

УДК 336.61

Корнєєва Ю.В.

*кандидат економічних наук, докторант,
старший науковий співробітник
ДНУ «Академія фінансового управління»***ПРАКТИКА ПЕРВИННОГО РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ
ДЕРЖАВНИХ ПІДПРИЄМСТВ НА МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ РИНКАХ****PRACTICE IPO OF STATE ENTERPRISES
ON INTERNATIONAL FINANCIAL MARKETS****АНОТАЦІЯ**

У статті проаналізовано особливості первинного розміщення акцій державних підприємств на міжнародних фінансових ринках. IPO суб'єктів господарювання державного сектору розглядається як засіб залучення прямих іноземних інвестицій до реального сектору економіки країни. Підкреслено, що для державних компаній характерною є наявність значного впливу некомерційних мотивів у процесі прийняття рішень щодо вибору часу виходу на ринок та розміру майбутньої емісії.

Ключові слова: державне підприємство, первинне публічне розміщення, фондова біржа, лістинг, акції.

АННОТАЦИЯ

В статье проанализированы особенности первичного размещения акций государственных предприятий на международных финансовых рынках. IPO субъектов хозяйствования государственного сектора рассматривается как средство привлечения прямых иностранных инвестиций в реальный сектор экономики страны. Подчеркнуто, что для государственных компаний характерно наличие значительного влияния некоммерческих мотивов в процессе принятия решений по выбору времени выхода на рынок и размера будущей эмиссии.

Ключевые слова: государственное предприятие, первичное публичное размещение, фондовая биржа, листинг, акции.

ANNOTATION

The features of the initial public offering of state enterprises at the international financial markets are investigated. IPO of public sector entities is considered as a means of attracting foreign direct investments in the real sector of the economy. It is emphasized that public companies are characterized by the presence of a significant impact of non-profit motives in decisions making process regarding the timing of market entry and the amount of future emissions.

Keywords: state enterprise, initial public offering, stock exchange, listing, shares.

Постановка проблеми. Первинне публічне розміщення (Initial Public Offering, IPO) акцій державних компаній на фондових ринках розглядається як ефективний механізм залучення інвестицій та як перший крок на шляху до повної приватизації суб'єкта господарювання державного сектору. Світова практика показує, що великі державні підприємства, як правило, приватизовані через лістинг. Механізм емісії та продажу акцій державного підприємства на фондовому ринку є однією з основних форм приватизації в усьому світі з 1980-х років. Внаслідок продажу акцій через механізм публічного розміщення для державного підприємства виникають нові можливості залучення фінансових ресурсів, адже змішана форма власності дає змогу уряду розділити ризики з приватними інвесторами.

Згідно з даними Фонду державного майна в Україні станом на 1 жовтня 2016 року лише 8,34% від загальної кількості приватизованих об'єктів (від 124 022 одиниць) було приватизовано шляхом продажу акцій акціонерних товариств [1]. Всі об'єкти були реалізовані через національні фондові біржі без використання можливостей міжнародних ринків капіталу. Проте варто враховувати потенційну можливість залучення іноземних інвесторів на міжнародних фінансових ринках, якщо розміщати акції державних підприємств на іноземних фондових біржах. Оскільки публічне розміщення цінних паперів дає змогу залучати значні обсяги фінансових ресурсів, цей механізм потрібно окремо проаналізувати у контексті розвитку стратегії залучення фінансових ресурсів суб'єктами господарювання державного сектору на внутрішніх та міжнародних ринках капіталів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретико-методологічні основи розвитку інвестування на фондових ринках покладені у фундаментальних роботах Дж. Кейнса, І. Фішера, А. Маршала, Л. Вальраса, М. Фрідмана. Велику увагу питанням розвитку ринку цінних паперів, аналізу переваг застосування первинного публічного розміщення акцій з метою залучення довгострокових інвестиційних ресурсів у своїх дослідженнях приділяли Р. Дорнбуш, Р. Шмалензі, К. Макконнелл, С. Брю, Д. Редхед, С. Хьюс, П. Кругман, Дж. Сакс та інші вчені. Серед українських науковців можна виділити таких, як В. Гець, А. Філіпенко, З. Луцишин, О. Рогач, В. Макогон, В. Базилевич, П. Дзюба, Н. Фаренюк, О. Іваницька.

