

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА

СТЕФАНИШИН МАР'ЯНА ВОЛОДИМИРІВНА

УДК 336.6:658.14.17

**ФОРМУВАННЯ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ
У ФІНАНСОВІЙ СИСТЕМІ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

АВТОРЕФЕРАТ

дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Львів – 2014

Спеціалізована вчена рада Д 35.051.01 у Львівському національному університеті імені Івана Франка

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана у Львівському національному університеті імені Івана Франка Міністерства освіти і науки України.

Науковий керівник: доктор економічних наук, професор
Ковалюк Олексій Миколайович,
Львівський національний університет
імені Івана Франка,
завідувач кафедри обліку і аудиту.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор,
Лисяк Любов Валентинівна,
Дніпропетровська державна фінансова академія,
завідувач кафедри фінансів,
проректор з наукової роботи;

кандидат економічних наук, доцент
Юркевич Оксана Миколаївна,
ДВНЗ «Київський національний університет
імені Вадима Гетьмана»,
доцент кафедри банківських інвестицій.

Захист дисертації відбудеться «16» грудня 2014 р. о 11.00 год. на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 35.051.01 у Львівському національному університеті за адресою: 79008, м. Львів, пр. Свободи, 18.

З дисертацією можна ознайомитись у Науковій бібліотеці Львівського національного університету імені Івана Франка за адресою: 79601, м. Львів, вул. Драгоманова, 5.

Автореферат розісланий «14» листопада 2014 р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради

Плиса В.Й

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. Світова фінансово-економічна криза (2008–2009 рр.), попри загальні негативні тенденції, принесла деякі позитивні зміни в українську економіку, а саме – сприяла розвитку корпоратизації економіки. У результаті чого виникла можливість нарощування власного капіталу підприємств з використанням як національного, так і міжнародного фондових ринків шляхом проведення первинного публічного розміщення акцій (IPO). Однак IPO є досить складною системою, де поряд з ринковим механізмом регулювання ринку цінних паперів є і державне регулювання. З огляду на це, актуальним в умовах глобалізації стає дослідження та розкриття особливостей здійснення IPO емітентами на українському та міжнародному фондових ринках. Крім того, важливим є створення сучасної національної фінансової теорії первинного публічного розміщення акцій підприємствами з урахуванням здобутків світової економічної науки. Це передбачає, передусім, застосування зарубіжних теорій ринку цінних паперів для здійснення IPO на вітчизняному фондовому ринку, що означає як впровадження прогресивних фінансових теорій в практику формування акціонерного капіталу в економіці України, так і поступове цивілізоване входження національного фондового ринку до міжнародного ринку цінних паперів через оволодіння новітніми фінансовими технологіями в ранзі активного фінансового суб'єкта. Тому відбуватиметься інтеграція вітчизняного корпоративного досвіду зі світовими досягненнями економічної науки та практики функціонування міжнародного фондового ринку, насамперед, у сфері проведення первинного публічного розміщення акцій підприємств, як важливого інструмента зростання акціонерного капіталу та визначення чинників (мікро-, макро-, глобального рівнів), які обумовлюють прийняття раціонального управлінського рішення підприємствами з приводу його здійснення.

Основні засади формування та використання акціонерного капіталу представлені в наукових працях українських учених: В. Базилевича, О. Ковалюка, М. Крупки, Л. Лисак, І. Лютого, О. Мозгового, О. Підхормого, В. Плиси, М. Стирського, О. Чумаченка, В. Шевченка, В. Шелудька, І. Школьник, О. Юркевич та інших учених. Проблеми розвитку фондового ринку та особливості формування акціонерного капіталу на основі первинних публічних розміщень акцій досліджено в наукових працях таких зарубіжних учених як: М. Бакер, Дж. Брау, Дж. Вурглер, Л. Зінгалес, Н. Когерс, Д. Лукас, Р. МакДональд, В. Максимович, Р. Маулс, В. Нанда, М. Пагано, Ф. Панетта, П. Піхлер, Дж. Ріттер, Я. Уелч, Б. Френсіс, П. Фулгієрі, Т. Хемманур, Х. Хое та інших.

Однак в умовах фінансової глобалізації потенціал IPO недостатньо використовується для розвитку українських підприємств, що обумовлює необхідність подальшого розвитку досліджень з визначення сутності і структури системи первинного публічного розміщення акцій, а також виявлення основних особливостей, які впливають на процес його проведення та обґрунтування чинників, що визначають прийняття раціонального управлінського рішення з його запровадження із можливостями застосування новітніх зарубіжних теорій

фондового ринку в практиці проведення первинного публічного та приватного розміщень акцій вітчизняними підприємствами-емітентами як в Україні, так і за кордоном. Це і визначило актуальність теми дисертації.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота є складовою частиною науково-дослідної роботи кафедри фінансів, грошового обігу і кредиту Львівського національного університету імені Івана Франка за напрямом: «Фінансові стратегії розвитку економіки України» (державний реєстраційний номер № 0112U004029), в межах якої автором подано пропозиції щодо обґрунтування домінантних чинників економічного середовища, які впливають на параметри IPO і запропоновано модель прийняття управлінського рішення підприємствами з проведення первинного публічного розміщення акцій.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретико-методичних засад та розроблення науково-практичних рекомендацій щодо формування акціонерного капіталу українських підприємств шляхом використання системи первинного публічного розміщення акцій в умовах глобалізації.

Відповідно до визначеної мети поставлено такі **завдання**:

- визначити теоретико-правові і методичні основи системи первинного публічного розміщення акцій підприємств на фондових ринках;
- з'ясувати особливості ціноутворення на акції при їх первинному публічному розміщенні;
- дати оцінку динаміці первинного публічного розміщення акцій, проведеного українськими акціонерними товариствами (АТ) різних галузей на фондових ринках;
- проаналізувати економічні результати від первинного публічного розміщення акцій українськими підприємствами на фондових біржах з використанням трендових моделей розвитку;
- виявити тенденції зміни цін на акції українських підприємств, які провели їх первинне публічне розміщення на фондових ринках;
- визначити напрями покращення діяльності українських емітентів цінних паперів при проведенні IPO;
- розробити модель прийняття раціонального управлінського рішення підприємствами щодо первинного публічного розміщення акцій з врахуванням системи домінантних чинників, які його визначають, з використанням методів нечіткої логіки.

Об'єктом дослідження є процес формування акціонерного капіталу у фінансовій системі України.

Предметом дослідження є теоретико-методичні та прикладні аспекти реалізації системи первинного публічного розміщення акцій на українському і міжнародному фондових ринках.

Методи дослідження. Теоретичну і методологічну основу дослідження становлять фундаментальні положення сучасної фінансової теорії, наукові праці українських і зарубіжних учених з проблем фондового ринку, фінансового

менеджменту. У процесі дослідження використано такі загальнонаукові методи: при розкритті теоретичних положень щодо проведення первинних розміщень акцій з метою формування акціонерного капіталу підприємств нами використано метод логічного узагальнення; під час аналізу тенденцій розвитку IPO українськими підприємствами на міжнародному фондовому ринку використано порівняльний метод; метод періодизації, графічний і табличний методи – для наочного відображення статистичного аналізу, а метод аналізу і синтезу – для визначення, дослідження й оцінювання динаміки економічних результатів підприємств після IPO; методи моделювання економічної динаміки – для дослідження змін чистого прибутку компаній після первинного публічного розміщення акцій та зміни цін на акції українських підприємств, які провели IPO на міжнародних фондових ринках; теорія нечітких множин і нечіткої логіки – для моделі прийняття раціонального управлінського рішення щодо IPO з врахуванням чинників, які його визначають (на мікро-, макро- та мегарівнях) тощо.

