива и в меньшей – от состояния рынка;

и бесспорное лидерство на рынках первичных публичных размещений среди стран ЕАЭС принадлежит корпоративному сектору Российской Федерации как по началу периода применения данной практики, так и по количеству размещений, объему привле-

ченного капитала, его среднему значению и диверсификации биржевых площадок. Рынок Армении имеет более чем 10-летнюю практику IPO и SPO при небольшом размере экономики и высоких стандартах национальной биржи. Рынок IPO Беларуси характеризуется негативными результатами двух из пяти IPO, отсутствием размещений с 2014 г. Результат по общей сумме привлеченного капитала на 80% обеспечен успехом компании ЕРАМ на NYSE. Рынок IPO Казахстана находится на этапе выхода из зоны стагнации. Международный финансовый центр «Астана» демонстрирует первые результаты IPO крупных квазигосударственных компаний. Рынок Кыргызстана формирует экспертные компетенции для запуска процессов IPO. Рынок Узбекистана тестирует инвестиционный потенциал и анализирует первые результаты.

Таким образом, в настоящее время имеет место дивергенция рынков первичных публичных размещений акций стран – членов ЕАЭС как по количеству операций, так и результативности. Данный результат требует дальнейшего анализа возможных каналов интеграции рынков.

#### ***Перспективы и каналы интеграции рынков капитала стран ЕАЭС***

Согласно Концепции формирования общего финансового рынка стран ЕАЭС, принятой в октябре 2019 г., целью его создания является повышение уровня доступности, качества и набора финансовых услуг, а также обеспечение роста, эффективности и конкуренции. В секторе рынка ценных бумаг создание общего финансового рынка достигается через трансграничную поставку финансовых услуг без коммерчес-

Таблица 6

Сводные данные по рынку IPO

Страна	Период	Количество IPO	Капитал, млн долл. США	Среднее значение, млн долл. США
Армения	2008–2019	4	31,1	7,8
Беларусь	2007–2014	5	88,7	17,7
Казахстан	2002–2019	36	10 247,6	284,6
Россия	1996–2019	98	77 202,0	787,8
<b>Итого ЕАЭС</b>	<b>1996–2019</b>	<b>143</b>	<b>87 569,4</b>	<b>612,4</b>
Узбекистан	2018–2019	2	1,28	0,64
<b>Глобальный рынок</b>	<b>2008–2019</b>	<b>13 327</b>	<b>2 142 300,0</b>	<b>160,75</b>

Источник. Авторская разработка по данным табл. 1–5.

кого присутствия на территории государства-члена; предоставление профессиональным участникам рынка ценных бумаг взаимного допуска на организованные рынки и биржевые торги в рамках существующих национальных требований и надзора регулятором страны происхождения поставщика финансовой услуги.

Вместе с тем важными предпосылками процесса создания интегрированного рынка являются:

1. Практика трансграничных первичных публичных размещений (двойных IPO) эмитентами на биржах стран – членов ЕАЭС.

Рынки IPO стран ЕАЭС не интегрированы, однако имеют место примеры трансграничных размещений компаний на рынках соседних стран для увеличения объема инвестиций (рис. 7). Расширение данной практики, наряду с решением задачи создания общего финансового рынка, обладает высоким потенциалом и актуальностью. Пилотными проектами выхода на рынки стран – участников ЕАЭС вне юрисдик-

ции общего финансового рынка являются: размещение в 2017 г. акций АО «Банк Астаны» (Казахстан) и в 2019 г. облигаций ООО «Евроторг» (Беларусь) на MOEX (Россия); опыт размещения акций компании «Полиметалл» (Россия) на Астанинской фондовой бирже (Казахстан) с целью привлечения инвестиций китайских розничных и институциональных инвесторов. Практика двойных IPO активно развивается в Казахстане: первичное размещение акций АО «НАК «Казатомпром» и вторичное АО «Народный банк Казахстана» проходило одновременно на Астанинской и Лондонской фондовых биржах.

2. Практика интеграции национальных фондовых бирж.

Процессы глобализации, рост транснациональных компаний, либерализация национальных законодательств, расширение свободы перемещения капитала, возникновение новых центров экономического роста интенсифицировали конкуренцию фондовых бирж. Следствием этого стала их консолидация посредством формирования