Виділення невіршених раніше частин загальної проблеми. Незважаючи на велику кількість досліджень, присвячених аналізу особливостей та ефективності механізму IPO, недостатньо висвітлено у науковій літературі залишається проблематика первинного публічного розміщення для компаній, що знаходяться у повній або частковій державній власності. Враховуючи перспективи подальшого економічного розвитку України у контексті інтеграції до ЄС, необхідно впроваджувати сучасні форми та методи залучення довгострокових інвестицій у реальний сектор економіки. Корпоратизація підприємств державного сектору водночас дасть

змогу підвищити ефективність управління державними фінансами у частині управління інвестиційною діяльністю.

Мета статті полягає у визначенні особливостей первинного публічного розміщення акцій державних компаній на фондових біржах на основі аналізу наявної світової практики.

Виклад основного матеріалу дослідження. Первинне публічне розміщення цінних паперів – це один із ефективних механізмів залучення довгострокового інвестиційного капіталу для підприємства. Класичне визначення терміна «первинне публічне розміщення» («Initial Public Offering») означає перше розміщення акцій на ринку, тобто передбачається, що до цієї пропозиції акції певної корпорації на організованому ринку не зверталися. Під публічним розміщенням мається на увазі, що пропозиція акцій зроблена широкому колу інвесторів без обмежень. Водночас під IPO розуміється не тільки первинне публічне розміщення, але й кожний наступний випуск акцій, що означатиме додаткову емісію («follow on», тобто «дорозміщення»). Вторинне публічне розміщення акцій (SPO, Secondary Public Offering) передбачає розміщення на біржі великого пакета акцій, що належить діючим акціонерам. Відкрита підписка передбачає необмежену кількість потенційних покупців акцій. Деколи до IPO відносять і приватну пропозицію (Private Offering), яка передбачає розміщення акцій серед заздалегідь відомого вузького кола інвесторів на біржовому або позабіржовому ринку; та пряме публічне розміщення (DPO, Direct Public Offering), що передбачає розміщення акцій силами емітента безпосередньо інвесторам без залучення послуг фінансового посередника – андерайтера. Виокремлюють три групи механізмів здійснення публічного розміщення, а саме метод фіксованої ціни, метод аукціону та метод формування книги заявок. Метод фіксованої ціни дає змогу інвестиційному банку, який виступає андерайтером, протягом певного періоду часу збирати заявки на купівлю акцій за заздалегідь визначеною ціною. Метод аукціону активно використовується під час приватизації державних підприємств. Цей метод передбачає рівні можливості для всіх інвесторів, які подають заявки на акції з вказівкою щодо ціни та кількості цінних паперів, яку вони бажають придбати. Заявки інвесторів за найвищою ціною виконуються повністю, решта розподіляється між інвесторами пропорційно. Всі заявки анонімні, що гарантує недискримінаційну основу для проведення торгів. До негативних моментів можна віднести непередбачуваність методу аукціону для емітента, отже, за цією схемою потрібно продавати акції тих державних підприємств, які є відомими та працюють у галузях економіки, що є добре вивченими, що знизить інвестиційні ризики для інвесторів. Метод формування книги заявок включає у себе такі типи заявок, як проста заявка (Strike Bid) на купівлю певної кількості акцій незалежно від кінцевої

ціни; заявка на купівлю акцій за максимальною ціною (Limit Bid), яку інвестор погоджується заплатити; ступінчаста заявка (Step Bid), яка передбачає, що інвестор купуватиме різні обсяги акцій залежно від зміни їх цін [2].

Відповідно до статті 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (від 23 лютого 2006 року № 3480-IV) публічне розміщення цінних паперів – це спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оприлюднення в будь-який інший спосіб повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь не визначеної кількості осіб [3]. Під процедурою первинного розміщення зазвичай мається на увазі випуск акцій, який передбачає збільшення статутного капіталу або зміну юридичної форми компанії, а саме отримання статусу публічної корпорації. Тобто первинне публічне розміщення передбачає первинний публічний продаж акцій компанії та лістинг цих акцій на фондовій біржі [4, с. 14]. Відповідно до статті 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (від 23 лютого 2006 року № 3480-IV) лістинг – це сукупність процедур із включення цінних паперів до реєстру фондової біржі та здійснення контролю за відповідністю цінних паперів і емітента умовам та вимогам, установленим у правилах фондової біржі [5].

