

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА

На правах рукопису

**СТЕФАНИШИН МАР'ЯНА ВОЛОДИМИРІВНА**

**УДК 336.76:336.763.2(477)**

**ФОРМУВАННЯ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ  
У ФІНАНСОВІЙ СИСТЕМІ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Науковий керівник:  
**Ковалюк Олексій Миколайович**  
доктор економічних наук, професор

Львів – 2014

## ЗМІСТ

ВСТУП .....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ У ФІНАНСОВІЙ СИСТЕМІ УКРАНИ.....	
1.1. Суть і структура системи первинного публічного розміщення акцій підприємствами .....	12
1.2. Теоретичні підходи до організації первинного публічного розміщення акцій .....	34
1.3. Ціноутворення на акції підприємств при їх первинному публічному розміщенні .....	46
Висновки до розділу 1 .....	57
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ПРОЦЕСІВ ПЕРВИННОГО ПУБЛІЧНОГО РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ УКРАЇНСЬКИМИ ПІДПРИЄМСТВАМИ НА ФОНДОВИХ РИНКАХ .....	
2.1. Оцінювання динаміки залученого капіталу шляхом первинного публічного розміщення акцій українськими підприємствами .....	61
2.2. Ефективність первинного публічного розміщення акцій українськими підприємствами .....	79
2.3. Дослідження змін цін на акції українських підприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій на зарубіжних фондових ринках .....	103
Висновки до розділу 2 .....	116
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ ПЕРВИННОГО ПУБЛІЧНОГО РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ УКРАЇНСЬКИМИ ПІДПРИЄМСТВАМИ .....	
3.1. Покращення інфраструктури фондового ринку в контексті первинного публічного розміщення акцій підприємствами .....	120

3.2. Удосконалення економічних і регуляторних умов первинного розміщення акцій українських підприємств .....	131
3.3. Розроблення моделі прийняття раціонального управлінського рішення з проведення первинного публічного розміщення акцій підприємствами .....	145
Висновки до розділу 3 .....	157
ВИСНОВКИ .....	160
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ .....	168
ДОДАТКИ .....	187

## ВСТУП

**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 цього виникла можливість нарощування власного капіталу підприємств з використанням як національного, так і міжнародного фондів ринків шляхом проведення первинного публічного розміщення акцій (IPO). Однак IPO є досить складною системою, де поряд з ринковим механізмом регулювання ринку цінних паперів діє 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. Лисяк, І. Лютого, О. Мозгового, О. Підхомного, В. Плиси, М. Стирського, О. Чумаченка, В. Шевченка, В. Шелудька, І. Школьник, О. Юркевич та ін. 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 ін.

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 і в Україні, 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; для аналізу тенденцій розвитку IPO українськими підприємствами на міжнародному фондовому ринку використано порівняльний метод; метод періодизації, графічний і табличний методи застосовано для наочного відображення статистичного аналізу, 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; теорію нечітких множин і нечіткої логіки – для побудови 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 і 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, у виявленні тенденцій розвитку IPO, ефективності цього процесу 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 зниження 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 домінантних 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.) ; VII Міжнародній науково-практичній конференції молодих вчених «Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації» (м. Тернопіль, 2010 р.); XI 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.

## РОЗДІЛ 1

### ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ У ФІНАНСОВІЙ СИСТЕМІ УКРАЇНИ

#### 1.1. Суть і структура системи первинного публічного розміщення акцій підприємствами

Передумовою прогресивного стратегічного розвитку національної економіки є активна інноваційно-інвестиційна політика, яка передбачає оновлення основного капіталу шляхом удосконалення наявної техніки і технологій, а також матеріалізації нових відкриттів і наукових знань. Реалізація таких завдань потребує залучення значних інвестицій. Тому важливого значення набуває диверсифікація джерел розвитку підприємств у бік збільшення їх пайового фінансування. Саме залучення капіталу за допомогою емісії акцій, як свідчить світовий досвід, є основою ефективної інтеграції економічних суб'єктів та концентрації ними фінансових ресурсів. До економічних суб'єктів відносимо домогосподарства, фірми (акціонерні товариства, підприємства, корпорації тощо), державу.

Важливим чинником розвитку акціонерного капіталу є глобалізація як процес перетворення світового господарства на єдиний всесвітній економічний механізм, об'єднаний не лише міжнародним поділом праці, а й міжнародними виробничо-збутовими структурами, глобальною фінансовою системою та інформаційною мережею, де економічні піднесення і спади набувають всесвітніх масштабів. Якщо глобалізація – це нова якість інтернаціоналізації на стадії гранично можливого розвитку її в ширину, то інтеграція – найвищий ступінь її розвитку в глибину, – відзначають учені [1, с.17].

Глобалізації притаманне зростання ролі зовнішніх економічних, соціальних, культурних чинників у відтворювальних процесах всіх учасників цього процесу формування єдиного світового ринку без національних бар'єрів

та створення єдиних юридичних умов для всіх країн [2, с.23]. Тому аналізуватимемо систему первинного публічного розміщення акцій українських підприємств в контексті глобалізації.

Проблеми розвитку фондового ринку та особливості формування акціонерного капіталу на основі первинних публічних розміщень акцій в наукових працях досліджували такі зарубіжні науковці: Д. Лукас і Р. МакДональд, Х. Хое, Р. Мауліс, В. Нанда, М. Бакер, Дж. Вурглер, Дж. Ріггер, Я. Уелч, М. Пагано, Ф. Панетта, Л. Зінгалес, Т. Хемманур, П. Фулгієрі, В. Максимович, П. Піхлер, Дж. Брау, Б. Френсіс, і Н. Когерс та ін. Засади здійснення первинного розміщення акцій представлені в наукових працях українських фахівців: В. Базилевича, М. Крупки, І. Лютого, О. Мозгового, М. Сороки, О. Чумаченко, В. Шевченка, В. Шелудька, І. Школьник та ін.

Зміст поняття акціонерного капіталу є предметом численних наукових досліджень, однак серед науковців відсутня єдина думка щодо розуміння його сутності. Так, акціонерний капітал учені визначають як «сукупність індивідуальних капіталів, об'єднаних у результаті випуску цінних паперів, які зростають завдяки капіталізації частини прибутку та додаткової емісії акцій» [3, с.721] або ж він є основним капіталом «акціонерного товариства. Величина його визначається статутом товариства і формується за рахунок емісії акцій» [4, с.380] чи акціонерний капітал – сума капіталізації або сумарний дохід, який можуть принести своїм власникам акції, що перебувають в обігу на фондовому ринку [5].

Отже, акціонерний капітал має асоційовану природу, бо утворюється шляхом об'єднання капіталів потенційних акціонерів через випуск і продаж акцій. Акціонерний капітал є об'єктом акціонерної власності, а її суб'єктом є акціонерне товариство, що згідно з чинним законодавством є господарським товариством, «статутний капітал якого поділено на визначену кількість часток однакової номінальної вартості, корпоративні права за якими посвідчуються

акціями» [6, ст.3]. Акціонерами товариства, згідно з Законом України «Про акціонерні товариства», визнаються фізичні і юридичні особи, а також держава в особі органу, уповноваженого управляти державним майном, або територіальна громада в особі органу, уповноваженого управляти комунальним майном, які є власниками акцій товариства [6, ст.4].

Акціонерні товариства (АТ) за типом поділяються на публічні та приватні. Кількісний склад акціонерів приватного акціонерного товариства не може перевищувати 100 акціонерів. Публічне акціонерне товариство може здійснювати публічне та приватне розміщення акцій. Приватне акціонерне товариство може здійснювати тільки приватне розміщення акцій [6, ст.5].

В економічній літературі часто ототожнюють поняття «акціонерне товариство», «корпорація», «підприємство». Розглянемо зміст кожного з понять. Корпорацією в Україні визнається договірне об'єднання, створене на основі поєднання виробничих, наукових і комерційних інтересів підприємств, що об'єдналися, з делегуванням ними окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників органам управління корпорації. Державні і комунальні господарські об'єднання утворюються переважно у формі корпорації або концерну незалежно від найменування об'єднання (комбінат, трест тощо) [7, ст.120]. Згідно з Господарським кодексом підприємство є самостійним суб'єктом господарювання, створеним компетентним органом державної влади або органом місцевого самоврядування, або іншими суб'єктами для задоволення суспільних та особистих потреб шляхом систематичного здійснення виробничої, науково-дослідної, торговельної, іншої господарської діяльності в порядку, передбаченому цим Кодексом та іншими законами [7, ст.62]. Отже, поняття «корпорація» відмінне за змістом від поняття «акціонерне товариство» (АТ) і тому не варто його з ним ототожнювати, як це роблять автори окремих наукових розвідок.

Купуючи акцію, фізична або юридична особа стає співвласником акціонерного товариства відповідно до суми її номіналу. За В. М. Суторміною, акцію трактують як: титул власності, її дублікат або як вираження об'єктивних фінансових відносин з приводу формування акціонерного капіталу, або як капітал, що дає дохід її власнику чи юридичний документ, стандартний договір про внесення певного паю в капітал акціонерного товариства, що дає право брати участь в управлінні (залежно від класу акції) і розподілі прибутку тощо [8, с.15–16].

Чинне українське законодавство визначає акцію як іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств, і законодавством про інститути спільного інвестування. Акція є неподільною, на основі акції формується акціонерний капітал, оскільки емітентом акцій може бути тільки акціонерне товариство [9, ст.6].