Інформаційною базою дослідження стали: законодавчі та нормативні акти, які регламентують правове визначення первинного публічного та приватного розміщення акцій, методичний та інструктивний матеріал з питань IPO, статистичні матеріали, річні звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), НБУ, фінансова звітність українських підприємств, монографічні, періодичні вітчизняні та зарубіжні видання, електронні фахові видання та офіційні веб-сторінки органів державного управління, статистики, корпорацій, а також результати власних досліджень і спостережень автора.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в теоретико-методичному обґрунтуванні процесу формування акціонерного капіталу на основі проведення первинного публічного розміщення акцій, виявленні тенденцій розвитку IPO та практичному вирішенні завдань з його удосконалення.

Конкретні наукові результати, що характеризують новизну дисертаційної роботи, полягають у такому:

вперше:

– з метою підвищення ефективності формування акціонерного капіталу підприємствами розроблено факторну модель раціонального управлінського рішення з первинного публічного розміщення акцій, що дасть змогу емітенту оптимізувати ризики, пов'язані з IPO;

– запропоновані чинники, визначені шляхом застосування зарубіжних фінансових теорій ринку цінних паперів на основі аналізу динаміки вартості залученого акціонерного капіталу в Україні, ефективності його використання та зміни цін на акції вітчизняних емітентів і найбільш значущими з них *на мегарівні* є: попит та пропозиція на акції підприємств конкретної галузі, волатильність міжнародного ринку цінних паперів, рішення та нормативні документи міжнародних фінансово-кредитних інститутів, *на макрорівні*: політична ситуація та економічний стан в країні, законодавча і нормативно-правова база, рівень розвитку національного фондового ринку і можливість IPO, *на мікрорівні*: поінформованість підприємств про переваги IPO, капіталізація підприємств тощо;

удосконалено:

– теоретичну основу дослідження системи первинного публічного розміщення акцій в Україні в частині вибору моменту виходу підприємства на фондову біржу, життєвого циклу компаній, теорій, які досліджують заниження вартості акцій підприємств (асиметричної інформації, інституційні теорії, теорії управління підприємством, теорії поведінки інвесторів), що дозволяє розширити прикладні аспекти використання IPO;

– понятійний апарат первинного публічного розміщення акцій, в частині введення у вітчизняний науковий обіг нових понять: «вікно можливостей», «інвестори настрою», «інформаційні каскади», що поглиблює методичні основи розуміння досліджуваного об'єкта;

– підходи до обґрунтування природи і трактування поняття «первинне публічне розміщення акцій», яке визначається як відкрита система, яка урегульована фінансово-правовими нормами окремих підсистем фінансових відносин та економічних суб'єктів, за допомогою яких, на основі прийняття раціонального управлінського рішення, залучається акціонерний капітал на національному і міжнародному фондових ринках;

набули подальшого розвитку:

– методи аналізу чистого прибутку підприємств після проведення первинного публічного розміщення акцій із застосуванням трендових моделей розвитку, що дасть можливість визначити результативність проведених IPO;

– методичні підходи до дослідження заниження вартості акцій українських підприємств після проведення первинного публічного їх розміщення на фондових біржах в коротко- та довгостроковому періодах, що дасть можливість об'єктивно визначити ціну акцій в перший день торгів та уникнути втрати прибутків компаній.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що розроблена автором методика проведення первинного публічного розміщення акцій на вітчизняних фондових біржах використовується ТзОВ «КУА «Актив», яке управляє інститутами спільного інвестування (довідка №937/0-17 від 4 червня 2014 р.). Пропозиції автора щодо прийняття раціонального управлінського рішення про первинне публічне розміщення акцій з врахуванням доміантних чинників економічного середовища (на мікро-, макро-, мегарівнях) мають практичне застосування в діяльності ПАТ «ОКСІ БАНК» (довідка №37 від 5 червня 2014 р.).

Основні положення дослідження використовуються в навчальному процесі Львівського національного університету імені Івана Франка Міністерства освіти і науки України під час викладання навчальних дисциплін: «Стратегічне управління фінансами», «Фінансовий менеджмент» (довідка № 33 від 10.09.2014 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертація є самостійно виконаною науковою роботою. Усі наукові положення, напрацювання, висновки та практичні рекомендації, що викладені в роботі, отримані автором самостійно.

Апробація результатів дисертації. Основні положення результатів наукового дослідження, викладені у дисертаційній роботі. Можливості їх практичного застосування обговорювались і отримали позитивну оцінку на щорічних звітних

науково-практичних конференціях викладачів та аспірантів економічного факультету Львівського національного університету імені Івана Франка; міжнародних, всеукраїнських науково-практичних і студентсько-аспірантських конференціях, зокрема на: Міжнародній науковій студентсько-аспірантській конференції «Економіка України в умовах посилення глобалізаційних процесів: виклики і перспективи» (м. Львів, 2009 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Сучасна парадигма управління та Острозька Біблія» (м. Львів, 2009 р.); УІІ Міжнародній науково-практичній конференції молодих вчених «Економічний і соціальний розвиток України в ХХІ столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації» (м. Тернопіль, 2010 р.); ХІ науково-практичній конференції «20 років незалежності України: здобутки, втрати і стратегії майбутнього» (м. Київ, 2011 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Соціально-економічний розвиток України та її регіонів: проблеми науки та практики» (м. Харків, 2012 р.); Міжнародній студентсько-аспірантській науковій конференції «Розвиток економіки України в умовах активізації євроінтеграційних процесів» (м. Львів, 2012 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Соціально-економічні трансформації в умовах глобалізації: світовий та вітчизняний виміри» (м. Херсон, 2013 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Государственное регулирование экономики и повышение эффективности деятельности субъектов хозяйствования» (г. Минск, Республика Беларусь, 2014 р.).

Публікації. Основні положення дисертації опубліковано в 17-ти наукових працях загальним обсягом 5,51 д.а., з яких 9 статей у фахових виданнях, один підрозділ у монографії. Всі публікації особисто належать автору. Одна наукова стаття надрукована у виданні України, яке включене до міжнародних наукометричних баз, загальним обсягом 0,66 д.а.

Структура й обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел зі 159 найменувань, 12 додатків. Зміст роботи викладено на 201 сторінці друкованого тексту (з них 167 – основний текст), включаючи 12 таблиць, 24 рисунки, 15 формул.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У вступі обґрунтовано актуальність теми дисертаційної роботи, сформульовано мету, завдання, предмет і об'єкт та загальні методи дослідження, визначено елементи наукової новизни, теоретичне, практичне значення роботи, а також дані про апробацію і публікацію отриманих результатів.

У першому розділі «Теоретико-методичні основи формування акціонерного капіталу у фінансовій системі країни» досліджено та систематизовано основні зарубіжні фінансові теорії ринку цінних паперів з первинного публічного розміщення акцій, визначено економічний зміст і елементи системи первинного публічного розміщення акцій підприємствами, розкрито переваги та недоліки такого способу залучення акціонерного капіталу підприємствами.

Передумовою дослідження процесу формування акціонерного капіталу підприємств шляхом IPO є визначення мотивів та причин його здійснення. Тому

автором у дисертації досліджено зміст сучасних зарубіжних фінансових теорій, які прагнуть пояснити причини проведення первинного публічного розміщення акцій: вибору моменту виходу на біржу (М. Бакер, Дж. Вурглер, Л. Зінгалес, Д. Лукас і Р. МакДональд, Р. Маулс, В. Нанда, М. Пагано, Ф. Панетта, Дж. Ріттер, Х. Хіюк,) та життєвого циклу (Дж. Брау, Л. Зінгалес, Н. Когерс, В. Максимович, М. Пагано, П. Піхлер, А. Роел, П. Фулгієрі, Б. Френсіс, Т. Хемманур).