Практика продажу акцій державних підприємств на іноземних фондових біржах активно використовується у світі. Серед компаній, акції яких вільно обертаються на фондових біржах, велика кількість припадає на частково державні компанії. ОЕСД визначає частково державні компанії як ті, де уряд володіє 10–50% акцій. У багатьох з них держава забезпечує ефективний контроль, не будучи основним акціонером. Порівняно з розвинутими країнами розміщення акцій державних компаній на фондових ринках у країнах, що розвиваються, у транзитивних економіках почали впроваджувати набагато пізніше. Українські державні підприємства поряд з бюджетним фінансуванням досить активно використовують такі форми залучення капіталу, як банківські кредити і випуск облігацій. Компанії більшою мірою працюють на борговому ринку і меншою мірою розглядали фондовий ринок як джерело залучення капіталу. Натомість, згідно з даними, які наводяться у доповіді ОЕСР, станом на 2014 рік частка державних компаній, що розміщують свої акції на фондових біржах, становить близько 13 відсотків світової ринкової капіталізації [6, с. 14].

Експерти ОЕСД виділяють такі стимули до розміщення акцій державних підприємств на фондових ринках: підвищення продуктивності за рахунок ринкової дисципліни, що є необхідною умовою успішного лістингу; розвиток внутрішнього ринку капіталу та зміцнення місцевого фондового ринку; максимізація доходів від приватизації; залучення фінансових ресурсів для державних підприємств; підвищення ефек-

тивності та прозорості діяльності державного підприємства; звільнення держпідприємства від необхідності дотримуватися лімітів державних витрат, що полегшує процес інвестування у розвиток виробничих можливостей чи інноваційного потенціалу; підвищення стандартів управління; заохочення громадян до інвестування на фондовому ринку. Комбінації цих мотиваційних стимулів для кожної країни відрізняються залежно від цілей та процесів історичного розвитку, наявної законодавчої бази тощо [6, с. 24].

Індія та Нова Зеландія проводили первинне розміщення акцій державних підприємств, проте, володіючи 51% акцій, уряд зазвичай залишався мажоритарним власником та контролював діяльність підприємства. Приватизацію державних компаній через публічне розміщення акцій на біржі практикували в *Японії та Малайзії*. Публічний продаж акцій в державних компаній, як правило, передував процесу реструктуризації. Більшість державних компаній у *Польщі* розміщує свої акції на Варшавській фондовій біржі. Польща залишала уряд мажоритарним власником тільки стратегічних підприємств. Натомість у більшості компаній держава володіє не більше 25% акцій, урядом не встановлені жорсткі правила щодо періоду володіння акціями приватними інвесторами. Індивідуальні інвестори у *Польщі* мали можливість купувати державні облигації, які можна було обміняти за номінальною вартістю акцій під час приватизації державних підприємств зі знижкою в розмірі 20% до номінальної ціни пропозиції. Співробітники компанії були в змозі купити до 20% акцій своєї компанії зі знижкою у 50%. Участь іноземних інвесторів у публічних торгах була активною, обмежень для іноземних інвесторів не вводили задля збільшення надходжень іноземних інвестицій до країни. Практично третина капіталу, отриманого від приватизації державних підприємств у *Туреччині*, була отримана шляхом продажу акцій на біржах. Успіх *Туреччини* пов'язують з активним розміщенням акцій на міжнародних ринках та продажем інституційним інвесторам поряд з внутрішнім фондовим ринком. Приватизація у *Канаді* проходила поступово. Деякі державні компанії пройшли лістинг на біржах, їх акції продавалися окремими траншами. Перевага надавалася працівникам підприємств, внутрішнім інвесторам, які отримували преференції під час придбання акцій. Проте правило золотої акції не використовувалося. У 1983 році під час приватизації «Pacific Western Airlines» (PWA) іноземним інвесторам було дозволено придбати 25% акцій. У 1986 році – 22,7% акцій «Cambior», у 1989 році – 25% акцій «Potash Corp» [6, с. 14].

Правило золотої акції активно використовували у *Великобританії* для захисту від поглинання іноземними корпораціями. Також були обмеження на розмір пакета для іноземних інвес-