Акції існують виключно в бездокументарній формі. Акціонерне товариство розміщує акції двох типів: прості та привілейовані. У розвинених країнах первинне публічне розміщення акцій є одним з найбільш ефективних шляхів залучення коштів, яким фінансується близько 10–15% всіх інвестицій в основний капітал національної економіки [10].

Первинне публічне розміщення акцій (IPO) є об'єктом нашого наукового дослідження. Його зміст однаково трактують і зарубіжні, і вітчизняні законодавці. За офіційним визначенням Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE) IPO (Initial Public Offering) – це випуск нових акцій, що здійснюється

приватними підприємствами з метою залучення коштів у зовнішніх інвесторів [11].

Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» первинне публічне розміщення цінних паперів трактує як їх відчуження на підставі опублікування в засобах масової інформації або оголошення будь-яким іншим способом повідомлення про продаж цінних паперів, зверненого до заздалегідь невизначеної кількості осіб [9, ст.28].

Такої думки дотримуються американські вчені Дж. Ріттер та І. Велч, за якими первинне публічне розміщення цінних паперів – це спосіб залучення інвестиційного капіталу для підприємства та створення відкритого ринку, де власники та інші акціонери зможуть конвертувати частину своєї власності в готівку в майбутньому [12].

Отже, первинне публічне розміщення акцій – це перший продаж акцій акціонерних товариств (АТ) на біржовому ринку, коли їх купує широке коло інвесторів. Первинне публічне розміщення акцій має ряд переваг при залученні додаткових фінансових ресурсів з метою модернізації підприємства. Українські учені виокремлюють такі переваги залучення акціонерного капіталу перед позиковими джерелами [13]:

1. Залучення значних фінансових ресурсів на довготерміновій основі. Фондовий ринок має бути акумулятором капіталу, здатним задовольнити будь-які потреби підприємства в грошових коштах. До того ж він має значно ширший набір фінансових інструментів, які відповідають цілям і завданням емітента.

2. Об'єктивне оцінювання вартості підприємства. Оцінювання ринкової вартості і підвищення капіталізації є особливо актуальним для вітчизняного бізнесу, оскільки більшість національних підприємств мають занижену капіталізацію. Це зможе підвищити рейтинг українських підприємств, відкрити доступ до дешевших фінансових ресурсів, сприяти переходу на якісніший ступінь свого розвитку.



3. Забезпечення підвищеної ліквідності акцій підприємства. Активна торгівля власними акціями, особливо на зарубіжних майданчиках, дозволяє підприємству використовувати їх як запоруку для отримання боргового фінансування, купівлі інших гравців ринку за допомогою злиття і поглинань (оплата частини коштів акціями підприємства), заохочення середнього і вищого менеджменту (так звані опціонні програми) тощо [14].

4. Відсутність боргового тягаря. Великою перевагою IPO є неборговий характер фінансування, що дозволяє залучати значні кошти, не створюючи додаткового боргового навантаження на підприємство.

5. Підвищення кредитного рейтингу та престижу підприємства. Високий публічний статус дає підприємству безперечні переваги в налагодженні комерційних стосунків з потенційними контрагентами, оскільки підприємство, акції якого котируються на відкритому фондовому ринку, є надійним діловим партнером.

На основі проведеного нами дослідження зарубіжної економічної літератури можна зробити висновок, що в разі продажу своїх акцій на фондовій біржі підприємство матиме такі переваги:

1. Одержить кошти, необхідні для інвестицій, які в перспективі не потрібно повертати, як це має місце при залученні коштів шляхом отримання банківського кредиту, хоча покупці акцій мають право на отримання дивідендів на акції в майбутньому.

2. Вартість АТ зростає, оскільки акції, якими торгують на фондовій біржі, мають, зазвичай, вищу ціну порівняно з тими, що не торгуються публічно. Інвестори готові заплатити більшу ціну через ліквідність акцій, наявність більше інформації, зрілість підприємств, акції яких торгуються на біржі [15, с.207].

3. Покращить корпоративний імідж АТ, бо зростає кількість згадувань в пресі та посилюється обізнаність про підприємство і його продукти. Це, в свою

чергу, допоможе підприємству підтримувати попит та ліквідність своїх акцій [15, с.208].

4. Зростуть шанси АТ на отримання кредиту під нижчі проценти, оскільки стан фінансово-господарської діяльності підприємства стає публічно відомий [16].

5. Відбудуться посилення фінансової стійкості підприємства порівняно з іншими в цій же галузі, а також отримання вигідніших умов у постачальників, зниження адміністративного та регуляторного тиску, оскільки підприємство уже публічно представлено на біржі [15, с.208].

Крім того, Росс Геддес доповнює вищезазначені переваги ще такими [17]:

1. Кращі умови для збереження контролю за підприємством: для залучення визначеного обсягу засобів у США або в Європі може знадобитися випустити в 3–5 разів менше нових акцій, що означає набагато менше розмивання пакета первинних власників. У результаті підприємство має більше шансів віддати малий пакет своїх акцій і при цьому залучити значний обсяг фінансування. Більше того, продаж акцій на ринку цінних паперів Європи або США означала б їхню реалізацію не «в одні руки», а розпиленням акціонерам, кожний з яких не здатний і не прагне хоч певною мірою контролювати бізнес підприємства-емітента.

2. Посилення економічної безпеки власників підприємства, яке одержало західний публічний статус, за рахунок переведення в міжнародну площину адміністративних, політичних і економічних ризиків країни.

При проведенні первинного публічного розміщення акцій учені вказують на такі його недоліки [15, с.209–210]:

1. Залежно від величини частки акцій, які виставлені на продаж, існує ризик для власника втратити контроль над АТ, якщо вона перевищує 51%. Власник також може випустити додатковий клас звичайних акцій, але з обмеженим правом голосу, однак такі акції будуть продаватися дешевше, ніж звичайні.

2. Втрата гнучкості в прийнятті рішень підприємством внаслідок появи нових співвласників, з якими необхідно узгоджувати свої управлінські дії.

3. АТ зобов'язане розкрити значний обсяг інформації про свою фінансово-господарську діяльність, наприклад, заробітну плату, бонуси топ-менеджерам, операційні плани, маркетингову стратегію, перспективні інноваційні напрямки розвитку підприємства. Це, в свою чергу, може спричинити її використання в разі недобросовісної конкуренції.

4. Значні адміністративні витрати АТ, пов'язані зі здійсненням первинного публічного розміщення акцій на фондовій біржі (проведення аудиту, сертифікації, реєстрація на біржі, випуск акцій) [18].

5. Необхідно задовільняти очікування інвесторів, показуючи позитивну динаміку фінансово-економічних показників, які мають вплив на розвиток курсу акцій.

6. Акції підприємства, що здійснює первинне публічне розміщення акцій, можуть бути продані на початку торгів за ціною, нижчою від реальної вартості акцій, оскільки інвестор не впевнений у його успішному розвитку в майбутньому [18].

Серед вимог до підприємства – потенційного учасника ринку первинного публічного розміщення акцій можна виділити: наявність сформованої системи корпоративного управління, зрозумілої інвесторам структури активів і грошових потоків, а також прозорість для інвесторів, зокрема, ведення бухгалтерської звітності відповідно до міжнародних стандартів.

Процес підготовки до первинного публічного розміщення акцій, як відзначають зарубіжні вчені, передбачає проходження підприємством таких етапів:

#### Етап 1. Планування та підготовка

АТ повинне бути утворене у формі публічного акціонерного товариства з такими атрибутами як: статут, правління, наглядова рада, річні збори

акціонерів, право випускати будь-які акції – іменні та на пред'явника, прості та привілейовані [15, с.256–258].

Річна звітність підприємства в разі виходу на світові біржі має відповідати міжнародним стандартам (IFRS, US GAAP). Деякі біржі вимагають звітність в цих двох стандартах для порівняння міжнародних підприємств між собою.

Оцінка підприємства (equity story) включає: аналіз основних сфер діяльності підприємства, дослідження ринку, позиціонування продукту/сервісу на ринку порівняно з конкурентами, унікальність продукту/сервісу, формування стратегічних та перспективних напрямків розвитку підприємства, визначення шляхів отримання прибутку у довгостроковому періоді [15, с.259].

Концепція випуску акцій для виходу на фондову біржу з первинним публічним розміщенням акцій за європейськими стандартами включає [15, с.262]:

- вибір фондової біржі та стандарту;
- вид акцій;
- обсяг акцій, виставлених на продаж;
- метод розміщення акцій;
- вимоги до опублікування фінансової звітності;
- необхідні зміни в структурі підприємства;
- використання майбутніх надходжень від продажу акцій;
- календарний план проведення IPO.

## Етап 2. Структуризація

Інвестиційні банки є найважливішими консультантами при здійсненні первинного публічного розміщення акцій. Вони мають канали дистрибуції акцій, контакти, досвід залучення широкого кола інвесторів для купівлі акцій. Завдяки їхньому авторитету з'являється можливість знайти особливих інвесторів. Інвестиційні банки мають також цінний досвід з проведення

первинного публічного розміщення акцій, що сприятиме подальшій успішній діяльності АТ на фондовій біржі.