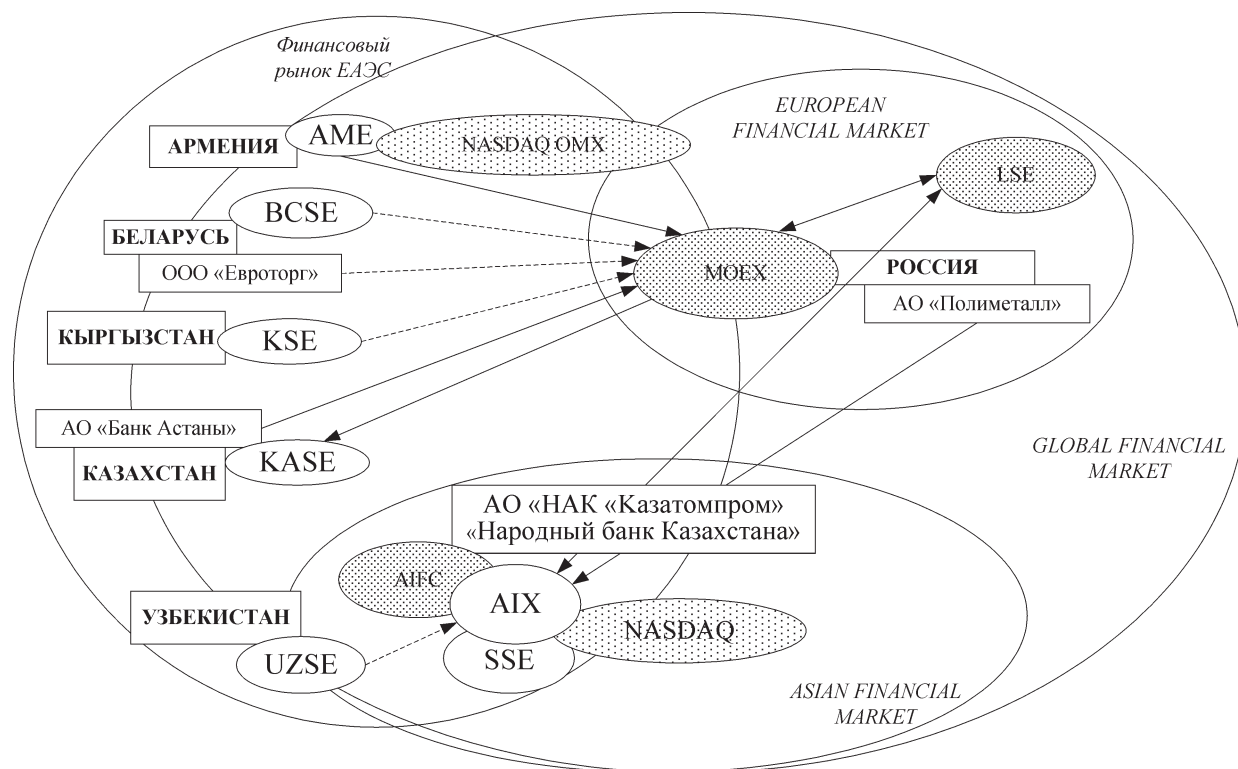


Рис. 7. Каналы интеграции национальных финансовых рынков стран ЕАЭС

Источник. Авторская разработка.

стратегических альянсов и соглашений о сотрудничестве, слияний и поглощений, совместного использования технологий. Данные процессы актуальны также для биржевой инфраструктуры Евразийского экономического пространства (рис. 7):

*поглощение.* Изначально созданная в 2001 г. как саморегулируемая организация, в октябре 2007 г. Armenia Securities Exchange не была демутуализирована и трансформирована в акционерное общество. Далее, в феврале 2008 г. в результате поглощения биржа вошла в состав глобального биржевого оператора Nasdaq OMX под названием Nasdaq OMX Armenia. Интеграция биржевого пространства Армении осуществляется в направлении европейских членов группы OMX с целью привлечения национальными компаниями иностранных инвестиций через локальную биржу, а также облегчения процесса выхода на зарубежные рынки армянских инвесторов;

*стратегический альянс.* В июле 2018 г. состоялось официальное открытие Международного финансового центра Астана (AIFC) в партнерстве с Шанхайской фондовой биржей и Nasdaq, которые стали акционерами Астанинской фондовой биржи (AIX);

*объединение.* Следуя мировым тенденциям развития фондового рынка, биржевые площадки России также осуществляют изменение своей организационно-правовой структуры, создавая пространственно-распространенную систему с преобладанием электронных механизмов торговли без необходимости физического присутствия участников, обеспечивая тем самым широкие возможности к расширению объемов торговли. После объединения ММВБ и РТС Московская биржа (MOEX) стала высоко диверсифицированной торговой платформой, предлагающей акции, облигации, производные, валютные и краткосрочные денежные инструменты;

*соглашение о сотрудничестве.* В ноябре 2018 г. Казахстанская фондовая биржа (KASE) и MOEX подписали соглашение о стратегическом сотрудничестве, которое направлено на формирование единого финансового рынка государств – членов ЕАЭС и выход на публичный рынок KASE. В развитие договоренностей в 2019 г. MOEX

вошла в капитал KASE в размере 3,32% с перспективой увеличения до 20%.