торів, який коливався від 6% до 33%, в деяких випадках, коли не йшлося про стратегічно важливі підприємства, обмежень щодо участі іноземних інвесторів не встановлювали. Приватизація у *Франції* розпочалася пізніше, проте проходила досить стрімко. Лише за деяких винятків продавалися 100% акцій компаній за фіксованою ціною, яку затверджувало Міністерство економіки на основі звіту приватизаційної комісії, в яку входили експерти з економіки, юриспруденції та фінансів. Працівники компанії отримували можливість купувати акції з дисконтом у 50%. Також громадяни *Франції* отримували одну безкоштовну акцію за кожні 10 придбаних акцій, якщо вони знаходилися у їх володінні понад 1,5 року. Від 10% до 30% акцій продавалися окремо стратегічним інвесторам, зазвичай у ролі стратегічних інвесторів виступали компанії, у яких держава володіла певною часткою. Іноземні інвестори також були активно залучені до торгів, маючи змогу придбати певну кількість акцій, розмір пакета у кожному випадку визначався окремо: до 20% акцій, як у випадку «Alcatel-Alsthom» (CGE) чи «Financiere de Suez»; у «Societe Generale» та «Paribas» пакет іноземних інвесторів міг сягати 16%. Приватизація державних підприємств *Іспанії* передбачала, що обов'язково має бути сформовано «стабільний кістяк» стратегічних інвесторів, до 21% акцій компанії можуть вільно обертаються на біржі без будь-яких обмежень, також запроваджено програму щодо участі співробітників компанії в акціонерному капіталі [7].

Державне агентство, що опікується державною власністю («State Property Agency», SPA) в *Угорщині*, займалося продажем державних компаній шляхом розміщення акцій на біржах. Була розроблена спеціальна урядова програма, яка давала змогу брати індивідуальним інвесторам дешеві кредити під купівлю акцій державних підприємств. Водночас іноземні інвестори придбали 85% акцій державних підприємств у 1991 році і 70% у 1992 році завдяки надзвичайно сприятливому законодавству (The Law on Investment by Foreigners, 1988), яке давало змогу іноземним інвесторам володіти 100% підприємства, не було жодних обмежень на репатріацію капіталу. Багато в чому успіх програми приватизації завдячує функціонуванню Будапештської фондової біржі, проте значна кількість державних компаній представлена були також на Віденській біржі [7, с. 5]. Цікавим є досвід *Таїланду*, де приватизаційні програми були спрямовані на збільшення інвестування в інфраструктуру після фактичного обмеження урядом державних зовнішніх запозичень. У 1985 році ліміт складав 1 млрд. дол. США на рік, тільки до 1994 року ліміти запозичення державного сектору розширилися до \$3,2 млрд. доларів. З метою залучення інвестицій держава продавала від 15% до 50% акцій державних підприємств шляхом публічного розміщення як внутрішнім інвесторам, так і іноземним [7, с. 11].

Найбільша кількість акцій, що обертаються на фондових ринках Китаю, – це акції державних корпорацій. Публічний лістинг акцій у Китаї використовувався задля проведення корпоративної державних підприємств та є ключовим елементом реформи великих державних компаній. Ключовою особливістю корпоративної державних підприємств в Китаї було те, що підприємства проходили лістинг на внутрішніх ринках, де інвесторам пропонувалися акції типу А, які могли придбати вітчизняні інвестори, та акції типу В – акції для іноземних інвесторів. До червня 2001 року купівля акцій класу В була дозволена тільки іноземним інвесторам з використанням іноземної валюти. У Китаї режим державного регулювання доступу іноземних інвесторів до внутрішніх ринків досить жорсткий. По-перше, існує заборона для іноземців інвестувати у певні види діяльності (близько 30 позицій). По-друге, якщо іноземний інвестор бажає вкладати кошти, необхідно отримати численні дозволи від урядових інституцій. Також існують обмеження щодо кількості акцій, які можуть придбати іноземні інвестори. Чітко прописано механізми іноземного інвестування шляхом створення спільних підприємств з компаніями КНР. Механізм продажу акцій державних підприємств підлягає регулюванню Комісії з регулювання цінних паперів Китаю (China Securities Regulatory Commission, CSRC), яка формує квоти на IPO для органів державної влади та відповідних профільних міністерств. За такої системи квот кількість та перелік державних підприємств, які проходять лістинг, щороку залежить не тільки від характеристик самої компанії та макроекономічних умов, але й від наявності та розподілу квот. Існує перелік типів державних підприємств, яким дозволено проходити лістинг на біржах цінних паперів відповідно до спеціального інвестиційного каталогу (Catalogue for the Guidance of Foreign Investment Industries). Також обмежується відсоток акцій компаній, що проходять лістинг, які можуть перебувати у приватній власності [8, с. 15]. Всі ці регуляторні заходи вживаються урядом з метою захисту національних інтересів Китаю; контроль здійснюється багатьма інституціями.