Розрізняють три види інвестиційних банків (координаторів) [15, с.264–265]:

- глобальні: беруть на себе повну відповідальність за успіх трансакції і розміщують приблизно 75% від загальної кількості акцій. До основних обов'язків глобальних інвестиційних банків входять: реєстрація на біржі, розроблення маркетингової програми та структури синдикату банків (глобальні, регіональні). Вони допомагають розміщувати акції, здійснювати дослідження, управляти синдикатом, визначати ціни на акції, проводити стабілізацію вторинного ринку після проведення первинного публічного розміщення акцій;

- співорганізатори (co-lead managers): розміщують решту 25% акцій та дають маркетингову підтримку процесу первинного публічного розміщення акцій;

- менеджери (co-managers): розміщують акції, які не вдалось розмістити глобальним координатором та співорганізатором, мають доступ до невеликих інвесторів.

Існує два види угод, які АТ може укласти з інвестиційним банком [15, с.271–272]:

- тверде зобов'язання, де інвестиційний банк зобов'язаний викупити усі акції, запропоновані до продажу, і продати їх на біржі (firm commitment);

- продаж максимально можливої кількості акцій без фінансових зобов'язань (best efforts).

Структура оплати за послуги синдикату банків АТ складається з таких елементів [15, с.271–272]:

- плата за розміщення акцій (загалом в Європі дорівнює 20%);

- плата за управління процесом (в Європі становить 20%, половину з яких отримують глобальні координатори);

– комісійна винагорода (в Європі дорівнює в середньому 60% і платиться як знижка на акції, які закупає синдикат банків).

Ще одним елементом інфраструктури проведення первинного публічного розміщення акцій є консультанти, основними завданнями яких є [15, с.273]:

– перевірка, чи підприємство готове здійснити первинне публічне розміщення акцій (відповідність бухгалтерської звітності вимогам фондової біржі);

– аналіз корпоративної стратегії, планування та управління процесами;

– поради щодо випуску акцій та оцінки підприємства;

– підготовка досьє на підприємство, яке включає: корпоративну стратегію, організаційну структуру та робочі процеси, аналіз ринку та конкурентів, фінансову ситуацію, яка передбачає детальний опис наявності капіталу відповідно до вимог біржі та його використання, прогнозування розвитку, звіт про доходи, грошовий потік та баланс.

Юрист-консультанти перевіряють всю документацію, пов'язану з проходженням первинного публічного розміщення акцій на відповідність міжнародним законам та регулятивним актам. При оцінці підприємства проводиться дослідження юридичного аспекту його функціонування. У разі виникнення ризиків їх оформляють документально для первинного публічного розміщення акцій [15, с.275].

Міжнародні аудитори та консультанти з податків допомагають оцінити відносні переваги та недоліки первинного публічного розміщення акцій, альтернативні джерела фінансування, вплив корпоративних та індивідуальних податків.

Експертиза підприємства (due-dilligence) є важливою умовою проведення первинного публічного розміщення акцій і документує всі можливі ризики. Вона включає в себе такі складові [15, с.277]:

– юридична (аналіз структури підприємства і всіх юридичних аспектів);

– фінансова (аналіз фінансової діяльності в минулому та прогноз);

- комерційна (оцінка бізнес-моделі, аналіз конкурентів).

Результати експертизи підприємства використовуються як базис для підготовки проспекту майбутньої емісії акцій, оцінки акціонерного товариства.

За зміст проспекту майбутньої емісії акцій несуть відповідальність як синдикат банків, так і саме підприємство. Мінімальна інформація, яку має включати цей проспект, є такою [15, с.282]:

- загальні положення (наприклад, про максимальну заборгованість);
- інформація про акції, які будуть випущені;
- загальна інформація про підприємство, підконтрольні підприємства;
- детальна інформація про наявний капітал підприємства, активи, результати операційної діяльності (річні фінансові звіти, включаючи звіт про рух грошових потоків);
- опис діяльності підприємства;
- інформація про правління та наглядову раду;
- точні фінансові результати та прогноз;
- інформація про аудиторів.

Етап 3. Співпраця з інвесторами, попередній маркетинг, виїзні презентації для інвесторів (роуд-шоу) [15, с.285–286]:

Коли малі та середні підприємства виходять на первинне публічне розміщення акцій, їм важливо зрозуміти, чого ринок очікує від них. Саме тому попереднє обговорення, ознайомлення з побажаннями інвесторів допоможе уникнути коливань курсу в майбутньому.

На етапі попереднього маркетингу підприємство робить перші кроки до зацікавлення інвесторів. Це проведення зустрічі з аналітиками синдикату банку, створення презентації, звіту про підприємство, підготовка менеджменту. Вся документація перевіряється глобальними координаторами.

Аналітики проводять оцінку підприємства і пробують визначити справу ціну/ціновий коридор для акцій підприємства. Найпопулярніші методи оцінки підприємства:

- оцінка подібного підприємства на ринку (аналіз різних параметрів, наприклад, прогнозований дохід до оподаткування);

- дисконтування грошового потоку (очікувані майбутні надлишки грошових коштів дисконтуються до дати проведення оцінки підприємства, враховуючи вартість капіталу).

Правління та синдикат банків розповідає про підприємство на виїзних презентаціях (road show) для інституційних інвесторів, представників інвестиційних та страхових фондів. Основна мета – це переконати інвесторів, що запропоновані до продажу акції є привабливою інвестицією. Такі презентації дають можливість дізнатися думку інвесторів, які будуть купувати більшу частину акцій [15, с.289].

#### Етап 4. Визначення ціни, розміщення акцій, стабілізація ринку

Інвестори очікують, що близько 25% акціонерного капіталу буде у вільному плаванні. Обсяг акцій, виставлених на біржі, залежить від бажання підприємства дозволити новим інвесторам впливати на його управління. Чим більше акцій торгується на біржі, тим більшою є їх ліквідність.

Учені розглядають два методи розміщення акцій [15, с.290]:

- з фіксуванням ціни (fixed price).

В основному це здійснюється для невеликих розміщень. Основний недолік: коли ринкова ситуація оцінена неправильно і виставлено зависоку ціну, це може вплинути на успіх первинного публічного розміщення акцій та наступних спроб залучити капітал на фондовому ринку.

- За допомогою формування книги заявок (book building).

Під час виїзних презентацій для інвесторів (роуд-шоу) підприємство презентує себе потенційним інвесторам, всі заявки постійно вносяться в електронну книгу заявок, ціна визначається на основі попиту та пропозиції. Основним недоліком є те, що дохід від первинного публічного розміщення акцій можна визначити, коли книга заявок є закритою. Цей метод найчастіше використовується для формування ціни на акції.



Акції розміщуються як серед інституційних, так і – роздрібних інвесторів. Великий попит з боку роздрібних інвесторів зменшує чутливість до ціни інституційних інвесторів і створює сприятливу цінову «напругу» [15, с.295].

Роздрібні інвестори загалом є менш чутливими до ціни і можуть додати стабільності. Вони роблять довготермінові інвестиції, на відміну від інституційних інвесторів, хоча деколи бажають отримати швидкий прибуток з IPO [15, с.296].

Глобальні координатори слідкують за тим, щоб акції підприємства впродовж перших 30 днів після виходу на біржу не були дуже волатильними/нестабільними, тобто відповідають за їх стабілізацію. На початку, при збиранні заявок на купівлю акцій можлива ситуація, коли число заявок на купівлю акцій перевищуватиме кількість випущених акцій. Такий надлишковий попит на початку торгів може спричинити уже менший попит пізніше. Основне правило, яким користуються – це спочатку розмістити більше акцій, ніж випущено, а тоді, коли ціна буде під тиском, скупити знову ці акції, показуючи, що попит на ринку існує [15, с.297].

Розрізняють такі методи [15, с.297–304]:

– Опціон «зеленого черевика» (greenshoe; over-allotment option).

Цей опціон надає право, але не обов'язок глобальному координатору купити додатково нові акції від підприємства за ціною випуску в будь-який час, але до закінчення 30 днів після їх випуску. Зазвичай, це може становити до 15% від випущеного обсягу акцій. Опціон «зеленого черевика» може бути використаний тільки при купівлі тих акцій, які були в надлишку випущені на початку і які не можна купити на ринку через високу ціну чи за відсутності продавця. Це збільшує можливості глобального координатора без ризику розміщувати акції.

– Непокритий короткий продаж (naked short).

Глобальний координатор розміщує акції підприємства, не володіючи ними. Цей метод сприяє продажу акцій серед великих інституційних

інвесторів і уникненню падіння ціни. Однак ці акції мають бути викуплені з обігу знову, оскільки будь-яких збитків, наприклад, зростання ціни на акцію, зазнає тоді уже глобальний координатор.

– Непокрита купівля (naked long).

Це просте правило купівлі акцій на ринку глобальним координатором, коли він бачить, що ціна знаходиться під постійним тиском.

Загалом непокритий короткий продаж (naked short) та непокрита купівля (naked long) дозволяють глобальним координаторам вилучати з ринку пакети акцій, які можуть в іншому випадку мати значний вплив на довіру інвесторів.

#### Етап 5. Функціонування як публічне підприємство

З виходом на фондову біржу в підприємства з'являється ще один продукт – її акції, які потрібно рекламувати і підтримувати. Завданням відділу співпраці з інвесторами є підтвердження довіри інвесторів до акцій та її збереження в довгостроковому періоді. Залежно від стандарту на біржі (Entry, Prime, General), вибраного підприємством, воно повинне виконати встановлені після випуску акцій зобов'язання.

