

УДК 336.761

СРАВНЕНИЕ ОСНОВНЫХ ПЛОЩАДОК МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ БИРЖ

© 2011 г. М. А. Соколова

Московский Государственный Технический Университет им. Н. Э. Баумана

Исследован российский рынок первичных публичных размещений акций (IPO). Рассмотрены IPO, проведенные российскими эмитентами за период с 1996 по 2010 год. Проанализированы предпочтения компаний в отношении площадок для проведения размещения акций. Представлено сравнение требований, предъявляемых основными площадками бирж к потенциальным эмитентам..

Ключевые слова: первичное публичное размещение акций; выбор фондовой биржи; требования, предъявляемые к эмитентам; LSE; NYSE; HKSE; Deutsche Börse; MMBB.

Russian market of Initial Public Offering (IPO) is investigated. IPO carried out by Russian issuers for the period from 1996 to 2010 are considered. Preferences of the companies in relation to the markets for shares placement are analysed. Comparison of the listing requirements of Stock Exchanges' main markets is submitted.

Key words: IPO; stock exchange selection; listing requirements; LSE; NYSE; Deutsche Börse; MCSE.

Ни один фондовый рынок не похож на другой, и ни один рынок не подходит для всех видов компаний сразу. Рынки различаются по условиям регистрации (которые необходимо выполнить для того, чтобы начать торговлю акциями) и условиям ведения операций (которые необходимо соблюдать, чтобы вести торговлю), а также по правилам и нормам, регулирующим организацию торгов, подготовку отчетности и порядок расчетов [1]. Кроме того, фондовые рынки различаются по своей структуре и механизмам ведения операций. Для компании, осуществляющей IPO, выбор рынка является финансовым решением стратегической важности. При выборе рынка компания должна определить, на каком рынке ее акции окажутся максимально привлекательными для инвесторов; этот рынок должен также быть в состоянии удовлетворить потребности компании после того, как она станет акционерной.

Если компания планирует проводить IPO, то выбор фондовой биржи для нее имеет такое же значение, как и выбор инвестиционного банка, юридического консультанта

или бухгалтерской фирмы. Это должно быть хорошо продуманное решение, учитывающее интересы будущих акционеров, с одной стороны, и способность совета директоров и руководства удовлетворить их, – с другой.

Согласно отчету Ernst&Young «Globalization: Global IPO Trends Report 2007» [11] до 90% компаний выходящих на IPO в качестве площадки для основного листинга выбирают национальную биржу, что объясняется лучшей узнаваемостью компании на внутреннем рынке и возможностью стать лидером в своем секторе.

При выборе биржи в первую очередь следует учитывать, какие страны являются основными потребителями продукции компании [3]. Однако мало кто из потенциальных эмитентов рассматривает западные биржи в качестве площадки для своего первого размещения. Это объясняется более высокими издержками на IPO на Западе – как денежными, так и в области раскрытия информации. При этом выгоды от работы на западных рынках существенно превышают издержки. Западный фондовый рынок значительно стабиль-

нее российского, на нем ниже вероятность спекуляций и больше возможностей привлечь крупный объем финансирования.

При выборе биржевой площадки эмитент должен руководствоваться рядом критериев, среди которых немаловажную роль играют требования, предъявляемые как национальными, так и иностранными площадками к компаниям, планирующим проведение IPO.

При выборе бирж для сравнительного анализа предъявляемых ими требований, автор работы руководствовался статистикой количества размещений, проведенных российскими компаниями на площадках различных стран, а также объемами торгов ценными бумагами российских эмитентов на различных биржах.

Были проанализированы размещения, проведенные российскими эмитентами за период с 1996 (первая российская компания, вышедшая на биржу – Вымпелком) по 30 июня 2010 года [6; 7]. Результаты анализа показывают (рис. 1), что 106 из 198 размещений были проведены на российских площадках (ММВБ или РТС). Второй по популярности страной среди российских эмитентов является Англия (71 размещение с 1996 по 2010 год). Далее следуют США и Германия (12 и 2 размещения, соответственно).