Згідно першої теорії, підприємства проводять IPO в найбільш сприятливий момент часу, використовуючи «вікно можливостей», щоб скористатися завищеною оцінкою вартості АТ інвесторами в конкретній галузі, а не стільки для залучення грошей для нових інвестиційних проєктів і його зростання.

Розкрито сутність другої теорії – теорії життєвого циклу – відповідно до якої підприємства вирішують провести первинне публічне розміщення своїх акцій на фондовій біржі, коли вони вже знаходяться на певному рівні свого розвитку. І для них залучення капіталу для фінансування підприємства є однією з причин проведення IPO на фондовій біржі. Так, відзначено, що обидві розглянуті теорії пояснюють причини IPO і доповнюють одна одну. Тому можна стверджувати, що основними причинами проведення IPO є: можливість скористатися із завищеною оцінкою АТ та – залучення капіталу для його розвитку. Аналіз наукових публікацій дозволив виявити і систематизувати ряд економічних наслідків проведення IPO: а) можливе зменшення рентабельності підприємства після здійснення IPO; б) новий залучений капітал іноді може бути використаний для зменшення наявної заборгованості підприємства, а не на фінансування інвестицій, в) вихід на біржу знижує вартість банківського кредиту.

У ході дослідження ученими встановлено, що процес прийняття рішення щодо проведення IPO значною мірою зазнає впливу таких чинників, як: приналежність підприємства до певної галузі, поточна ситуація на ринку, рівень витрат, пов'язаних з трансакцією та в меншій мірі потребою у фінансових ресурсах.

У дисертаційній роботі висвітлено теоретичні основи ціноутворення на акції та фактори, що визначають заниження вартості акцій компаній. Отже, може виникати ситуація, коли АТ продають свої акції недооціненими (ціна закриття в перший день торгів, як правило, набагато вища порівняно з початковою ціною розміщення), внаслідок чого, компанії втрачають свої можливі прибутки.

Проаналізувавши 6249 угод з проведення IPO, Дж. Ріттер, Я. Уелч з'ясували, що в середньому в перший день торгів прибуток з акції становить 18,8%. Така ситуація простежується як в США, так і у всіх інших країнах, де акції компаній, які здійснили IPO, були занижені. У дисертації досліджено зміст зарубіжних фінансових теорій, які пояснюють, причини заниження ціни акцій підприємств. Оскільки ключовими учасниками угоди з IPO є підприємство, яке випускає акції, інвестиційний банк-консультант та інвестори, що купують акції, тому найпоширенішими є теорії асиметричної інформації, які припускають, що один з учасників угоди володіє кращою інформацією, ніж інші. Наголошено, що за Я. Уелчем, для компанії-емітента краще, щоб існували «інформаційні каскади» (потенційні інвестори ігнорують особисту інформацію та просто імітують

попередніх інвесторів), ніж вільна комунікація між інвесторами, так як це знижує ймовірність того, що негативна інформація одного інвестора стає широко відомою та IPO зазнає невдачі.

Особливий інтерес у забезпеченні передумов розвитку IPO на сьогодні представляють інституційні теорії, які зосереджуються на трьох важливих характеристиках інфраструктури ринку: судові спори, податки, діяльність інвестиційних банків, спрямована на стабілізацію ціни. Відповідно до теорії з управління підприємством продаж акцій за заниженою ціною допомагає сформувати базу акціонерів, щоб зменшити втручання інших зовнішніх інвесторів, коли підприємство стає публічним. Теорії аналізу поведінки інвесторів зосереджують свою увагу на впливі ірраціональних, тобто так званих «інвесторів настрою» на ціни акцій, які можуть його спричинити і ціна акції стане нижчою за їх реальну вартість, тому оптимальним рішенням для підприємства є передання своїх акцій інвестиційним банкам.

На думку автора, застосування наведених зарубіжних теорій з функціонування фондового ринку в Україні дасть можливість врахувати важливі фактори, які визначають час та причини проведення IPO, специфіку ціноутворення на акції в перший день торгів на фондових біржах.

На підставі аналізу залучення акціонерного капіталу порівняно з іншими інвестиційними ресурсами, зроблено висновок, що підприємство матиме такі переваги від проведення IPO: а) отримання капіталу підприємством, що необхідні для інвестицій та, які в майбутньому не потрібно повертати, а також наявність у покупців акцій права на отримання дивідендів в майбутньому; б) зростання вартості АТ; в) покращення корпоративного іміджу АТ, що допомагає підтримувати попит та ліквідність своїх акцій; г) підвищення можливості АТ в отриманні кредиту під нижчі проценти; д) посилення фінансової стійкості компанії порівняно з іншими в цій же галузі, а також отримання вигідніших умов у постачальників, зниження адміністративного та регуляторного тиску; е) кращі умови для збереження контролю за підприємством; є) посилення економічної безпеки власників компанії.

Доведено, що недоліками первинного публічного розміщення акцій є: а) в залежності від частки акцій, які виставлені на продаж, існує ризик для власника втратити контроль над АТ. Власник також може випустити додатковий клас звичайних акцій, але з обмеженим правом голосу, однак такі акції будуть продаватися дешевше, ніж звичайні; б) втрата гнучкості в прийнятті рішень компанією внаслідок появи нових співвласників; в) АТ зобов'язане розкрити значний обсяг інформації про свою фінансово-господарську діяльність; г) значні адміністративні витрати АТ, пов'язані зі здійсненням IPO акцій на фондовій біржі; д) необхідно задовольняти очікування інвесторів; е) акції АТ, що здійснює первинне публічне розміщення акцій, можуть бути продані на початку торгів за ціною, нижчою від реальної вартості акцій, так як інвестор не впевнений у його успішному розвитку в майбутньому.

Проведений автором дисертації порівняльний аналіз засвідчив, що в Україні наявна надмірна деталізація порівняно з європейською практикою (відповідно 18 і

5 етапів) процесу підготовки первинного публічного та приватного розміщень акцій (17 замість 5-ти), де остання передбачає проходження компанією таких етапів: 1. Планування та підготовка. 2. Структуризація. 3. Співпраця з інвесторами, попередній маркетинг, виїзні презентації для інвесторів (роуд-шоу). 4. Визначення ціни, розміщення акцій, стабілізація ринку. 5. Функціонування як публічна компанія.

Аналіз практики організації процесу первинного публічного розміщення акцій в Україні дозволив розглядати його як складну систему, пов'язану з багатьма учасниками, яка містить інфраструктурні елементи, головними з яких є: Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), емітент, андеррайтер (інвестиційний банк), інвестор, фондова біржа, розрахунково-кліринговий депозитарій, консультанти, саморегулювні організації. У сукупності всі вище перелічені елементи є структурними компонентами системи IPO (рис. 1).



Рис. 1. Організаційна структура системи первинного публічного розміщення акцій українських підприємств

Зроблено висновок, що система первинного публічного розміщення акцій українських компаній є сукупністю урегульованих фінансово-правовими нормами окремих підсистем фінансових відносин і економічних суб'єктів, за допомогою яких вони залучають довгострокові фінансові ресурси на національному і міжнародному фондових ринках. Теоретичним підґрунтям функціонування системи первинного публічного розміщення є фінансові теорії, що аналізують як причини первинного

публічного розміщення акцій компаніями, так і фактори зниження вартості акцій підприємств під час і після його проведення.