На сайті підприємства, біржі опубліковується розклад таких основних подій: річна конференція за фінансовими показниками підприємства, зустрічі з аналітиками, інформація про щоквартальні звіти.

Підприємство зобов'язане згідно з законом публікувати без запізнень всю інформацію, яка може вплинути на ціну акцій. Наприклад, до такої інформації можна віднести: купівлю частки чи цілого підприємства, інші дії підприємства, які інвестори можуть розцінити, як позитивні новини. Повідомлення щодо зниження прибутку та ревізію прогнозу, зазвичай, зумовлюють падіння ціни на акції. Крім того, Прайм Стандарт (Prime Standard) вимагає, щоб всі повідомлення були відразу перекладені і опубліковані також англійською мовою, що забезпечує рівні умови для іноземних інвесторів.

Повідомлення публікуються такими агенціями новин, як Reuters, Bloomberg, також на сайті підприємства та електронних фінансових порталах (наприклад, «wallstreetonline», «onvista»).

Інсайдерська інформація – це внутрішні дані про підприємство, які можуть значною мірою вплинути на ціну акцій підприємства на фондовій біржі. Це може бути інформація про зміни в капіталі, активах підприємства, основній діяльності, фінансових результатах, дивідендній політиці, а також про злиття та поглинання. Коли акції починають продаватися на біржі, члени правління і наглядової ради можуть стати «потенційними» інсайдерами.

Якісне виконання роботи з підготовки та проведення первинного публічного розміщення акцій підприємством передбачає створення відділу відносин з інвесторами, який здійснює діяльність з підготовки [15, с.305]:

- річних зборів акціонерів;
- квартальних звітів;
- річного звіту;
- аналітичних доповідей;
- конференцій аналітиків (один на один);
- виїзних презентацій (road show) для інституційних інвесторів, представників інвестиційних та страхових фондів;
- листів до акціонерів;
- опублікування інших новин про підприємство;
- гарячої лінії для інвесторів;
- офіційного висвітлення роботи відділу відносин з інвесторами на корпоративному сайті підприємства;
- розкладу основних подій для акціонерів.

Крім того, експерти виокремлюють нормативи витрат часу для проходження акціонерним товариством кожного з етапів проведення процесу первинного публічного розміщення акцій, які періодично зазнають змін внаслідок законодавчих новацій в сторону їх зменшення (Додаток А).

Стосовно першого етапу проведення первинного публічного розміщення акцій (Додаток А) потрібно відзначити, що відбулося певне скорочення часу його здійснення, оскільки професійні учасники вітчизняного фондового ринку, окрім публічних акціонерних товариств, вже із січня 2013 р. складають фінансову звітність та консолідовану фінансову звітність, а також розкривають інформацію про свою діяльність за міжнародними стандартами [19, с.61].

Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення законодавства про цінні папери» від 04.07.2012 №5042-VI передбачає у ст. 28 проходження первинного публічного розміщення через такі етапи:

1) прийняття рішення про публічне розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення;

2) укладення у разі потреби попереднього договору з андеррайтером;

3) укладення попереднього договору з депозитарієм про обслуговування емісії цінних паперів або з реєстратором про ведення реєстру власників іменних цінних паперів (у разі відсутності такого договору), крім випадку здійснення емісії цінних паперів на пред'явника;

4) подання Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку заяви і всіх необхідних документів для реєстрації випуску цінних паперів та проспекту їх емісії;

5) реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску цінних паперів, проспекту їх емісії та видача тимчасового свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів;

6) присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номера;

7) укладення у разі потреби договору з андеррайтером;

8) укладення з депозитарієм договору про обслуговування емісії цінних паперів або з реєстратором про ведення реєстру власників іменних цінних паперів (у разі відсутності такого договору), крім випадку здійснення емісії цінних паперів на пред'явника;

- 9) розкриття інформації, що міститься у проспекті емісії цінних паперів;
- 10) укладення договорів з першими власниками;
- 11) затвердження результатів публічного розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення;
- 12) виготовлення сертифікатів цінних паперів у разі публічного розміщення цінних паперів у документарній формі;
- 13) внесення змін до статуту публічного акціонерного товариства, пов'язаних із збільшенням статутного капіталу товариства з урахуванням результатів публічного розміщення акцій;
- 14) реєстрація змін до статуту публічного акціонерного товариства в органах державної реєстрації;
- 15) подання Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати публічного розміщення цінних паперів;
- 16) реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати публічного розміщення цінних паперів;
- 17) отримання свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів;
- 18) розкриття інформації, що міститься у звіті про результати публічного розміщення цінних паперів.

Отже, первинне публічне розміщення в Україні є складною системою, пов'язаною з багатьма учасниками, містить інфраструктурні елементи, головними з яких є: НКЦПФР, емітент, андеррайтер (інвестиційний банк), інвестор, фондова біржа, розрахунково-кліринговий депозитарій, консультанти.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) – державний колегіальний орган, що здійснює державне регулювання ринком цінних паперів в Україні. НКЦПФР підпорядкована Президенту України та підзвітна Верховній Раді України [21]. Фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів) [9].

Фондова біржа є організаційно оформленим і регулярно функціонуючим ринком, на якому здійснюється торгівля цінними паперами. Згідно з чинним законодавством емітент цінних паперів – це юридична особа, яка від свого імені розміщує емісійні цінні папери (акції, облигації) і бере на себе зобов'язання щодо них перед їх власниками [9, ст. 2].

Андеррайтер – фізична або юридична особа, яка гарантує емітентові цінних паперів їх розміщення (продаж) на ринку на узгоджених умовах за відповідну винагороду [4, с.23]. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» у ст.17 конкретизує, що діяльність андеррайтера полягає у здійсненні андеррайтингу, тобто укладенні «торговцем цінними паперами договорів щодо відчуження цінних паперів та/або здійснення дій чи надання послуг, пов'язаних з таким відчуженням, у процесі емісії цих цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента на підставі відповідного договору з емітентом» [9, ст.17]. Така діяльність здійснюється переважно інвестиційними підприємствами, банками та великими брокерськими фірмами.

Центральний депозитарій України забезпечує формування та функціонування системи депозитарного обліку цінних паперів і веде депозитарний облік всіх емісійних цінних паперів, крім тих, облік яких веде Національний банк України відповідно до компетенції, визначеної Законом «Про депозитарну систему України» [22]. В Україні існує лише один Центральний депозитарій.

Депозитарний облік цінних паперів охоплює сукупність інформації, записів про емісійні цінні папери (вид із зазначенням типу, номінальна вартість і кількість, обмеження обігу тощо) на рахунках у цінних паперах власників таких рахунків, про емітентів, власників цінних паперів, що мають права за цінними паперами та права на цінні папери, обмежень прав на цінні папери, уповноважених ними осіб, управителів, заставодержателів, інших осіб, наділених відповідними правами щодо цінних паперів, яка містить дані, що дають змогу ідентифікувати емісійні цінні папери і зазначених осіб, реєстр

кодів цінних паперів (міжнародних ідентифікаційних номерів цінних паперів), а також іншу передбачену законодавством інформацію [22]. Клієнтами Центрального депозитарію є емітенти, Національний банк України, депозитарні установи, депозитарії-кореспонденти, клірингові установи та Розрахунковий центр.

Розрахунки за правочинами щодо цінних паперів, облік яких відповідно до компетенції, встановленої цим Законом, здійснюється Центральним депозитарієм або Національним банком України, укладеними на фондових біржах та поза фондовою біржею з дотриманням принципу «поставка цінних паперів проти оплати», здійснюються шляхом [22]:

- переказу коштів Розрахунковим центром у порядку, встановленому Національним банком України за погодженням з Комісією;
- переказу цінних паперів Центральним депозитарієм або Національним банком України на рахунки клієнтів у порядку, встановленому Комісією;
- переказу/списання/зарахування прав на цінні папери депозитарними установами на рахунки депонентів у порядку, встановленому Комісією.

На нашу думку, система первинного публічного розміщення акцій українських підприємств є сукупністю урегульованих фінансово-правовими нормами окремих підсистем фінансових відносин і економічних суб'єктів, за допомогою яких вони одержують довгострокові фінансові ресурси на внутрішніх і зовнішніх фондових ринках.

Система первинного публічного розміщення акцій складається з підсистем (складових частин системи, у якій можна виокремити інші складові) та елементів (найпростіших складових частин системи, яку розглядають як неподільну). Поняття неподільності є умовним та визначається залежно від конкретних завдань. Система первинного публічного розміщення акцій складається з таких елементів: підприємство-емітент, андеррайтер, фондова біржа, центральний депозитарій, інвестор і державний регулятор – НКЦПФР та саморегулятивні організації. Теоретичним підґрунтям функціонування цієї

системи є фінансові теорії, що аналізують і причини проведення первинного публічного розміщення акцій підприємствами, і розвиток цін на акції підприємств після його проведення (рис. 1.1).

У сукупності елементи є компонентами системи. Поділ системи на окремі елементи є неоднозначним та залежить від мети й конкретних завдань дослідження. Зв'язок всередині системи первинного публічного розміщення акцій можна охарактеризувати за напрямом, силою, характером (видом). За першою ознакою зв'язки поділяють на спрямовані й неспрямовані. За другою – на сильні та слабкі. Зв'язки можна класифікувати також за місцем розташування (внутрішні й зовнішні), спрямованістю процесів у системі IPO в цілому чи в окремих її підсистемах (прямі і зворотні) та за деякими більш конкретними ознаками. Зв'язки в конкретних системах можуть бути одночасно охарактеризовані за кількома з названих ознак.