По результатам анализа IPO в России и СНГ, проводившегося с сентября по ноябрь 2007 года от имени компании «Делойт» и её

представительств на территории СНГ [4], компании положительно оценивают возможность привлечения капитала на местных площадках, хотя многие предпочли бы международное размещение, поскольку международная площадка более популярна и может повысить репутацию компании. В процессе исследования 69% респондентов, среди которых были представители компаний СНГ, уже вышедших на биржу или планирующих проведение IPO, сказали, что в качестве возможности привлечения капитала они рассматривают привлечение международных инвесторов (или как международных, так и местных). Возможность двойного листинга популярна среди компаний стран СНГ (например, листинг на местной бирже и размещение GDR (Global Depositary Receipt) на Лондонской фондовой бирже), поскольку она дает доступ к широкой базе инвесторов.

По данным исследования, проведенного Московской Межбанковской Валютной Биржей [5], наибольший объем торгов акциями российских эмитентов за 9 месяцев 2009 года приходился на российскую биржу ММВБ (рис. 2). 24% объема торгов относится к биржам в Англии, США и Германии. На долю РТС приходится только 6% от общего объема торгов.

Автором работы для анализа были выбраны следующие биржи:

1. ММВБ (так как среди российских

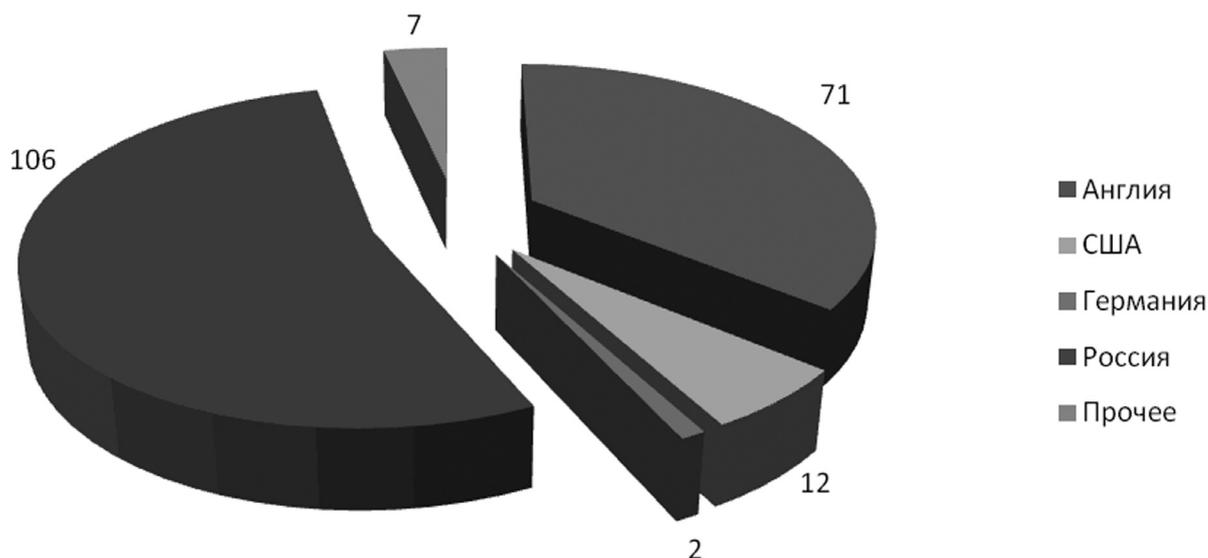


Рис. 1. Количество размещений российских эмитентов на биржах различных стран мира с 1996 по 2010 год