У другому розділі «Аналіз первинного публічного розміщення акцій українськими підприємствами на фондових ринках» здійснено оцінювання динаміки капіталу, залученого шляхом первинного публічного розміщення акцій українськими підприємствами, досліджено його ефективність, проаналізовано зміни цін на акції компаній, що провели IPO. Оскільки переважна кількість первинних публічних розміщень акцій та найбільші обсяги капіталу вітчизняними підприємствами було залучено у 2005–2011 рр., тому саме цей період обрано для дослідження.

Відзначено, що за 2005–2011 рр. було зроблено 31 транзакцію з первинного (IPO) та вторинного (SPO) публічного розміщення акцій і 47 приватних (PP) розміщень, українські підприємства залучили капіталу майже вдвічі більше з первинного публічного розміщення, ніж з приватного розміщення акцій. У 2012 р. було проведене IPO лише KDM Shipping, що було зумовлено несприятливою ситуацією на міжнародному фондовому ринку.

У дисертації виокремлено основні особливості функціонування Лондонської (LSE), Варшавської (WSE) та Франкфуртської (FSE) фондових бірж і зроблено порівняння їх умов лістингу на основних і альтернативних майданчиках. З'ясовано, що саме на Лондонській фондовій біржі (LSE) українськими компаніями було залучено найбільше капіталу за допомогою IPO. Незважаючи на високі витрати, порівняно з іншими біржами, Лондонська фондова біржа (LSE) надає підприємствам можливість розмістити свої акції швидко і за найвищою ціною у зв'язку з присутністю тут великої кількості інвесторів та обсягів торгів. Франкфуртська, Варшавська біржі використовувались переважно середніми за величиною компаніями, які прагнули розмістити свої акції. Основними причинами, що унеможливають для багатьох вітчизняних підприємств залучення капіталу на міжнародних фондових ринках, є: по-перше, високі витрати, тому лише великі підприємства можуть виходити на IPO; по-друге, непрозорість структури підприємства та фінансової звітності. Найбільший обсяг капіталу українськими підприємствами з допомогою первинного публічного розміщення акцій було залучено в таких галузях як: аграрна, сектор нерухомості та металургійна.

Доведено на основі аналізу S&P GSCI Сільськогосподарського Індексу (вимірювання динаміки цін на сільськогосподарські товари в світовій економіці) та S&P Глобального Індексу Агробізнесу (розвиток вартості агропідприємств на світовому фондовому ринку), що українські агропідприємства виходили на міжнародні фондові біржі для розміщення акцій за найсприятливішої ситуації на ринку.

Для спростування чи підтвердження гіпотези «вікна можливостей» проаналізовано фінансову звітність агрокомпаній за наступні роки після проведення IPO. На рис. 2. зображено динаміку показника чистого прибутку для аграрної галузі, який розраховувався як середній прибуток агрокомпаній в кожному році, де охоплено всі агрокомпанії, які провели IPO в 2005–2011 рр.. Як видно з рис. 2, з початком проведення первинного публічного розміщення акцій в 2005 році

простежується успішне зростання чистого прибутку агрокомпаній. Таким чином, гіпотеза «вікна можливостей» для агрокомпаній не підтверджується.

На думку дисертанта, для відображення часових рядів показників досліджуваних даних, найкраще використовувати трендові моделі, що їх описують многочлени вищих порядків. У нашому випадку – це трендова модель у вигляді параболи третього порядку, вона матиме вигляд:

$$x(t) = b_0 + b_1t + b_2t^2 + b_3t^3, \quad (1)$$

де b_i – коефіцієнти рівняння тренду ($i = 0, \dots, 3$)

Абсолютний приріст динаміки для цієї моделі розраховано за формулою:

$$\hat{\delta}(t) = b_1 + 2b_2t + 3b_3t^2 \quad (2)$$

Абсолютне прискорення: $\hat{\phi}(t) = \frac{d\hat{\delta}(t)}{dt} = 2b_2 + 6b_3t \quad (3)$

Точка перегину траєкторії: $\hat{\phi}(t^*) = \frac{d^2x(t)}{dt^2} = 0$, звідки $t^* = -\frac{b_2}{3b_3}$. Якщо $t < t^*$, то

$\hat{\delta}(t)$ зростає, якщо $t > t^*$, то $\hat{\delta}(t)$ спадає.

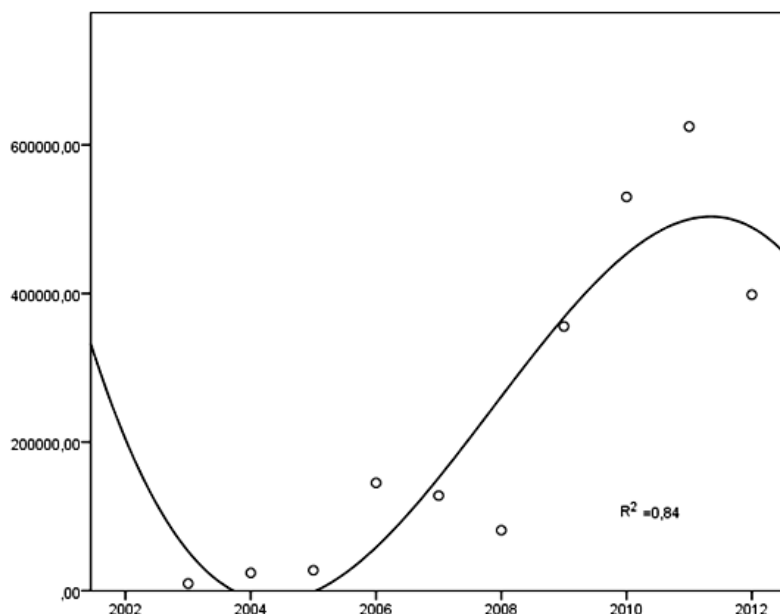


Рис. 2. Динаміка змін показника чистого прибутку для підприємств аграрної галузі, які провели первинне публічне розміщення акцій в 2005-2011 рр., тис. грн.

У ході цього дослідження (за допомогою пакета SPSS для кожного підприємства) дисертантом розраховано коефіцієнти моделі та коефіцієнт детермінації.

У дисертації зроблено висновок, що моделі тренду матимуть наступний вигляд для окремих компаній аграрної галузі:

– для компанії «Астарта»:

$x(t) = 109279,6 - 38674,4t - 8354,2t^2 + 3514,78t^3$, $R^2=0,895$ означає, що емпіричною лінією регресії є кубічна парабола, яка охоплює 89,5% досліджуваних даних.

– для компанії «Укпродукт Груп»:

$x(t) = 5392,7 + 4024,1t + 219,6t^2 - 75,7t^3$, $R^2=0,505$ означає, що кубічна парабола охоплює 50,5% досліджуваних даних.

– для компанії «Миронівський хлібопродукт (МНР)»:

$x(t) = 2396920,7 - 2576947,5t + 835948t^2 - 69353,8t^3$, $R^2=0,953$ означає, що кубічна парабола охоплює 95,3% досліджуваних даних.

– для компанії «Кернел»:

$x(t) = 224079 - 330336,8t + 115281,3t^2 - 5205,8t^3$, $R^2=0,996$ означає, що кубічна парабола охоплює 99,6% досліджуваних даних.

Дисертантом доведено, що компанія «21 Століття», яка здійснила IPO в 2005 р., в перший рік після нього підтвердила зростання чистого прибутку, однак через іпотечну кризу в 2008-2009 рр. простежувався спад, який теж був після 2007 р. в компаніях «Dragon-Ukrainian Properties & Development Plc - DUPD» та «KDD Group N.V.». Тільки одна компанія – «ТММ» засвідчила навіть в період кризи та після неї невелике зростання чистого прибутку. Компанії «Ferrexpo AG», що провела IPO, було властиве стрімке зростання чистого прибутку після його здійснення в 2007 р.