*кросс-листинг.* Включение Центробанком России Nasdaq OMX Armenia в список бирж, ценные бумаги которых могут торговаться на вторичном рынке MOEX, предоставляет упрощенный взаимный доступ к биржевым рынкам двух стран, унифицирует требования законодательства и взаимного признания лицензий. Аналогичное решение принято по компаниям, находящимся в листинговом списке Кыргызской фондовой биржи (KSE).

Таким образом, эмитенты стран ЕАЭС имеют возможность взаимно и разнонаправленно использовать инвестиционный потенциал биржевых площадок MOEX, Nasdaq OMX Armenia и AIFC, интегрированных в глобальный финансовый рынок, но относительно специализированных. При этом, взаимный кросс-листинг эмитентов на биржевых площадках партнеров по интеграции является первым шагом для перевода данных процессов в практическую плоскость.

В результате, общий финансовый рынок, новая институциональная инфраструктура МФЦА и дальнейшее развитие флагмана инфраструктуры фондовых рынков стран – членов ЕАЭС – Московской фондовой биржи должны стать важнейшим ресурсом для экономического развития стран ЕАЭС и обеспечить реализацию следующих потенциальных возможностей для участников рынка:

доступ эмитентов к расширенному пулу потенциальных инвесторов;

переход к модели массового инвестирования и повышение финансовой грамотности;

страновая и отраслевая диверсификация инвестиционных портфелей, структуры собственности и акционерного капитала;

увеличение глубины финансового рынка;

рост долгосрочных инвестиций; ускорение темпов внедрения финансовых инноваций, обмена информацией;

создание конкурентной среды при снижении транзакционных издержек;

повышение устойчивости и эффективности финансового развития стран Союза;

усиление роли государств – членов ЕАЭС на глобальных финансовых рынках;

создание институциональных условий для формирования общего финансового рынка (выравнивание, сближение, устранение взаимных барьеров, свобода движения капиталов);

формирование интегрированных структур и инфраструктуры общего финансового рынка.

Среди потенциальных угроз и препятствий для взаимного выхода участников рынка на общий финансовый рынок полагаем возможным выделить:

длительный период гармонизации законодательства по причине существенных отличий в моделях и уровнях развитости финансовых рынков стран – членов ЕАЭС;

риски недобросовестной конкуренции, обусловленные различиями в законодательстве и неравными условиями деятельности;

необходимость решения вопросов трансграничной защиты прав потребителей финансовых услуг и инвесторов, а также проверки происхождения капитала, противодействия мошенничеству и финансированию терроризма;

вероятность бюрократизма административных процедур допуска участников на рынок другой страны;

риск недостижения согласованности по требованиям прозрачности, понятности, доступности правил регулирования и надзора;

возможность возникновения проблем ликвидности, платежеспособности и клиринга, урегулирования споров на трансграничном уровне;

необходимость превентивного предотвращения угроз кибербезопасности, безопасности трансграничной передачи и конфиденциальности персональных данных;

необходимость контроля за соблюдением требований по полноте раскрытия информации о финансовых продуктах и услугах.

Таким образом, рынки первичного публичного размещения акций являются важным инструментом привлечения инвестиционного капитала на развитие компании, а также экономики страны происхождения, обеспечивая решение ряда задач на разных проекционных уровнях. Анализ практических кейсов IPO на международных и национальных рынках компаниями стран ЕАЭС свидетельствует о наличии опыта

использования инструмента первичного публичного размещения акций разной степени интенсивности и результативности. Исследование исторической динамики, а также пиковых абсолютных и относительных средних значений размера привлеченного капитала на IPO в контексте трендов глобального финансового рынка позволило выявить особенности развития национальных рынков на глобальном и наднациональном проекционных уровнях. На основе анализа и синтеза имеющихся эмпирических и фактических данных определены направления развития наднационального рынка стран – членов Евразийского экономического союза, выполнен комплексный анализ потенциальных возможностей и препятствий для выхода компаний-резидентов на национальные фондовые рынки стран – членов ЕАЭС. Определено, что в аспекте интеграции биржевого пространства наиболее перспективными являются практики двойного и кросс-листинга акций эмитентов. Пилотным проектом практической реализации стратегия создания общего финансового рынка стран ЕАЭС может стать обеспечение доступа на рынки Казахстана и России, как наиболее подготовленные и имеющие практические кейсы выхода корпораций на рынок другой страны.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

**Арыстанов А.К.** 2010. *Региональный финансовый центр Алматы*. Алматы: Жыбек Жолы. 168 с. [Arystanov A.K. 2010. *Regional financial center of Almaty*. Almaty: Zhybek Zholy. 168 p. (In Russ.)]