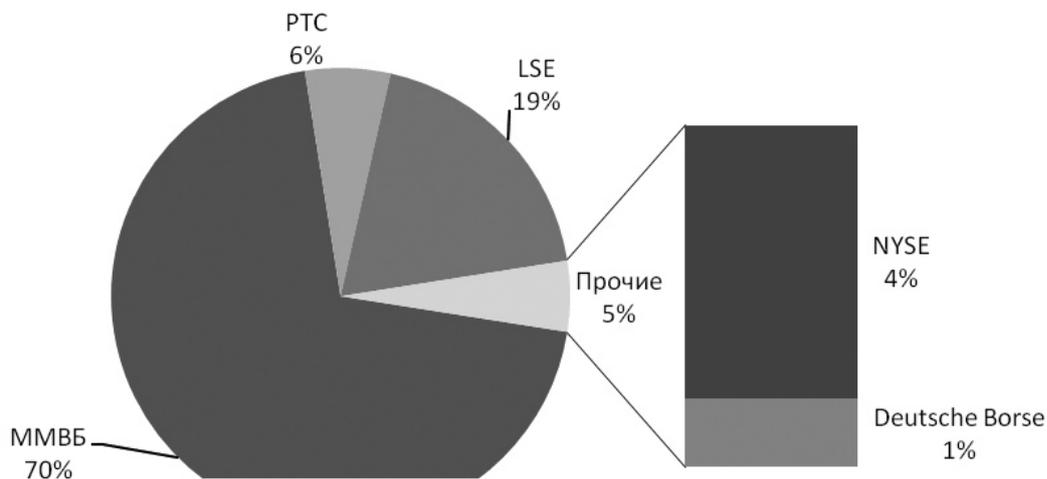


Рис. 2. Объем торгов ценными бумагами российских эмитентов (за 9 месяцев 2009 года)

бирж на ее долю приходится наибольший объем торгов);

2. LSE (London Stock Exchange) (так как на ее долю приходится существенное количество размещений ценных бумаг российских эмитентов, и по числу и по объему);

3. Среди американских бирж была выбрана NYSE (New York Stock Exchange) (исходя из большего объема торгов ценными бумагами российских эмитентов на данной площадке);

4. Deutsche Börse (так как на данную площадку приходится довольно существенный объем торгов акциями российских компаний);

5. Кроме перечисленных выше бирж, была проанализирована Конг-Конгская Фондовая Биржа (Hong Kong Stock Exchange, HKSE). В январе 2010 года впервые российская компания (Русал) провела IPO на HKSE. По мнению специалистов, занимающихся вопросами первичных публичных размещений акций компаний, новые азиатские площадки являются довольно перспективными для российских компаний [4].

Также автором работы были выбраны следующие критерии сравнения фондовых бирж:

– К1, требования, предъявляемые к финансовым показателям компании, планирующей проведение IPO;

– К2, требования, предъявляемые к операционной деятельности, управлению компанией и ее собственникам;

– К3, требования в отношении минималь-

ной рыночной капитализации и количества акционеров;

– К4, требования к количеству и стоимости акций в свободном обращении;

– К5, требования в отношении отчетности, аудита и раскрытия корпоративной информации;

– К6, требования в отношении совета директоров;

– К7, требования в отношении аудиторского комитета;

– К8, требования к эмитентам после размещения.

Перейдем к сравнению выбранных фондовых бирж по указанным критериям. Стоит отметить, что анализировались требования, предъявляемые основными, а не альтернативными площадками бирж.

1) London Stock Exchange (LSE) [9; 12; 13]

К1: специальных требований к потенциальным эмитентам не предъявляется.

К2: компания должна быть публичной.

К3: минимальный объем размещаемых акций – £700 тыс.

К4: 25% размещаемых акций должны быть в свободном обращении.

К5: компания должна иметь отчетность, составленную в соответствии с британскими, американскими или международными стандартами финансовой отчетности.

К6: совет директоров должен утверждать проспект эмиссии, содержащий упоминание о включении в него всей необходимой информации советом директоров;

– копии всех служебных договоров, содержащих детали вознаграждения членов совета директоров, должны быть доступны на общем собрании акционеров;

– заинтересованность директоров или связанных сторон должна быть раскрыта Управлению Великобритании по листингу.