У двох компаніях вугільної галузі національної економіки теж простежувалось зростання чистого прибутку після первинного публічного розміщення акцій. Для компанії «Cadogan Petroleum Plc», IPO якої відбулось в 2008 році, перший рік характеризувався спадом, але вже у 2010-2011 рр. відбулось зростання чистого прибутку.

У дисертації зроблено висновок, що розвиток підприємства після проведення IPO є різнонаправленим залежно від приналежності компанії до галузі національної економіки, ситуації на ринку та внутрішніх чинників функціонування підприємства.

Дисертантом досліджено теорії життєвого циклу, зміст яких розкриває час здійснення IPO підприємствами на фондовій біржі і підтверджує їх правильність: вітчизняні підприємства виходили на ринок, коли мали досвід господарської діяльності понад 10 років, незалежно від того, до якої галузі вони належали.

Крім того, аналіз фінансових балансів та інформації з офіційних веб-сторінок компаній показав, що залучені кошти підприємства використали не на погашення вже існуючої заборгованості, а вклали в купівлю нових підприємств та інші інвестиційні проекти з розширення бізнесу. Більшість з яких реалізовувалась в агропромисловому секторі.

Було перевірено на українських підприємствах достовірність теорій, які досліджують зниження вартості акцій підприємств. Дослідження підтвердило, що інвестиційний банк у більшості випадків правильно визначив ціну на акцію підприємств в перший день торгів, так як в 10-ти компаніях простежувалася невисока недооцінка вартості, в п'яти – без змін, а в решти (п'яти) – ціна на акцію була завищена.

У дисертації проаналізовано також динаміку зміни цін на акції в довгостроковому періоді часу (3, 6, 12, 24, 36, 48, 60, 72 чи 84 місяці після IPO) 17-ти українських компаній, по яких була наявна офіційна фінансова звітність.

У світовій практиці проводиться розрахунок підвищеного процентного доходу/збитку за стратегією «купуй та тримай» (BHARs=buy-and-hold abnormal returns). Стратегія «купуй та тримай» – це стратегія довгострокового інвестування, яка ігнорує короткострокові зміни ринкової вартості акцій. Розрахунок BHARs допоможе нам визначити, чи інвестор, який купив акції підприємства за ціною в

перший день виходу підприємства на IPO та продав їх на вторинному ринку в момент часу t , зможе отримати підвищений (більший, ніж середній) процентний дохід/процентні витрати.

Підвищений процентний дохід/процентні витрати за стратегією «купуй та тримай» ($BHAR_{i,t}$) розраховувався за наступною формулою:

$$BHAR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m\ index,t} \quad (4)$$

де: $R_{i,t}$ – процентний дохід/процентні витрати з акції підприємства i на момент t .

$R_{m\ index,t}$ – процентний дохід/процентні витрати на ринку на основі відповідного індексу біржі на момент t

t : 3, 6, 12, 24, 36, 48, 60, 72 чи 84 місяці після IPO.

Процентний дохід/процентні витрати ($R_{m\ index,t}$) на ринку розраховувався за формулою:

$$R_{m\ index,t} = P_{index,t} / P_{index,1} - 1 \quad (5)$$

де: $P_{index,t}$ – курс закриття індексу відповідної біржі на момент t

$P_{index,1}$ – курс закриття індексу відповідної біржі в перший день проведення IPO підприємством;

t : 3, 6, 12, 24, 36, 48, 60, 72 чи 84 місяці після IPO.

Як видно з таблиці 1., компанія «Кернел», яка провела IPO на Варшавській фондовій біржі і отримала 0,16 млрд. дол. за 38 % акцій, показала досить високий підвищений процентний дохід за стратегією «купуй та тримай» ($BHAR$), в деяких періодах більше 100%. Однак, «Миронівський хлібопродукт», який здійснив продаж 19,4% акцій за 0,32 млрд. дол. на Лондонській фондовій біржі в 2008 році, підтвердив в основному негативну динаміку як в короткостроковому, так і в довгостроковому періодах, незважаючи на те, що це був найвищий обсяг залученого капіталу серед українських агропідприємств протягом 2005-2008 рр.

Таблиця 1.

Розрахунки підвищеного процентного доходу/збитку за стратегією «купуй та тримай» ($BHAR$) для агропідприємств, які провели IPO в 2005–2011 рр., %

Спеціалізована вчена рада Д-25.051.01 Львівському національному університету імені Івана Франка

Компанія	Біржа	Дата виходу	3м	6м	12м	24м	36м	48м	60м	72м
«Fertrex AG»	LSE	15.06.2007	17.09.2007	17.12.2007	16.06.2008	15.06.2009	15.06.2010	15.06.2011	15.06.2012	17.06.2013
		$R_{i,t}$	63	46	174	1	83	194	34	1
		$R_{m \text{ index},t}$	-9	-8	-15	-36	-23	-14	-18	-4
		$R_{i,t} - R_{m \text{ index},t}$	71	54	189	37	105	208	53	4
«BECTA»	WSE	15.06.2011	15.09.2011	15.12.2011	15.06.2012	17.06.2013				
		$R_{i,t}$	-28	-75	-89	-95				
		$R_{m \text{ index},t}$	-21	-24	-19	-2				
		$R_{i,t} - R_{m \text{ index},t}$	-7	-51	-69	-93				
«Sadovaya Group»	WSE	30.12.2010	30.03.2011	30.06.2011	30.12.2011	02.01.2013	30.12.2013			
		$R_{i,t}$	23	7	-21	-80	-95			
		$R_{m \text{ index},t}$	2	1	-21	1	8			
		$R_{i,t} - R_{m \text{ index},t}$	21	6	0	-81	-102			
«Coal Energy S.A.»	WSE	04.08.2011	04.11.2011	06.02.2012	06.08.2012	05.08.2013				
		$R_{i,t}$	28	27	-16	-86				
		$R_{m \text{ index},t}$	-4	-2	-4	13				
		$R_{i,t} - R_{m \text{ index},t}$	33	28	-12	-99				
«Cadogan Petroleum Plc»	LSE (AIM)	18.06.2008	18.09.2008	18.12.2008	18.06.2009	18.06.2010	20.06.2011	18.06.2012		
		$R_{i,t}$	-61	-85	-96	-90	-81	-83		
		$R_{m \text{ index},t}$	-32	-61	-47	-30	-15	-32		
		$R_{i,t} - R_{m \text{ index},t}$	-29	-24	-49	-60	-66	-51		

Джерело: складено автором, при розрахунках у випадках, коли дата припадала на вихідні, вибиралася дата наступного робочого дня.

У той же час компанія «Астарт», яка продала 20 % акцій за 0,03 млрд. дол. на Варшавській фондовій біржі в 2006 р., незважаючи на негативну короткострокову динаміку процентних показників, зуміла в довгостроковому періоді підтвердити дуже високий підвищений процентний дохід за стратегією «купуй та тримай» (BHAR), в деяких періодах більше 300%. Однак, підприємство «Укпродукт Груп», яке було першим українським агропідприємством, що зробило IPO на міжнародній фондовій біржі та продало 27,2% акцій за 0,01 млрд. дол. на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі, незважаючи на позитивні короткострокові показники, в довгостроковому періоді показало в основному негативні показники.