Публічне акціонерне товариство і приватне (закрите) акціонерне товариство можуть здійснювати також залучення довгострокових фінансових ресурсів через проведення приватного розміщення акцій (PP). Приватне розміщення цінних паперів – спосіб емісії цінних паперів, що передбачає їх відчуження шляхом безпосередньої письмової пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100 (для акцій публічного акціонерного товариства – акціонерам такого товариства, а також заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100) [6, ст.5]. Етапи емісії цінних паперів шляхом їх приватного розміщення описані в Додатку Б.

Приватне розміщення є прямим продажем пакету акцій (як правило, не більше 50%) обмеженому колу фінансових інвесторів, – доповнюють фінансові експерти [23]. Шляхом приватного розміщення залучається менш значний обсяг фінансування порівняно з первинним публічним розміщенням акцій, однак при цьому і витрати на розміщення, і тривалість самого процесу, є



значно нижчими. Приватне розміщення також сприяє проведенню первинного публічного розміщення акцій в майбутньому.

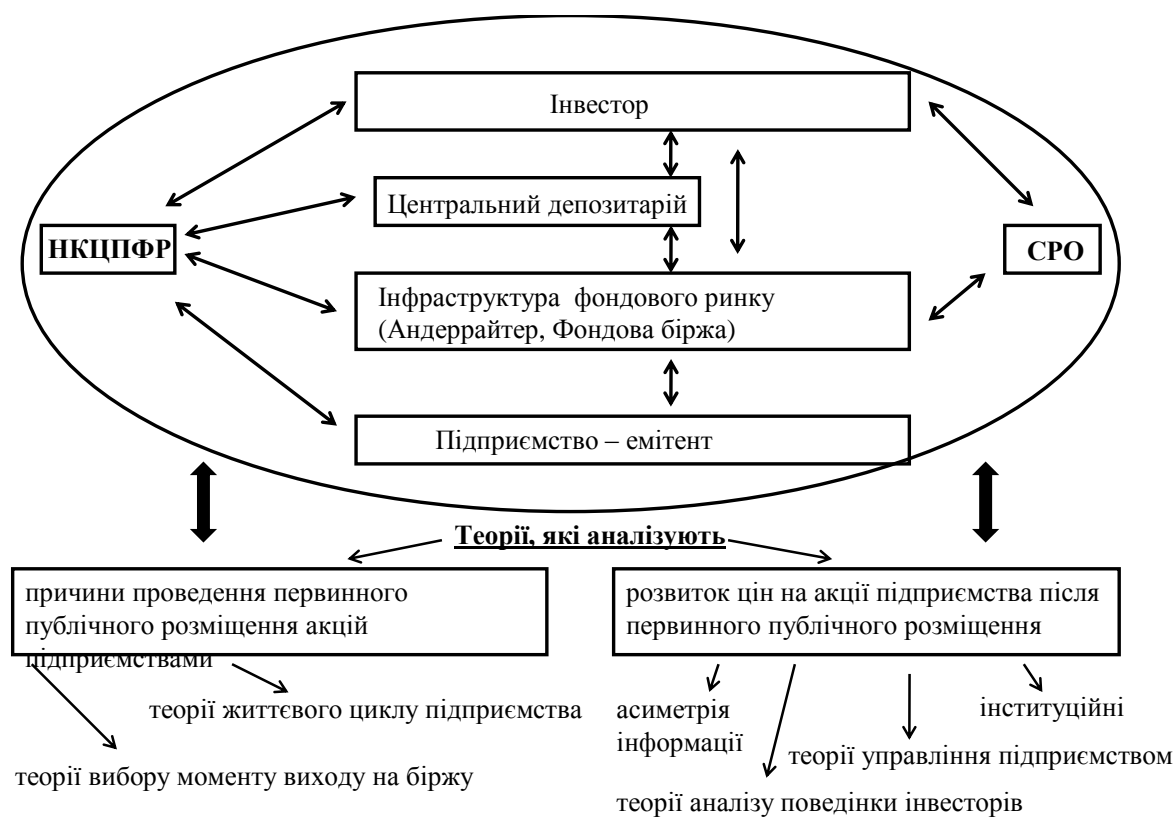


Рис. 1.1 Організаційна структура системи первинного публічного розміщення акцій українських підприємств.

Джерело: складено автором\*.

Отже, на базі акцій при проведенні їх первинного публічного та приватного розміщення формується акціонерний капітал підприємства, що вимагає додаткових витрат, які залежать від розміру його капіталізації та складності процесу (консолідація підприємства тощо). Акціонування є одним з економічно привабливих способів інвестування українських підприємств. Це дає змогу залучити довгострокові інвестиційні кошти, а розмір винагороди інвесторам за вкладання цих коштів регулюється в залежності від обставин та економічного стану підприємства-емітента. Тому важливим є дослідження

\* Теорії, представлені в системі, розкрито в підрозділах 1.2, 1.3.

теоретичних засад системи первинного публічного розміщення акцій підприємства.

## **1.2. Теоретичні підходи до організації первинного публічного розміщення акцій**

Теоретичним підґрунтям проведення первинного публічного розміщення акцій підприємствами на міжнародних фондових ринках є дві групи економічних теорій: вибору моменту виходу на біржу та життєвого циклу [12].

Згідно з теорією вибору моменту виходу на біржу підприємства проводять первинне публічне розміщення акцій у найбільш сприятливий момент.

Американські учені Д. Лукас і Р. МакДональд у 1990 р. розробили модель з асиметричною/неповною інформацією, щоб дізнатися, в який період часу підприємства, як правило, здійснюють первинне публічне розміщення акцій. Припустимо, що менеджери підприємства мають інформацію про вартість підприємства на сьогоднішній день, однак ця інформація буде невідомою на ринку до наступного періоду. Підприємство є «недооціненим», якщо розкриття цієї інформації призведе до збільшення ціни на акції та «переоціненим» у випадку, якщо це зумовить зниження ціни [24].

Однак менеджери підприємства повинні залучити капітал для фінансування майбутніх проектів. Коли проекти є довгостроковими і чекати на фінансування не так дорого, тоді вважається, що недооцінені підприємства не будуть розміщувати свої акції на біржі і чекатимуть більш сприятливих цін. З іншого боку, переоцінені підприємства будуть проводити первинне публічне розміщення акцій негайно, тому що їх очікування може призвести до втрати проекту, для якого потрібне фінансування, та до заниження вартості підприємства [12].

Існує також певна послідовність визначення ціни на акції перед оголошенням про первинне публічне розміщення акцій (ІРО) для цих двох

типів підприємств. Переоцінене підприємство буде мати середню продуктивність до первинного публічного розміщення акцій, тому що воно вийде на біржу безпосередньо після отримання проекту, для якого потрібне фінансування. З іншого боку, недооцінене підприємство буде чекати з первинним публічним розміщенням акцій, саме тому в ньому буде вища від середнього рівня продуктивність перед проведенням IPO. У підсумку маємо варіації обсягу емісії акцій в різний період часу та бажання підприємства проводити первинне публічне розміщення акцій, коли є позитивний розвиток на ринку акцій [24].

Х. Чоу, Р. Мауліс, В. Нанда у 1993 р. розробили динамічну модель випуску акцій, яка також враховує небезпеку укладання угоди не з найкращим інвестором (adverse selection effect). Однак відмінність цієї моделі від моделі Л. Деборах і Р. МакДональд полягає в тому, що тут взято до уваги те, що підприємство може фінансувати свої проекти також, взявши кредит. Іншою відмінністю є те, що Х. Чоу, Р. Мауліс, В. Нанда враховують також зв'язок між рівнем цін на фондовій біржі, бізнес-циклом і реакцією цін на акції у випадку повідомлення про емісію акцій [25].

За результатами цієї моделі, небезпека укласти угоду не з найкращим інвестором буде зменшуватися, коли економічні умови для нових інвестицій будуть перспективнішими. У ці періоди середній прибуток з випуску акцій буде більш позитивним. З іншого боку, невпевненість щодо вартості активів підприємства сприяє зростанню неправильного вибору інвестора [25].

Для підприємств, відповідно до цієї моделі, набагато вигідніше робити первинне публічне розміщення акцій на великих, ліквідних біржах, де велика кількість підприємств уже котирується. Спостерігається «ефект снігової кулі» («snowballing effect»), тобто фондові біржі стають ліберальнішими, зменшують бар'єри виходу і таким чином збільшується загальна чисельність інвесторів. Це, в свою чергу, сприяє тому, що більша кількість підприємств вирішує проводити первинне публічне розміщення акцій саме на цих біржах. Дії уряду,

які стимулюють розвиток фондового ринку, можуть відігравати важливу роль в ініціюванні «ефекту снігової кулі» [25].

Переваги фінансування через первинне публічне розміщення акцій зростають, якщо інвестори отримують цінну інформацію, не витрачаючи на це кошти. Це інформація, як правило, про проблеми поза підприємством (наприклад, чи подобається її продукція споживачам або які продукти розробляють конкуренти). З іншого боку, отримання інформації, наприклад, про можливий успіх внутрішньої реорганізації підприємства, буде дорожчим. Ось чому модель передбачає, що підприємства будуть проводити первинне публічне розміщення акцій, коли виводять на ринок нові продукти. Крім того, підприємства вирішують проводити приватне розміщення, коли планують зробити внутрішню реорганізацію, після чого вони також можуть здійснити первинне публічне розміщення акцій [25].