К7: совету директоров необходимо утвердить формальные и понятные принципы составления финансовой отчетности, а также внутреннего контроля для поддержания соответствующих отношений с аудиторами компании.

К8: годовая финансовая отчетность должна публиковаться в течение шести месяцев после окончания отчетного года, а полугодовая отчетность должна быть опубликована в течение 90 дней после окончания полугодового периода.

2) New York Stock Exchange (NYSE) [9; 12; 14]

К1: требования к доходам (необходимо выполнение А или Б):

Вариант А:

– Суммарная прибыль до налогообложения за последние три года – \$10 млн.

– Минимальная прибыль до налогообложения за каждый из последних 2-х лет – \$2 млн.

Вариант Б:

– Суммарная прибыль до налогообложения за последние три года – \$12 млн.

– Минимальная прибыль до налогообложения за последний год – \$5 млн.

– Минимальная прибыль до налогообложения за предпоследний год – \$2 млн.

Требования к капитализации и выручке (необходимо выполнение А или Б):

Вариант А:

– Суммарная капитализация – \$500 млн.

– Выручка за последние 12 месяцев – \$100 млн.

– Суммарный денежный поток за последние три года – \$25 млн. (при этом поток за каждый год должен иметь положительное значение)

Вариант Б:

– Суммарная рыночная капитализация – \$750 млн.

– Выручка за последние 12 месяцев – \$75 млн.

К2: специальных требований к потенци-

альным эмитентам не предъявляется.

К3: компания должна удовлетворять критериям А, Б или В:

А: количество акционеров, владеющих 100 и более акциями – 400;

Б: суммарное количество акционеров – 200 и среднемесячный объем торгов (за последние 6 месяцев) – 100 000 акций;

В: суммарное количество акционеров – 500 и среднемесячный объем торгов (за последние 12 месяцев) – 100 000 акций.

К4: количество акций в свободном обращении – 1 100 000, рыночная стоимость акций в свободном обращении – \$40 млн.

К5: в соответствии с требованиями комиссии по биржам и ценным бумагам, первичная отчетность компании должна состоять из проаудированного бухгалтерского баланса по состоянию на конец двух последних отчетных лет и отчетов о прибылях и убытках, об изменениях в капитале, о движении денежных средств за последние три отчетные года.

К6: – совет директоров эмитента должен состоять как из членов исполнительных органов компании, так и из независимых членов; – большинство членов должны быть независимыми, при этом обязательно наличие финансового эксперта, который должен являться членом аудиторского комитета.

К7: – компании необходимо иметь аудиторский комитет Совета Директоров;

– каждый член аудиторского комитета должен быть независим;

– как минимум один член аудиторского комитета должен удовлетворять требованиям финансового эксперта.

К8: требование о большинстве независимых членов в составе Совета Директоров сохраняется в течение 12 месяцев после размещения.

3) Hong Kong Stock Exchange (HKSE) [8; 9; 12]

К1: Необходимо соблюдение одного из трех требований:

1) *Требование в отношении прибыли*

– чистая прибыль за последний отчетный год больше 20 млн. г-к долл.;

– суммарная чистая прибыль за последние 2 года больше 30 млн. г-к долл.

2) *Рыночная капитализация / требования к выручке / требования к движению денежных средств*

– рыночная капитализация не меньше 2 млрд. г-к долл. при размещении;

– выручка за последний отчетный год не меньше 500 млн. г-к долл.;

– суммарный денежный поток от операционной деятельности за последние три года не менее 100 млн. г-к долл.

3) *Рыночная капитализация/требования к выручке*

– рыночная капитализация не меньше 4 млрд. г-к долл. при размещении;

– выручка за последний отчетный год не меньше 500 млн. г-к долл.;

– не менее 1 000 акционеров при размещении.

К2: – непрерывность управления компанией в течение последних трех лет;

– неизменность собственников и контроля в течение последнего отчетного года.