Проведений аналіз підтвердив, що переважна більшість українських підприємств показала негативні показники динаміки цін своїх акцій в довгостроковому періоді в порівнянні з першим днем торгів, тобто інвестору було вигідніше продати акції українських підприємств у короткостроковому періоді, ніж в середньо- чи довгостроковому періодах.

У дисертації визначено і систематизовано наступні причини падіння котирувань акцій українських компаній на міжнародних фондових біржах: зовнішні (мала кількість інвесторів, що зважилися на купівлю цінних паперів нового для ринку підприємства; політичні події в Україні, суттєві зміни у законодавстві; негативна кон'юнктура на ринках збуту продукції підприємства, яке здійснило IPO; інтерес інвесторів до інших підприємств тієї ж країни або того ж сектора економіки), внутрішні (зміна статусу підприємства з приватного на публічне та невміння менеджменту слідувати всім канонам публічності підприємства; негативні фінансові показники підприємства після проведення IPO; переоціненість акцій,

оскільки, як правило, будь-яке публічне підприємство стає заручником надто оптимістичних прогнозів аналітиків, опублікованих незадовго до їх розміщення).

У третьому розділі – «Напрями вдосконалення системи первинного публічного розміщення акцій українських підприємств» – на основі дослідження причин, які стримували більшість вітчизняних компаній від проведення IPO на українських фондових біржах, аналізу заходів, впроваджених для покращення ефективності діяльності фондового ринку України, розроблена модель прийняття раціонального управлінського рішення підприємствами щодо IPO з врахуванням впливу основних чинників, які його визначають.

У дисертації наголошено, що впродовж 2005-2012 рр., незважаючи на запровадження сучасного програмного забезпечення для електронних торгів на головних фондових біржах та прийняття у 2008 році нового Закону України «Про акціонерні товариства» (захищено права міноритарних акціонерів, передбачено захист акціонерного товариства від рейдерства тощо), основними проблемами українського фондового ринку залишалися: невеликі обсяги торгів (українські компанії мали можливість отримати набагато вищу ціну за свої акції за кордоном, так як там присутня значна кількість великих інвесторів); низька ліквідність цінних паперів; недостатній рівень розвитку національного ринку цінних паперів з високими ризиками для іноземних та українських інвесторів; наявність торгів на неорганізованому, «прихованому» ринку з метою несплати податків; відсутність єдиного Центрального депозитарію до 14 жовтня 2013 року.

Відзначено, що біржовий сегмент ринку цінних паперів у 2012 р. дорівнював 18,8% номінального ВВП України, однак частка біржового ринку в загальному обсязі торгів на ринку становить 12,6%. Проте на національному ринку цінних паперів у 2012 р. в біржовому списку було лише 9,2% від загальної кількості акцій. Поряд з цим в країні були наявні певні ресурси для збільшення кількості лістингових акцій – у вигляді позалістингових випусків акцій та потенційні емітенти, які ще не привели свою діяльність у відповідність до вимог Закону України «Про акціонерні товариства» (для ПАТ передбачено обов'язковість включення акцій до біржового списку, принаймні однієї фондової біржі).

Доведено, що стимулювала лістинг цінних паперів у 2013р. також норма, яка впроваджена у Податковому Кодексі України з 01.01.2013 р. – 0,1% порівняно з позалістинговими цінними паперами (1,5%) ставка особливого (акцизного) податку з відчуження цінних паперів на позабіржовому ринку, оскільки у 2013 р. частка біржового ринку зросла більше, ніж удвічі, але відбулося зниження обсягу торгів за рахунок зменшення операцій з цінними паперами на позабіржовому ринку до 1213,54 млрд грн. У 2013р. вперше обсяг залучених інвестицій в національну економіку через інструменти фондового ринку перевищив показник обсягу залучених довгострокових кредитів на 21,44 млрд грн.

У дисертації встановлено, що вітчизняні фондові біржі не мали можливості стимулювати ліквідність за рахунок впровадження в обіг акцій навіть тих (досить умовно) іноземних емітентів, які володіють активами в Україні, хоча у 2012 р. НКЦПФР запровадила вимоги до першого та другого рівнів лістингу цінних паперів іноземних емітентів і необхідність визначення та оприлюднення фондовою біржею кожного торговельного дня біржового фондового індексу. Покращенню

законодавства щодо регулювання фондового ринку, на нашу думку, в контексті IPO сприяло впровадження єдиного державного реєстру випусків цінних паперів, Міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ) та функціонування централізованої депозитарної системи. Крім створення єдиного в Україні Центрального депозитарію, Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках, запроваджено також основні принципи здійснення клірингової діяльності, введено чіткі і прозорі механізми проведення розрахунків за договорами щодо цінних паперів тощо.

Наголошено, що розвиток вітчизняного фондового ринку відбувається з врахуванням розробленої «Програми розвитку фондового ринку на 2011–2015 рр.», однак порівняльний аналіз запланованих новацій та їх практичне здійснення, свідчить про значні розбіжності щодо їх запровадження в реальну українську економіку. Крім того, у 2014р. Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку розроблено «Програму розвитку фондового ринку України на 2015–2017 рр.», метою якої є стимулювання притоку інвестицій в економіку країни через інтеграцію національного фондового ринку з міжнародний ринок цінних паперів та запровадження міжнародних стандартів діяльності.

У роботі, на основі проведеного тестування зарубіжних фінансових теорій фондового ринку, оцінювання динаміки капіталу, залученого шляхом IPO українськими підприємствами, дослідження його ефективності, аналізу зміни цін на акції компаній, що провели IPO, обґрунтовано систему основних чинників, які визначають раціональне управлінське рішення з первинного публічного розміщення акцій на фондових біржах країни та за кордоном.

Для прийняття рішення підприємствами з проведення IPO на фондових біржах запропоновано скористатись теорією нечіткої логіки. На думку автора, для вирішення поставленого завдання доцільно застосувати нечітку модель виду:

$$R = f_{IPO}(y_1, y_2, y_3) \quad (6)$$

де: R – рішення компанії щодо проведення первинного публічного чи приватного розміщення акцій;

y_1, y_2, y_3 – функціональні залежності від чинників відповідно мікро-, макро- та глобального рівнів.

Причому модель мікрорівня враховує наступні чинники: поінформованість підприємств про переваги IPO, капіталізацію підприємств, відповідність бухгалтерської звітності підприємств МСБО, їх організаційну структуру, розвиток галузі в цілому та потребу у капіталі; модель макрорівня – політичну ситуацію та економічний стан в країні, законодавчу і нормативно-правову базу, рівень розвитку фондового ринку в Україні і можливість проведення первинного публічного розміщення акцій, внесок держави в розвиток міжнародної торгівлі; модель глобального рівня – попит та пропозицію на акції підприємств конкретної галузі, волатильність міжнародного ринку цінних паперів, рішення та нормативні документи міжнародних фінансово-кредитних інститутів,

Ефективному первинному публічному розміщенню акцій українськими підприємствами сприятиме впровадження запропонованих методик з акцентуванням

на використанні методів аналізу динаміки цін акцій, чистого прибутку та прийняття раціонального рішення з врахуванням чинників, що його визначають.