**Жук И.Н., Лис А.А.** 2017. Проблемы и направления развития IPO белорусскими организациями. *Социально-экономическое развитие организаций и регионов Беларуси: эффективность и инновации*: материалы докладов международной научно-практической конференции. Витебск: Витебский государственный технологический университет. С. 193–197. [Zhuk I.N., Lis A.A. 2017. Problems and directions of IPO development by Belarusian organizations. *Sotsial'no-ekonomicheskoe razvitie organizatsiy i regionov Belarusi: effektivnost' i innovatsii*: materialy dokladov mezhdunarodnoy nauchno-prakticheskoy konferentsii. Vitebsk: Vitebskiy gosudarstvennyy tekhnologicheskii universitet. PP. 193–197. (In Russ.)]

**Лысенко А.** 2006. После IPO. *Рынок ценных бумаг*. № 23. С. 28–30. [Lysenko A. 2006. After IPO. *Rynok tsennykh bumag*. No 23. PP. 28–30. (In Russ.)]

**Мальков А.** 2015. Размещение акций. Структурирование и ценообразование. Москва: Манн, Иванов и Фербер. 173 с. [Mal'kov A. 2015. Placement of shares. Structuring and pricing. Moscow: Mann, Ivanov i Ferber. 173 p. (In Russ.)]

**Миловидов В.Д.** 2018. Дважды десять: потерянные десятилетия или обретенные тренды российского финансового рынка. *Проблемы национальной стратегии*. № 4. С. 149–168. [Milovidov V.D. 2018. Double Ten: the Lost Decades or the Found Trends of the Russian Financial Market. *Problemy natsional'noy strategii*. No 4. PP. 149–168. (In Russ.)]

**Сайдуллаев Ш.** 2018. Опыт проведения первого IPO в Узбекистане: ожидания и результаты. *Управление предприятием*. № 10. URL: <https://e.management.mcfr.uz/682963> [Saydullaev Sh. 2018. Experience in conducting the first IPO in Uzbekistan: expectations

and results. *Upravlenie predpriyatiem*. No 10. URL: <https://e.management.mcfr.uz/682963> (In Russ.)]

**Хамидова Ф.** 2018. Привлечение финансовых средств в ходе IPO и зарубежный опыт его проведения. *Biznes ekspert*. № 6. [Khamidova F. 2018. Attracting financial resources during the IPO and foreign experience in its implementation. *Biznes ekspert*. No 6. (In Russ.)]

**Geddes R.** 2003. *IPOs & equity offerings*. New York: Elsevier Science. 272 p.

**Gregoriou G.N.** 2006. *Initial Public Offerings (IPO): An international Perspective of IPOs*. New York: Elsevier Science. 464 p.

**Lipman F.D.** 2009. *International and US IPO Planning. A Business Strategy Guide*. John Wiley & Sons, Inc.

**Shmarlovskaya G., Nichkasova Y., Sadvokasova K.** 2018. Trends, problems and prospects of the IPOs market development. *Bulletin of the National Academy of Science of the Republic of Kazakhstan*. Vol. 4. No 374. PP. 86–98.

In citation: *Belorusskiy Ekonomicheskii zhurnal*. 2020. No 3. PP. 118–131.

*Belarusian Economic Journal*. 2020. No 3. PP. 118–131.

## EAEU COMMON FINANCIAL MARKET: PRACTICAL RESULTS AND INTEGRATION PROSPECTS OF THE NATIONAL IPO MARKETS

Yulia Nichkasova<sup>1</sup>

*Authors affiliation:* <sup>1</sup> Eurasian L.N. Gumilyov National University (Nur-Sultan, Kazakhstan).

*Corresponding author:* Yulia Nichkasova (y.nichkasova@gmail.com).

**ABSTRACT.** The research in question aims to analyze the degree of development of practice and the effectiveness of the IPO instrument application by the corporate sector of the EAEU and Uzbekistan in 1996–2019. The hypothesis is the assumption that the development of the EAEU common financial market EAEU will operate efficiently with the expansion of IPO practices on stock exchanges of Eurasian Economic Union member states other than the issuer's country of origin.

There were collected actual data on the results of the initial public offerings in the real sector of the economy. There was analyzed historical dynamics and selected the peak absolute values of exchange markets and instruments. There were studied the relative values of the IPO market in projections of the global market, individual countries and the largest distributions. Identified were the channels and directions of exchange area integration.

The analysis of the practice of attracting investments and the effectiveness of the IPO tool application revealed significant country differences and the current divergence of markets. They were in place within active processes of integration of national stock exchanges, which has enabled to identify prospects, channels and possible barriers to integration of the exchange area in the context of the task to create a single financial market for the EAEU countries.

**KEYWORDS:** initial public offering, capital market, investments, stock exchanges, EAEU, Uzbekistan.

**JEL-code:** G15, G23, F36, E22, D53.

**DOI:** 10.46782/1818-4510-2020-3-118-131



Received 9.03.2020