К3: – суммарная рыночная капитализация при размещении – 200 млн. г-к долл. (в случае соответствия требованию в отношении размера прибыли);

– рыночная капитализация при размещении акций в свободном обращении – 50 млн. г-к долл.;

– не менее 300 акционеров при размещении.

К4: – не менее 25% акций в каждый момент времени должны быть в свободном обращении;

– на усмотрение биржи, минимальный объем акций в свободном обращении может быть снижен до 15%, если рыночная капитализация составляет более одного млрд. г-к долл.;

– в суммарном владении три крупнейших публичных акционера не должны владеть более 50% акций, находящихся в свободном обращении.

К5: отчетность за последние три отчетные года, составленная в соответствии с гонконгскими или международными стандартами финансовой отчетности.

К6: – в состав совета директоров должны входить не менее трех независимых члена;

– хотя бы один из независимых директоров должен обладать соответствующей профессиональной квалификацией в области учета или финансовой экспертизы.

К7: необходимо создание аудиторского комитета Совета директоров. Аудиторский

комитет должен содержать не менее трех членов, как минимум один из которых должен быть независимым директором, обладающим соответствующей профессиональной квалификацией в области учета или финансовой экспертизы.

К8: – полугодовые предварительные результаты должны быть проаудированы либо независимыми аудиторскими комитетами, либо аудиторским комитетом и опубликованы в течение трех месяцев после окончания полугодового периода;

– годовые результаты деятельности должны быть проаудированы и опубликованы в течение четырех месяцев после окончания финансового года.

4) **Deutsche Börse [9; 10; 12]**

К1: минимальный размер собственного капитала – €1,25 млн.

К2: минимальный возраст компании – три года.

К3: – минимальная рыночная капитализация – €1,25 млн.;

– минимальный размер размещения – 10 000 акций.

К4: объем акций в свободном обращении – не менее 25%.

К5: – составление финансовой отчетности (в соответствии с международными или аналогичными стандартами финансовой отчетности) в течение трех отчетных лет или с момента основания компании;

– публикация годового отчета в течение четырех месяцев по истечении отчетного периода, квартальных отчетов – в течение двух месяцев по истечении отчетного периода;

– проведение пресс-конференции, посвященной финансовой отчетности;

– проведение не менее одной аналитической конференции в год;

– написание не менее одного исследовательского отчета для институциональных инвесторов в год;

– публикация корпоративного календаря на веб-сайте эмитента.

К6, К7: специальных требований к потенциальным эмитентам не предъявляется.

К8: – компания обязана выпускать годовую проаудированную финансовую отчетность, включая отчет руководства на английском или немецком языке в течение четырех месяцев после окончания отчетного года;

– финансовая отчетность должна быть составлена в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности.

5) Московская Межбанковская Валютная Биржа (ММВБ) [2; 9; 12]

К1: – безубыточность баланса эмитента в течение двух лет из последних трех;

– ежемесячный объем сделок за последние три месяца – минимум 25 млн. руб.

К2: минимальный срок существования эмитента – три года.

К3: – капитализация акций – 10 млрд. руб. (обыкновенные), 3 млрд. руб. (привилегированные);

– максимальная доля обыкновенных акций во владении одного лица и аффилированных лиц – 75%.

К4: минимум 25% акций должны быть в свободном обращении.

К5: необходимо наличие финансовой отчетности в соответствии с международными или американскими стандартами.

К6, К7, К8: специальных требований к потенциальным эмитентам не предъявляется.

Проанализировав все вышеизложенное, автором был сделан вывод, что наиболее нежесткие требования к компаниям, планирующим проведение IPO, предъявляются российской биржей ММВБ. Данный факт может частично объяснять предпочтения российских эмитентов в отношении данной площадки (рис. 1, 2).