ВИСНОВКИ

У дисертації обґрунтовано теоретичні положення та запропоновано практичні шляхи вирішення наукового завдання, яке полягає у вдосконаленні процесу первинного публічного розміщення акцій. Результати дослідження дають змогу сформулювати такі висновки:

1. Встановлено, що в результаті дослідження зарубіжних теорій ринку цінних паперів теоретичним підґрунтям проведення первинного публічного розміщення акцій компаніями в Україні повинні стати такі фінансові теорії: вибору моменту виходу на фондову біржу, життєвого циклу підприємств, теорії, які досліджують заниження вартості акцій підприємств. Це дало можливість розширити понятійний апарат шляхом запровадження понять: «вікно можливостей», «інвестори настрою», «інформаційні каскади» і удосконалити організаційну структуру системи первинного публічного розміщення акцій в Україні. Запропоновано визначення поняття первинного публічного розміщення акцій як «відкрита система, що урегульована фінансово-правовими нормами окремих підсистем фінансових відносин і економічних суб'єктів, за допомогою яких, на основі прийняття раціонального управлінського рішення, залучають акціонерний капітал на українському та міжнародному фондових ринках».

2. Здійснений аналіз теорій, які досліджують заниження вартості акцій підприємств показав, що вона складається з різних підгруп теорій: асиметричної інформації, інституційної теорії, теорії управління компанією та теорії аналізу поведінки інвесторів, які розкривають особливості формування ціни на акції. Дана група теорій підтверджує можливість втрати компанією прибутків з причини заниження ціни акцій компаній, що виникає у разі їх недооцінення на початку біржових торгів.

3. У дисертації визначено основні позитивні (зростання вартості АТ; покращення корпоративного іміджу АТ, що допомагає підтримувати попит та ліквідність своїх акцій; зниження адміністративного та регуляторного тиску; кращі умови для збереження контролю за підприємством; посилення економічної безпеки власників компанії) та негативні наслідки (втрата гнучкості в прийнятті рішень компанією внаслідок появи нових співвласників; АТ зобов'язане розкрити значний обсяг інформації про свою фінансово-господарську діяльність; значні адміністративні витрати АТ, пов'язані з IPO на фондовій біржі; акції АТ, що здійснює IPO, можуть бути продані на початку торгів за ціною, нижчою від реальної вартості акцій) проведення IPO компаніями.

4. Аналіз динаміки розвитку IPO українських компаній впродовж 2005–2011 рр. на міжнародних фондових біржах підтвердив, що на Лондонській фондовій біржі було залучено найбільше капіталу українськими компаніями за допомогою IPO. У 2012 р. було проведене лише одне IPO – KDM Shipping, що було зумовлено несприятливою ситуацією на міжнародному фондовому ринку. Незважаючи на високі витрати, порівняно з іншими біржами, Лондонська фондова біржа надає

компаніям можливість розмістити свої акції швидко і за найвищою ціною у зв'язку з присутністю великої кількості інвесторів та обсягів торгів. Визначено основні причини, що унеможливили для багатьох українських підприємств залучення капіталу на міжнародному фондовому ринку.

5. Здійснене дослідження динаміки обсягів залученого капіталу українськими підприємствами на міжнародному ринку цінних паперів підтвердило, що найбільше капіталу з допомогою IPO було одержано в таких галузях як: аграрна, сектор нерухомості та металургії і за найсприятливішої ситуації на ринку. Проведене тестування гіпотези «вікна можливостей» на основі аналізу показника чистого прибутку компаній засвідчило, що 8 з 11-ти агрокомпаній після проведення IPO показали зростання чистого прибутку, а значить, гіпотеза «вікна можливостей» для агрокомпаній не підтверджується.

6. Дослідженням достовірності теорій життєвого циклу підприємств підтверджено, що 14 з 18-ти українських підприємств (незалежно від галузі) провели первинне публічне розміщення акцій уже тоді, коли були на ринку понад 10 років. Залучені кошти підприємства вклали в купівлю нових компаній та інші інвестиційні проекти з розширення бізнесу і більшість з них були з агропромислового сектору.

7. Результатами дослідження засвідчено, що інвестиційні банки зуміли правильно визначити ціну акцій компаній в перший день торгів, так як простежувалася невисока недооцінка вартості, однак в деяких компаніях ціна на акцію була завищена. Проведений аналіз розвитку акцій українських підприємств, які здійснили IPO в довгостроковому періоді підтвердив, що переважна більшість з них отримала негативні показники розвитку своїх акцій у довгостроковому періоді в порівнянні з першим днем торгів.

8. Причинами падіння котирувань акцій українських підприємств на міжнародних біржах можна вважати: *внутрішні* (зміна статусу компанії з приватної на публічну та невміння менеджменту слідувати всім канонам публічності компанії; негативні фінансові показники компанії після IPO; переоціненість акцій, оскільки, як правило, будь-яка публічна компанія стає заручницею надто оптимістичних прогнозів аналітиків, опублікованих незадовго до розміщення акцій) та *зовнішні* (незначна кількість інвесторів, що зважилися на купівлю цінних паперів нової для ринку компанії; політичні події в Україні, суттєві зміни у законодавстві; негативна кон'юнктура на ринках збуту продукції компанії, яка здійснила IPO; інтерес інвесторів до інших підприємств з тієї ж країни або з того ж сектора економіки).

9. У дисертації доведено, що на процес прийняття рішення підприємством щодо IPO впливає ряд чинників, основними з яких *на мікрорівні* є: поінформованість підприємств про переваги IPO, капіталізація підприємств, розвиток галузі в цілому та потребу у капіталі; *на макрорівні*: політична ситуація та економічний стан в країні, законодавча і нормативно-правова база, рівень розвитку фондового ринку в Україні та можливість проведення IPO, а *на мегарівні*: попит та пропозиція на акції підприємств конкретної галузі, волатильність міжнародного ринку цінних паперів тощо. З метою врахування зазначених чинників автором

запропоновано нечітку модель функціональної залежності параметрів, які визначають прийняття раціонального управлінського рішення українськими підприємствами-емітентами з проведення IPO.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

Монографія

1. Трансформаційні процеси економічної системи в умовах сучасних викликів : монографія / за заг. ред. В.І. Гринчуцького. – Тернопіль : Крок, 2014. – 544 с. (особистий внесок: п.2.4. Результативність первинного публічного розміщення акцій компаніями України на міжнародних фондових біржах (2005–2011 рр.) (0,5 друк.арк.)

Наукові праці у вітчизняних фахових наукових виданнях:

2. Стефанишин М. Особливості первинного публічного розміщення акцій (IPO) українських компаній на міжнародних фондових біржах / Мар'яна Стефанишин // Формування ринкової економіки в Україні. – Львів, 2009. – Вип.20. – С.479–483 (0,28 друк.арк.).

3. Стефанишин М.В. Фактори впливу на розвиток первинного публічного розміщення акцій (IPO) українських компаній / М.В. Стефанишин // Економіка: проблеми теорії та практики. – Дніпропетровськ, 2009. – Вип.254. – Т.ІІІ.– С.671–676 (0,35 друк.арк.).

4. Стефанишин М.В. Первинне публічне розміщення акцій(IPO) українських компаній:галузевий зріз / М.В. Стефанишин // Вісник Львівського університету. Серія екон. – 2009. – Вип.42. – С.218–223 (0,63 друк.арк.).

5. Стефанишин М. Організаційно-економічний механізм IPO на українських фондових ринках / М. Стефанишин // Вісник Львівського університету. Серія екон. – 2010. – Вип.44. – С.218–223 (0,64 друк.арк.).

6. Стефанишин М. Розміщення акцій українських підприємств в глобальних ринкових умовах / М. Стефанишин // Формування ринкової економіки в Україні. – Львів, 2011. – Вип.23.–Ч.2 – С.305–310 (0,35 друк.арк.).

7. Стефанишин М.В. Інвестиційна складова структурної політики компаній України / М.В. Стефанишин // Економічні науки. – Полтава, 2011.– Вип.2. – Т.3. – С.286–291 (0,35 друк.арк.).