Якщо на біржу виходять підприємства, товари яких пов'язані з іншими галузями, ймовірність проведення первинного публічного розміщення акцій зростатиме, оскільки на ринку буде більше цінної інформації для інвесторів. Це також спостерігалось під час кластеризації у галузях підприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій [25].

Зарубіжні учені в своїх економічних теоріях аналізують збільшення вартості підприємств, які продають подібні товари і представляють одну галузь, як результат позитивних тенденцій на фондовому ринку. Проте у випадку, коли інвестори є надмірно оптимістичними, підприємства відповідають збільшенням емісій акцій, щоб скористатися цим «вікном можливостей» («window of opportunity»).

М. Бакер, Дж. Вурглер у 2000 р. проаналізували гіпотезу про «вікно можливостей». Вони використали щорічні дані про сукупний випуск акцій підприємствами, враховуючи їх заборгованість, впродовж 1928–1997 рр. і з'ясували, що в разі, коли, наприклад, в цей період випускається багато акцій то в наступному періоді прибутки на фондовому ринку будуть меншими [26].

Дж. Ріттер у 1984 р. дослідив у своїй роботі шестирічний період (1977–1982 рр.), щоб знайти пояснення гіпотезі про «вікно можливостей». Цей період включав «гарячий» ринок 1980-х рр., коли середній прибуток з акції був 48,4% порівняно з 16,3% впродовж решти частини періоду 1977–1982 рр. [12].

Дж. Ріттер також виявив, що впродовж цього періоду була великою різниця на початку торгів в обсягах середнього прибутку з випущених акцій між підприємствами з природними і неприродними ресурсами. Автокореляція середніх місячних прибутків з випущених акцій на початку торгів для підприємств з неприродними ресурсами була низькою, тобто не спостерігався «гарячий» ринок. Була також позитивна залежність між ризиком і середнім прибутком з випущених акцій на початку торгів, і вона була незмінною/постійною. Первинне публічне розміщення акцій з високим ризиком показало не тільки високі прибутки з випущених акцій на початку торгів, але також і великі коливання/мінливість [12].

Випуски акцій підприємств з природними ресурсами мали також позитивну залежність між ризиком та середнім прибутком з випущених акцій на початку торгів, але вона була дуже змінна/непостійна. Поясненням існування «гарячого» ринку серед випусків акцій підприємств з природними ресурсами є те, що інвестиційні банки, які допомагали в розміщенні акцій, скористалися з нафтового і газового буму, який відбувся в 1980 р. Тобто, вони використали це «вікно можливостей» – сприятливу ситуацію для видобувних галузей на фінансових ринках. Такі моменти тривають не дуже довго, тому підприємства прагнуть оперативно реагувати [27].

М. Пагано, Ф. Панетта, Л. Зінгалес у 1998 р. перевірили гіпотезу про «вікно можливостей» на італійському фондовому ринку за період одинадцяти років, впродовж яких близько 139 підприємств зробили первинне публічне розміщення акцій на Міланській фондовій біржі. За їх результатами підприємства, швидше за все, виходять на первинне публічне розміщення акцій, коли середнє співвідношення ринкової ціни акції до її бухгалтерської

оцінки (market-to-book ratio) підприємства з їхньої галузі є досить високим. Учені виявили, що високе співвідношення ринкової ціни акції до її бухгалтерської оцінки не обов'язково спричинене потребою в коштах для своїх інвестиційних проектів. Вони пояснили, що підприємства вибирають час для проведення первинного публічного розміщення акцій, щоб скористатися із завищеної оцінки вартості підприємств в конкретній галузі, а не для того, щоб залучити гроші для нових інвестиційних проектів і зростання підприємства [18].

Теорії життєвого циклу – це теорії, згідно з якими підприємства вирішують провести первинне публічне розміщення своїх акцій на фондовій біржі, коли вони вже знаходяться на певному рівні свого розвитку.

Залучення капіталу для фінансування подальшого розвитку та зростання підприємства є однією з головних причин проведення первинного публічного розміщення на фондовій біржі.

Згідно з теорією ієрархії (pecking order) за умови, що менеджери підприємства мають більше інформації щодо реальної вартості підприємства, ніж потенційні інвестори, підприємства використовують різні джерела фінансування, в останню чергу застосовуючи публічне розміщення акцій на фондовій біржі [29]. Тобто власники підприємств для нових інвестиційних проектів в першу чергу використовують власні кошти та інші внутрішні ресурси.

Після вичерпання внутрішніх ресурсів можливим є наступний етап – залучення заощаджень друзів і родичів. Тільки після цього підприємство звертається до формальних джерел фінансування: банки, венчурні фонди. Зовнішнє фінансування завжди є дорожчим, ніж внутрішні ресурси, бо виникають додаткові ризики і агентські витрати. Проте, якщо підприємство зростає, воно має високе боргове навантаження, низьку ліквідність акцій та відсутність диверсифікації портфеля. Все це може спонукати до нового виду

залучення фінансування – первинного публічного розміщення акцій на фондовій біржі, незважаючи на майбутні значні організаційні витрати [29].

Як зазначали М. Пагано, А. Роел (1998), з точки зору основного контролюючого акціонера підприємства оптимальна структура власності зазвичай включає певну міру дисперсії, щоб уникнути надмірного контролю з боку інших акціонерів. Оптимальна дисперсія власності підприємства може бути досягнута шляхом первинного публічного розміщення акцій на фондовій біржі, однак цей вибір також тягне за собою деякі витрати (вартість лістингу та втрати контролю над реєстром акціонерів). Якщо власник контрольного пакета акцій продає акції шляхом приватного розміщення замість публічного, він уникає витрат на лістинг, але повинен спокійно сприймати інших нових великих зовнішніх акціонерів, які можуть моніторувати його занадто часто. Стимул проводити первинне публічне розміщення акцій є сильнішим, коли потрібно залучити великий обсяг зовнішнього фінансування [30].

Л. Зінгалес у 1995 р. розробив модель, яка рекомендує власникам підприємств найкращий спосіб продажу, а також проведення первинного публічного розміщення акцій [31].

Проводячи первинне публічне розміщення акцій, початковий власник підприємства таким чином може змінити пропорцію прав на контроль за підприємством та його грошовими потоками/прибутками. Ці два компоненти є різними. Всі акціонери можуть отримати прибутки (cash flow rights) відповідно до кількості куплених підприємством акцій. Однак вигодами прав на контроль (control rights) можуть користуватися тільки ті акціонери, які володіють контрольним пакетом акцій [31].

Саме тому ринок поводить по-різному для цих двох компонентів. Ринок прав на прибутки є дуже конкурентним завдяки великій чисельності малих інвесторів. Отже, підприємство може отримати повну вартість за рахунок продажу різним невеликим інвесторам. З іншого боку, ринок продажу контрольних пакетів акцій обмежено невеликою кількістю великих інвесторів,

тому він є не дуже конкурентним. У результаті цього підприємство не буде в змозі виручити за них повну вартість [31].

Отже, ці два компоненти вартості підприємства повинні бути продані двома різними способами: права на прибуток з куплених акцій – через аукціон різним дрібним інвесторам, а права контролю (контрольні пакети акцій) – шляхом прямих переговорів [31].

Якщо підприємство продає права на прибуток багатьом різним інвесторам, воно може отримати перевищення курсової вартості акцій, оскільки є багато бажаючих їх купити і підприємству не потрібно вести переговори з кожним покупцем. Однак за допомогою переговорів з потенційним покупцем, підприємство може максимізувати свою вигоду від реалізації прав контролю [31].

Існують два обмеження цієї стратегії. По-перше, цінність прав на прибуток залежить від того, хто має контрольний пакет акцій. Якщо підприємство вирішить зберегти за собою небагато прав на прибуток, то воно може втратити мотивацію продавати контроль кращому покупцю пізніше. По-друге, закон може робити певні обмеження на комбінацію прав на прибуток та контроль [31].

Ці результати існують, коли потенційний покупець бажає збільшити майбутню вартість прав на прибуток. В іншому випадку, стратегією підприємства має бути не здійснення первинного публічного розміщення акцій, а приватне проведення переговорів з потенційним покупцем про продаж підприємства [31].

Підсумовуючи, варто зазначити, що початковий власник підприємства використовує первинне публічне розміщення акцій для продажу частини свого підприємства за вищою ціною, ніж це було б у випадку її прямого продажу. Крім того, М. Пагано, Ф. Панетта, Л. Зінгалес у 1998 р. емпірично довели, що через три роки після первинного публічного розміщення акцій обороти підприємства у два рази перевищують обороти аналогічного підприємства, яке



є у приватній власності. Цей ефект проявляється набагато сильніше в дочірніх підприємствах, материнське підприємство яких провело первинне публічне розміщення акцій, тобто вихід на біржу можна розглядати як оптимальний метод продажу підприємства [28].

Т. Хемманур, П. Фулгієрі у 1999 р. розробили модель, щоб дослідити, на якому етапі життєвого циклу для підприємства краще виходити на біржу. Згідно з моделлю у підприємства є дві можливості: розмістити свої акції в приватному порядку за допомогою венчурного фонду, який не прагне ризикувати або продавати їх численним дрібним інвесторам через первинне публічне розміщення акцій [32].