Требования, предъявляемые фондовыми биржами к потенциальным эмитентам, являются одним из основных критериев при выборе эмитентом площадки для размещения, однако следует отметить, что компаниям следует учитывать и другие, не менее важные факторы, такие как:

– цена размещения и потенциал роста котировок;

– целевая группа инвесторов (российские, иностранные, стратегические, институциональные, спекулятивные, фонды и так далее);

– активность торгов и ликвидность акций;

– уровень ответственности менеджмента за организацию данного процесса;

– сроки реализации проекта;

– затраты, связанные с тем или иным ме-

ханизмом размещения;

– традиционные рынки, на которых котируются компании отрасли;

– имиджевые эффекты.

Литература

1. Блоуэрс С., Гриффит П., Милан Т. IPO как путь к успеху. Руководство фирмы «Эрнст энд Янг». – М: 2002. – 277 с.

2. Допуск ценных бумаг к торгам. Основные требования котировальных списков ФБ ММВБ [Электронный ресурс] / Московская Межбанковская Валютная Биржа. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://www.micex.ru/markets/stock/emittents/listing/872>, свободный. – Загл. с экрана.

3. Картвелишвили В. М., Соколова М. А. Рынок IPO в России. // Современные аспекты экономики. – 2010. – №6. – С. 124–134.

4. Консалтинговая компания «Делойт». IPO в России и СНГ. Ожидания и перспективы. – М., 2007. – 36 с.

5. Общие сведения об IPO [Электронный ресурс] / Московская Межбанковская Валютная Биржа. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://www.micex.ru/markets/stock/emittents/guide>, свободный. – Загл. с экрана.

6. Рынок IPO. Прошедшие размещения [Электронный ресурс] / Offerings.ru. IPO и частные размещения в России. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://www.offerings.ru/market/placement/lastplacement/>, свободный. – Загл. с экрана.

7. Таблица размещений российских компаний 1996–2007 гг. [Электронный ресурс] / IPO-Конгресс. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://www.ipocongress.ru/rus/news/issuers/id/8061/>, свободный. – Загл. с экрана.

8. Basic Listing Requirements for Equities [Electronic resource] / Hong Kong Stock Exchange. – Электрон. дан. – Режим доступа: http://www.hkex.com.hk/eng/listing/listreq_pro/listreq/equities.htm, свободный. – Загл. с экрана.

9. Deloitte Touche Tohmatsu. Strategies for going IPO. – China: 2007. – 91 p.

10. Deutsche Börse listing guide [Electronic resource] / Deutsche Börse Group. – Электрон. дан. – Режим доступа: http://deutscheboerse.com/dbag/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_

downloads/33_going_being_public/10_products/055_listing_guide/Listing_Guide.pdf, свободный. – Загл. с экрана.

11. Ernst and Young. Globalization. Global IPO Trends Report 2007. – 2008. – 46 p.

12. Ernst and Young. IPO insight. Comparing global stock exchanges. – 2009. – 82 p.

13. London Stock Exchange. A guide to the Main Market. – England: 2007. – 22 p.

14. NYSE listing standards [Электронный ресурс] / New York Stock Exchange. – Электрон. дан. – Режим доступа: <http://www.nyse.com/regulation/nyse/1147474807398.html>, свободный. – Загл. с экрана.

Поступила в редакцию

14 октября 2010 г.



Марина Александровна Соколова – аспирант кафедры «Финансы» МГТУ им. Н. Э. Баумана. Научный руководитель – д.э.н., профессор В. М. Картвелишвили.

Автор ряда работ, посвященных рынку IPO в России и за рубежом, а также применению математических методов при принятии решений, связанных с первичным публичным размещением акций компаниями.

Marina Aleksandrovna Sokolova – postgraduate student of BMSTU, Finance department. Research supervisor – Ph.D., doctor of economics, professor V. M. Kartvelishvili.

Author of works dedicated to IPO market in Russia and other countries, applying of mathematical methods in taking decisions connected with Initial Public Offering.

129626, г. Москва, ул. Новоалексеевская, 5-56
5-56 Novoalekseevskaya st., 129626, Moscow, Russia
Тел.: +7 (909) 946-89-82; e-mail: msokolova2@gmail.com