Фондовий ринок у Китаї розвивався дуже стрімко, що значно сприяло процесу корпоративної державних підприємств. У 1990 році було створено Шанхайську фондову біржу (SHSE). У наступному році було створено Шеньчженьську фондову біржу (SZSE). Через десять років рівень ринкової капіталізації обох бірж сягав позначки у понад 0,6 трильйонів дол. США [9]. Сучасні дослідження виявили, що ринок первинних публічних розміщень в Китаї є незбалансованим і має низку властивих тільки йому проблем, а державне регулювання недостатньо ефективне. До основних проблем відносять затримку з реєстрацією випусків цінних паперів, переоцінку під час первинного розміщення, недосконалість механізму передплати. Комісія

з регулювання ринку цінних паперів КНР змушена вводити мораторій на розміщення акцій, але не приймає принципових рішень щодо зміни структури первинного ринку [10].

Згодом державні підприємства Китаю почали виходити на міжнародні ринки, які є більш ліквідними та мають вищий рівень капіталізації, що дає змогу залучити більше фінансових ресурсів на вигідних умовах. Процес лістингу державних компаній у Китаї особливо на міжнародних біржах підданий політичному тиску і дії суто некомерційних факторів. Сучасні дослідження процесів корпоративної державних компаній у Китаї засвідчують, що «державні компанії з міцними політичними зв'язками» (якщо керівник державного підприємства має відношення до політичної діяльності та є колишнім або теперішнім «урядовим бюрократом») активніше розміщують свої цінні папери на закордонних біржах, ніж «аполітичні» компанії. Причина проста: першим набагато легше отримати дозволи від різноманітних урядових агенцій, що полегшить отримання погодження на розміщення цінних паперів від Комісії з регулювання ринку цінних паперів. Хоча, згідно з аналізом трирічних результатів діяльності та фінансових показників, після розміщення цінних паперів на міжнародних біржах так звані «аполітичні» компанії виявилися більш ефективними та успішними. Топ-менеджери державних підприємств, які ставлять собі за мету побудувати політичну кар'єру, намагаються отримати максимальну особисту вигоду від лістингу на міжнародних біржах [11]. Згідно з М. Олсоном, переважання особистої вигоди над загальними інтересами веде до зниження ефективності підприємства загалом [12, с. 44].

Фаза, яка передуює IPO, є одним із найважливіших етапів для забезпечення успішного розміщення акцій. Експерти «Pricewaterhouse Coopers» зазначають, що найбільш розповсюдженою помилкою під час організації IPO є неправильне обрання часу виходу на фондову біржу, що вони пов'язують з неточним розрахунком періоду, який необхідний витратити на підготовку публічного лістингу [13]. Прийняття рішень щодо проходження лістингу державного підприємства на фондовій біржі під тиском певних політичних чинників може вплинути на ефективність емісії та знизити потенційні обсяги залучених інвестицій.

Лістинг на фондовій біржі передбачає отримання компанією статусу публічної. Зрозуміло, що сам факт лістингу акцій державної компанії не означатиме автоматично покращення якості корпоративного управління, проте значно сприятиме цьому. Одним з наслідків буде покращення стандартів управління. Адже професійний топ-менеджмент, який було обрано внаслідок конкурентного відбору, а не за вказівкою уряду, наприклад, за політичними мотивами, дасть змогу більш якісно управляти компанією, захищаючи інтереси всіх акціоне-

рів. Захист прав міноритаріїв у разі участі у капіталі державної корпорації у країнах з низьким рівнем захисту прав інвесторів зазвичай є одним із важливих факторів, що визначає інвестиційний клімат у країні. Безперечно, до плюсів дотримання вимог лістингу на фондовому ринку відносимо підвищення прозорості діяльності компанії, узгодження стандартів бухгалтерського обліку відповідно до міжнародних норм, чому сприяє регулярне проведення зовнішнього аудиту. Практика щодо розкриття інформації позитивно відзначається на управлінні компанією, зникають можливості для корупційної складової. Механізм IPO досить дорогий, тому доцільно його використовувати лише для великих підприємств, а спочатку здійснити комплекс заходів щодо реструктуризації і фінансового оздоровлення підприємства. Проведення реструктуризації дає змогу більш ефективно використовувати виробничі ресурси підприємства, а це робить підприємство рентабельним, прибутковим, а отже, приводить до зростання його вартості, що дасть змогу залучити більше фінансових ресурсів.