8. Стефанишин М. Стан первинного розміщення цінних паперів на фондових ринках світу в Україні / М. Стефанишин // Формування ринкової економіки в Україні. – Львів, 2012. – Вип.26. – Ч.2. – С.215–219 (0,28 друк.арк.).

9. Стефанишин М.В. Розвиток IPO українських компаній в контексті глобалізації/ М.В. Стефанишин // Економічний простір: зб. наук. праць. – Дніпропетровськ, 2014. – №82.– С.84–94. (INDEX COPERNICUS з 2012 р.) (0,61 друк.арк.).

10. Стефанишин М. Основні чинники ціноутворення на акції при проведенні первинного публічного розміщення на фондовому ринку / М. Стефанишин // Вісник Львівського університету. Серія екон. – 2013. – Вип.50. – С.311–318 (0,44 друк.арк.).

Публікації за матеріалами конференцій:

11. Стефанишин М. Первинне публічне розміщення акцій(IPO) українських компаній: галузевий аспект / Мар'яна Стефанишин // Економіка України в умовах посилення глобалізаційних процесів: виклики і перспективи : матеріали міжнар.

студ.-аспір. наук. конф. (Львів, 15–16 травня 2009 р.). – Львів, 2009. – С.460–461 (0,10 друк.арк.).

12. Стефанишин М. Розвиток первинного публічного розміщення акцій українських підприємств / Мар'яна Стефанишин // Світова економічна криза: причини, наслідки та перспективи подолання : матеріали міжнар. студ.-аспір. наук. конф. (Львів, 14–15 травня 2010 р.). – Львів, 2010. – С.549–550 (0,10 друк.арк.).

13. Стефанишин М. Світовий ринок IPO і його розвиток в умовах глобальної економічної нестабільності / Мар'яна Стефанишин // Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації : зб. тез доп. Сьомої Міжнар. наук.-практ. конф. молодих вчених (Тернопіль, 25–26 лютого 2010 р.). – Тернопіль, 2010. – С.107–109 (0,18 друк.арк.).

14. Стефанишин М. Інвестиційна активність компаній України / Мар'яна Стефанишин // Актуальні проблеми розвитку національної економіки : матеріали міжнар. студ.-аспір. наук. конф. (Львів, 13–14 травня 2011 р.). – Львів, 2011. – С.484–485 (0,10 друк. арк.).

15. Стефанишин М.В. Первинне розміщення цінних паперів на фондових ринках світу і України / М.В. Стефанишин / Соціально-економічний розвиток України та її регіонів: проблеми науки та практики : матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (Харків, 10–11 травня 2012 р.). – Харків, 2012. – С.264–267 (0,25 друк.арк.).

16. Стефанишин М.В. Фактори розвитку IPO українських акціонерних товариств / М.В. Стефанишин / Соціально-економічні трансформації в умовах глобалізації: світовий та вітчизняний виміри : матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (Херсон, 1–2 березня 2013 р.). – Херсон, 2013. – С.217–218 (0,10 друк.арк.).

17. Стефанишин М.В. Особенности ценообразования на акции при проведении первичного публичного размещения / М.В. Стефанишин // Государственное регулирование экономики и повышение эффективности деятельности субъектов хозяйствования: X Междунар. науч.-практ. конф. (Минск, 10–11 апреля 2014 г.) : сб. науч. Статей : в 2 ч. Ч.1 / редкол.: С.А.Пелих (пред.) и др. – Минск: Акад. упр. при президенте Республики Беларусь, 2014. – С. 395–398 (0,25 друк.арк.).

АНОТАЦІЯ

Стефанишин М.В. Формування акціонерного капіталу у фінансовій системі України. – На правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Львівський національний університет імені Івана Франка Міністерства освіти і науки України, Львів, 2014.

Дисертацію присвячено теоретичному узагальненню та новому вирішенню актуальних науково-прикладних завдань зі створення національної системи формування акціонерного капіталу шляхом первинного публічного розміщення акцій (IPO). Досліджено та визначено систему IPO; вивчено та протестовано на українських підприємствах, які провели IPO, сучасні зарубіжні фінансові теорії фондового ринку, що аналізують причини, час проведення IPO та зміну цін на акції підприємства після IPO. Проаналізовано динаміку чистого прибутку підприємств, які провели IPO за допомогою трендових моделей; визначено чинники, що

впливають на динаміку IPO, запропоновано нечітку модель прийняття раціонального управлінського рішення з його проведення.

Ключові слова: первинне публічне розміщення акцій, фондовий ринок, акціонерний капітал, фінансова система, емітенти, інвестори.

АННОТАЦІЯ

Стефанишин М.В. Формирование акционерного капитала в финансовой системе Украины. – На правах рукописи.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – деньги, финансы и кредит. – Львовский национальный университет имени Ивана Франко Министерства образования и науки Украины, Львов, 2014.

В диссертации раскрыта сущность и определена организационная структура системы первичного публичного размещения акций украинскими предприятиями; выделены преимущества и недостатки первичного публичного размещения акций, раскрыто содержание основных современных зарубежных финансовых теорий рынка ценных бумаг, сформулировано авторское определение первичного публичного размещения акций.

Проведено тестирование гипотезы «окна возможностей» на основе анализа показателя чистой прибыли предприятий за последующие годы после проведения первичных публичных размещений акций, которое показало, что подавляющее большинство сельхозпредприятий имело рост чистой прибыли, а значит, гипотеза «окна возможностей» для агропредприятий не подтвердилась.

Достоверность теории жизненного цикла частично сбылась, поскольку большинство украинских предприятий осуществило первичное публичное размещение акций уже тогда, когда были на рынке более 10 лет и независимо от отрасли. Привлеченные средства предприятия использовали не на погашение уже существующей задолженности, а вложили в покупку новых предприятий и другие инвестиционные проекты по расширению бизнеса.

Тестирование на украинских предприятиях теории, исследующей занижения стоимости акций предприятий показало, что инвестиционный банк в большинстве случаев сумел правильно определить стоимость акций в первый день торгов, так как наблюдалась невысокая недооценка их стоимости.

Разработаны направления улучшения деятельности украинских эмитентов ценных бумаг при проведении первичного публичного размещения акций (IPO); проведен сравнительный анализ функционирования основных международных и отечественных фондовых бирж, предложена нечеткая модель функциональной зависимости параметров, которая определяет принятие рационального управленческого решения по первичному публичному размещению акций с учетом действия доминантных факторов на микро-, макро- и глобальном уровнях.

Ключевые слова: первичное публичное размещение акций, фондовый рынок, акционерный капитал, финансовая система, эмитенты, инвесторы

ABSTRACT

Stefanyshyn M. Formation of stock capital in the financial system Ukraine. – Manuscript rights.

Dissertation for the degree of candidate of economic sciences, specialty 08.00.08-- money, finance and credit. – Lviv National Ivan Franko University, Ministry of Education and Science of Ukraine, Lviv, 2014.

The thesis is devoted to the theoretical generalization and new solving of actual scientific applied problems of stock capital forming through initial public offering (IPO). The author has investigated the theoretical core of the nature of the initial public and private offerings, studied and defined the organization structure of initial public offering (IPO) system of Ukrainian companies; analyzed and evaluated modern foreign financial theories taking into account the reasons, timing for going public and development of the share prices after IPO conducting. Dynamics of net profit of Ukrainian IPO companies was conducted by using the methodology of the trend models; factors influencing to the dynamics of the IPO were defined and classified; the fuzzy model of the rational management decision for IPO was proposed.

Key words: initial public offering, stock market, stock, financial system, issuers, investors.

Спеціалізована вчена рада Д 35.051.01 у Львівському національному університеті імені Івана Франка