На фондовому ринку кожен інвестор купує тільки невелику кількість акцій різних підприємств за звичайною ціною акції, яка є публічною, і саме тому повністю диверсифікованою. З іншого боку, в процесі приватного розміщення невелике число великих інвесторів забезпечує значну частину капіталу, якого потребує підприємство [32].

Модель була побудована з припущенням, що угоди між підприємством та інвесторами будуть укладатися за наявності асиметричної/неповної інформації. Однак за певну суму коштів інвестори можуть отримати додаткову інформацію про реальну вартість підприємства [32].

Коли акції продаються одному великому інвестору шляхом приватного розміщення, витрати на отримання інформації про підприємство зводяться до мінімуму, тому що цей інвестор купує капітал підприємства після проведення його оцінки тільки один раз. Однак у інвестора є й недолік, оскільки він вкладає великі кошти в одне підприємство і не диверсифікує ризику. Ось чому він буде очікувати набагато більшої прибутковості куплених акцій в рівновазі (equilibrium), враховуючи рівень невизначеності щодо майбутніх прибутків [32].

З іншого боку, на фондовому ринку є велика кількість інвесторів. Кожен з них має невеликі частки підприємств і ризик є повністю диверсифікованим.

Однак тут теж присутній недолік – дублювання витрат на купівлю інформації про підприємство. Це залежить також від суми цих витрат [32].

Ось чому, в рівновазі (equilibrium) первинне публічне розміщення акцій проводять в основному ті підприємства, про яких уже є достатньо інформації на ринку і витрати на оцінку реальної вартості підприємства будуть низькими. «Молоді» ж підприємства вибирають приватне розміщення в рівновазі через великі кошти на отримання інформації [32].

Модель також показує, що у випадку, коли інші показники залишаються незмінними, підприємства з великими потребами в капіталі, які належать до галузей з високою технологічною невизначеністю, віддадуть перевагу первинному публічному розміщенню акцій на більш ранній стадії свого розвитку [32].

В. Максимович, П. Піхлер у 2001 р. розробили модель для аналізу вибору типу фінансування підприємством у галузі, де існують технологічні зміни. Інвестиції в цій галузі проходять в два етапи: на початковому – підприємство купує технологію і перевіряє, чи вона працює; на другому – підприємство повинне фінансувати виробництво. У моделі враховано, що існуючі підприємства потребують капіталу тільки на другому етапі. Існує велика кількість потенційних учасників, які можуть інвестувати на першому етапі в ту ж технологію, яку мають вже існуючі підприємства, або в кращу [33].

Підприємства зіштовхуються з двома ризиками. Перший з них – копіювання технології новими підприємствами, які виходять на ринок, що зменшує прибутки існуючих підприємств (ризик входу нових підприємств), другий ризик полягає в тому, що технологія підприємств може бути витіснена більш передовою технологією суперника (технологічний ризик) [33].

Ці ризики залежать від суми інвестицій, які повинні бути вкладені на першому і другому етапах. Витрати на інвестиції на першому етапі є початковими витратами входу на ринок для нових підприємств в галузі. Якщо

вони є високими порівняно з витратами на пізніші інвестиції, то підприємства зіштовхуються з низьким технологічним ризиком [33].

Згідно з цією моделлю підприємства використовують на початку приватне фінансування в ризикованих галузях, де є високі початкові витрати для входу на ринок та з низьким технологічним ризиком (ймовірність технології підприємства бути витісненою більш передовою технологією суперника). Підприємства проводять первинне публічне розміщення акцій на початку своєї діяльності в перспективних галузях з низькими витратами входу на ринок та низьким технологічним ризиком [33].

Було також доведено, що в галузях, де ризик входу нових підприємств є значним, перше первинне публічне розміщення акцій в галузі спонукає інших робити це майже одночасно. З іншого боку, якщо технологічний ризик є значним, буде проведено небагато первинних публічних розміщень акцій на ранній стадії існування підприємства [33].

Так само коливання прибутковості, з яким зіштовхується перший покупець акцій, є вищим, коли підприємство фінансується за допомогою приватного, а не публічного розміщення своїх акцій. Основною причиною цього є те, що коли підприємство проводить первинне публічне розміщення акцій, воно створює вторинний ринок власних акцій, який відображає всю нову інформацію і має вплив на прийняття рішення потенційних конкурентів вийти на ринок [33].

Отже, позитивна (негативна) інформація про перспективи розвитку підприємства, згідно з якою здійснене первинне публічне розміщення акцій, призводить до додаткового зменшення виходу на ринок конкурентів, які мають ту ж технологію і, таким чином, зменшує позитивний (негативний) вплив цієї інформації про підприємство. Така інформація в основному може бути отримана, коли підприємство виходить на біржу. Ризик неправильного вибору, з яким зіштовхуються інвестори, також зменшується, що призводить до меншого заниження вартості (underpricing) акцій підприємства під час

первинного публічного розміщення акцій, ніж при приватному розміщенні [33].

М. Пагано, Ф. Панетта, Л. Зінгалес у 1998 р. емпірично проаналізували основні вирішальні чинники первинного публічного розміщення акцій (IPO) на італійському ринку, а також вплив цього рішення на інвестиційну та фінансову політику підприємства. Вони порівняли характеристики підприємства до та після первинного публічного розміщення акцій з аналогічними за величиною підприємствами, які не проводили його та залишилися у приватній власності [28].

М. Пагано, Ф. Панетта, Л. Зінгалес виявили, що [28]:

- після первинного публічного розміщення акцій настає аномальне зменшення рентабельності;
- новий залучений капітал використовується не для фінансування подальших нових інвестицій, а для зменшення наявної заборгованості підприємства;
- вихід на біржу знижує вартість банківського кредиту.

Дж. Брау, Б. Френсіс, і Н. Когерс у 2003 р. дослідили питання вибору стратегії підприємства: провести первинне публічне розміщення чи бути купленим іншим підприємством, яке уже має лістинг на фондовій біржі. Використовуючи вибірку, яка складалася з 9500 приватних підприємств у США, учені виявили основні чинники, що мали вплив на це рішення [34].

Результати дослідження підтвердили, що на рішення щодо проведення первинного публічного розміщення акцій впливають чотири чинники [34]:

- галузь, до якої підприємство належить;
- ситуація на ринку на той момент часу;
- витрати, пов'язані з трансакцією;
- потреба у фінансових ресурсах (меншою мірою).

Наявність багатьох конкурентів всередині галузі, приватні IT-підприємства, «гаряча» ситуація на ринку первинного публічного розміщення

акцій порівняно з ринком злиттів та поглинань, поточна вартість залучення капіталу через банки, відсоток інсайдерської інформації, яка є всередині підприємства, та розмір підприємства – усе це позитивно впливає на ймовірність, що підприємство буде проводити первинне публічне розміщення акцій, – вважають учені [34].

На противагу цьому, підприємства фінансової сфери, підприємства галузей з високою заборгованістю та галузей, де для укладання контрактів потрібна висока ліквідність підприємств, засвідчили більшу ймовірність бути поглинутими іншими підприємствами [34].

Отже, два типи теорій – життєвого циклу та вибору моменту виходу на біржу – найбільш ґрунтовно пояснюють причини того, що підприємства проводять первинне публічне розміщення акцій. Згідно з теорією життєвого циклу підприємства вирішують провести первинне публічне розміщення своїх акцій на фондовій біржі, коли вони вже перебувають на певному рівні свого розвитку. Відповідно до теорії вибору моменту виходу на біржу, підприємства проводять первинне публічне розміщення акцій в найбільш сприятливий момент часу, а саме, коли інвестори є надмірно оптимістичними та переоцінюють вартість підприємства. Тоді підприємства відповідають на це збільшенням кількості емісій своїх акцій на біржі, щоб використати це тимчасове «вікно можливостей». Зміст гіпотези «вікна можливостей» полягає в тому, що насправді підприємства не варті таких оптимістичних оцінок та вкладень грошей інвесторів, бо після проведення первинного публічного розміщення акцій їх розвиток уповільнюється і не виправдовуються очікування інвесторів.

Короткий виклад теорій, які намагаються пояснити причини проведення первинного публічного розміщення акцій підприємствами, наведено в Додатку В. Оцінювання цих двох типів теорій на прикладі українських підприємств, які здійснили первинне публічне розміщення своїх акцій на міжнародних фондових біржах, буде проводитись в підрозділі 2.2.

### 1.3. Ціноутворення на акції підприємств при їх первинному публічному розміщенні

Важливою сферою зарубіжних наукових напрацювань з первинного публічного розміщення є розкриття особливостей ціноутворення на акції, а саме – дослідження заниження вартості (*underpricing*) акцій підприємств, оскільки це визначає обсяг їх акціонерного капіталу. Адже, коли підприємства продають свої акції недооціненими, ціна закриття в перший день торгів, як правило, є набагато вищою порівняно з початковою ціною розміщення, і тоді вони втрачають свої можливі прибутки.

Зарубіжні учені Дж. Ріттер, Я. Уелч у 2002 р. проаналізували понад 6249 угод первинного публічного розміщення акцій з 1980 по 2001 рр. (Додаток Г) і з'ясували, що в середньому в перший день прибуток з акції становить 18,8%. Така ситуація простежується не лише в США, а й загалом у всіх країнах – акції підприємств, які здійснили первинне публічне розміщення акцій, були заниженими [12].