Висновки. IPO виконує функцію стимулювання економічного зростання за допомогою залучення прямих іноземних інвестицій (ПІІ) в економіку, а також сприяє структурній перебудові економіки, залучаючи довгострокові інвестиції в реальний сектор економіки. Одним з позитивних наслідків використання IPO є підвищення капіталізації фондового ринку, збільшення обороту торгів і розширення спектру ліквідних інструментів. Фондовий ринок в Україні через низький рівень ліквідності та невисокий рівень розвитку інфраструктури відносять до найменш розвинутого – граничного (frontier market). Саме тому необхідно розглядати можливості виходу державних компаній на міжнародні ринки капіталу з метою залучення інвестицій на довгостроковий період.

Головною відмінністю у реалізації цінних паперів через біржу між приватними та державними компаніями є те, що остаточне рішення щодо лістингу та розміру пакета акцій для останніх може прийматися на основі впливу некомерційних чинників. Все залежить від кінцевої мети уряду: повна приватизація компанії, чи держава прагне зберегти певний контроль та погоджується на змішане володіння. Цілком зрозуміло, що внаслідок державного регулювання державним компаніям не загрожує небезпека насильницького поглинання. На відміну від емісії приватного сектору, лістинг державних компаній може передбачати певні привілеї для вітчизняних інвесторів, співробітників компанії та громадян. У разі продажу акцій стратегічних компаній уряд завжди встановлює обмеження щодо кількості цінних паперів, виставлених на продаж, а також встановлюються жорсткі вимоги до інвесторів. Знайти баланс між комерційними та некомерційними цілями діяльності

підприємства досить важко. Компанії, що пройшли лістинг та розміщують свої акції на фондовому ринку, мають узгоджувати дві протилежні за своїм змістом цілі. З одного боку, це максимізація прибутку акціонерів, зростання вартості компанії, у чому зацікавлені приватні акціонери, які зазвичай є міноритаріями. З іншого боку, це досягнення певних соціальних цілей, покладених на компанію урядом.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Фонд державного майна в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.spfu.gov.ua>.
2. Ярошевич В. Механізми первичного публічного розміщення акцій / В. Ярошевич, К. Матвеев // Банковський вестник Национального банка Белоруссии. – 2014. – № 10. – С. 46–52. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.nbrb.by/bv/articles/10045.pdf>.
3. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23 лютого 2006 року № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2006. – № 31. – Ст. 268. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.
4. Геддес Р. IPO и последующие размещения акций / Р. Геддес. – К.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 352 с.
5. Broadening the Ownership of State-Owned Enterprises: A Comparison of Governance Practices // OECD Publishing. – Paris, 2016 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264244603-en>.
6. Dewenter K. Public Offerings of State-Owned and Privately-Owned Enterprises: An International Comparison / Kathryn L. Dewenter, Paul H. Malatesta // University of Washington: School of Business, 1996. – 30 p. [Електронний режим]. – Режим доступу: <http://www.afajof.org/SpringboardWebApp/userfiles/afa/file/Supplements%20and%20Data%20Sets/Appendicies%20for%20Public-Offerings%20of%20State-Owned%20and%20Privately-Owned%20Enterprises%20An%20Inter>.
7. Lan C. Chinese Privatization: between plan and market / Cao Lan // Law and contemporary problems. – 2000. – Vol. 63: № 4. – P. 13–62. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://law.wm.edu/faculty/documents/cao-653-6431.pdf>.
8. Wang X. State-Owned Enterprises Going Public: The Case of China / Xiaozu Wang, Lixin Colin Xu, Tian Zhu. – 2003. – 32 p. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://pdfs.semanticscholar.org/deaf/81af5c141277ad59f477c6246366c812d96f.pdf>.
9. Шевченко Д. Проблемы IPO на рынке ценных бумаг материкового Китая / Д. Шевченко, Д. Хомяков // Финансы и кредит. – 2015. – № 32 (656). – С. 39–47.
10. Hung M. Political considerations in the decision of Chinese SOEs to list in Hong Kong / Mingyi Hung, T.J. Wong, Tianyu Zhang // Journal of Accounting and Economics. – 2012. – № 53. – P. 435–449.
11. Олсон М. Логика коллективных действий. Общественные блага и теория групп / М. Олсон. – М.: Издательство ФЭИ, 1995.
12. Путеводитель по выходу на IPO. Руководство по размещению ценных бумаг // PricewaterhouseCoopers [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.pwc.ru/en_RU/ru/capital-markets/assets/roadmap-foran-ipo-rus.pdf.