На рис. 1.2 зображено середньозважені початкові прибутки з випущених акцій за допомогою первинного публічного розміщення акцій (IPO) у європейських країнах з 1990 по 2003 рр., розраховані як ціна на вторинному ринку мінус початкова ціна IPO. Ціна на вторинному ринку оцінюється в перший день торгів у всіх країнах, окрім Франції і Греції, де оцінка відбувається на п'ятий день торгів у зв'язку з лімітами волатильності. Інформацію про IPO було отримано з різних джерел, включаючи біржі, Thomson Financial SDC нової глобальної бази даних, Equityware Dealogic, а також пошук новин [2, с.383].

Деякі підприємства робили IPO за межами своєї країни. Діаграма показує дані за країною лістингу. Ціни на вторинному ринку взято з Datastream, відсутні дані заповнено за допомогою інформації з новин. Між 1990 та 2003 рр. загалом було проведено 4079 IPO в 19 країнах: Австрія (83), Бельгія (102), Данія (69), Фінляндія (70), Франція (679), Німеччина (583), Греція (301),

Угорщина (54), Ірландія (22), Італія (158), Люксембург (5), Нідерланди (77), Норвегія (167), Польща (214), Португалія (33), Іспанія (47), Швеція (180), Швейцарія (68) і Великобританія (1167) [2, с.383].

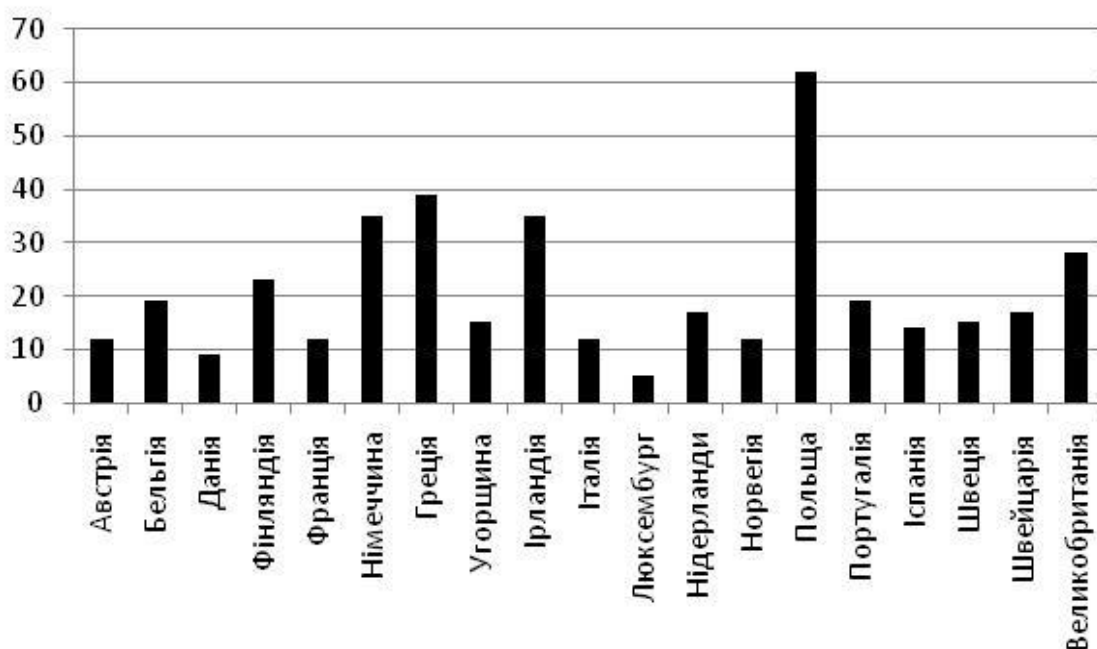


Рис. 1.2. Середньозважені початкові прибутки з випущених акцій за допомогою первинного публічного розміщення акцій (IPO) в 19 європейських країнах, з 1990 по 2003 рр.

Джерело: [2, с.383].

На рис. 1.3 зображено середньозважені початкові прибутки з випущених акцій через первинне публічне розміщення акцій (IPO) в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні та Латинській Америці з 1990 по 2001 рр., розраховані як ціна на вторинному ринку мінус початкова ціна IPO. Ціна на вторинному ринку оцінюється в перший день торгів у всіх країнах. Інформацію про IPO було отримано з різних джерел, включаючи біржі, Thomson Financial SDC нової глобальної бази даних, Equityware Dealogic, а також пошук новин. Деякі підприємства робили IPO за межами своєї батьківщини. Діаграма показує дані за країною лістингу. Ціни на вторинному

ринку ринку взяті з Datastream, відсутні дані заповнені за допомогою інформації з новин. Між 1990 та 2001, загалом було проведено 2716 IPO в 16 країнах: Австралія (633), Гонконг (523), Індонезія (213), Малайзія (506), Нова Зеландія (51), Філіппіни (91), Сінгапур (313), Таїланд (251), Аргентині (25), Барбадос (1), Бразилія (13), Чилі (7), Колумбія (3), Мексика (79), Уругвай (1) і Венесуелі (6) [2, с.384].

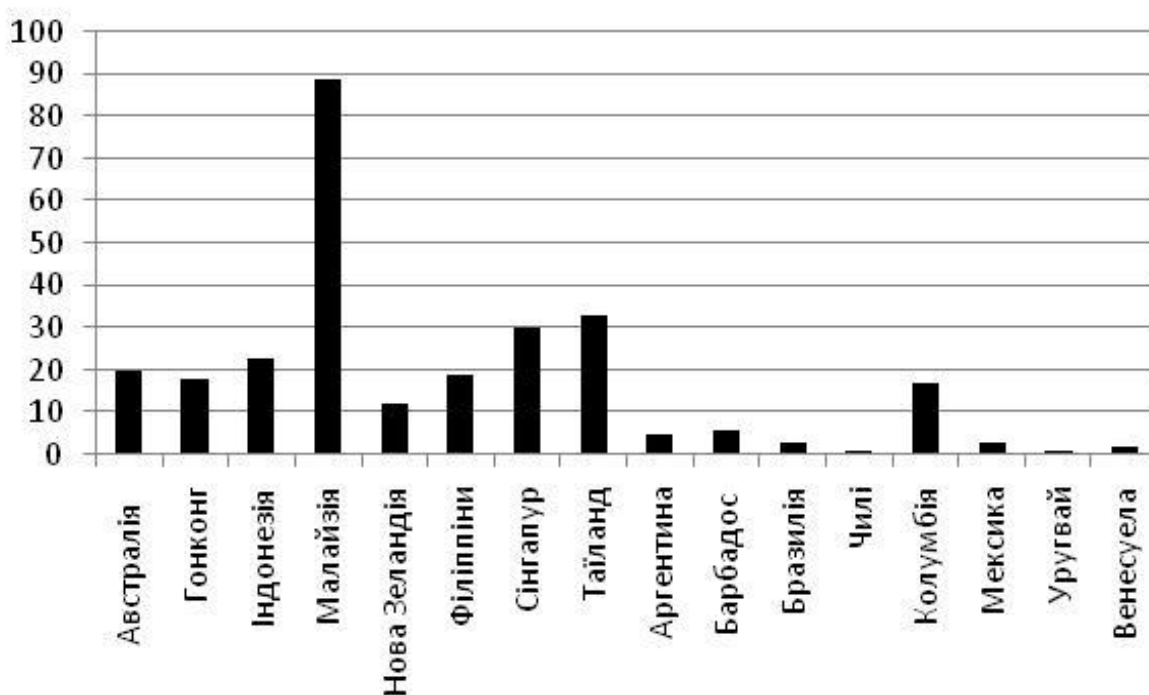


Рис. 1.3. Середньозважені початкові прибутки з випущених акцій через первинне публічне розміщення акцій (IPO) в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні та Латинській Америці, з 1990 по 2001 рр.

Джерело: [2, с.384].

На рис. 1.2 та 1.3 відображено середньозважені початкові прибутки з випущених акцій через первинне публічне розміщення акцій для 19-ти європейських країн за період 1990–2003 рр. та для восьми країн Азійсько-Тихоокеанського регіону і восьми латиноамериканських за період 1990–2001 рр. Вони засвідчують, що рівень заниження ціни акцій підприємств є різним в залежності від країни. Наприклад, у Франції він є нижчим, ніж в



Німеччині та вищим у країнах Азії, ніж в Латинській Америці. Цілком ймовірно, що ця різниця між країнами частково пов'язана з відмінностями в організаційній структурі, де проводиться первинне публічне розміщення акцій [35, с.383].

Згідно з деякими теоріями можна пояснити, чому відбувається заниження ціни (*underpricing*) акцій підприємств. Як відзначалося в підрозділі 1.1, ключовими учасниками угоди по первинному публічному розміщенню акцій є підприємство, яке випускає акції, інвестиційний банк-консультант та інвестори, що купують акції. Найбільш поширеними є теорії, які припускають, що один з учасників угоди знає більше, ніж інші (*asymmetric models*).

Коли *підприємство-емітент є більше поінформованим*, ніж інвестори, тоді раціональні інвестори зіштовхуються з проблемою: тільки емітенти з гіршою за середню якістю хочуть продати свої акції за середньою ціною. Високоякісні емітенти хочуть диференціювати себе від емітентів з гіршою якістю і будуть намагатися сигналізувати про свою якість. Ось чому емітенти з кращою якістю навмисно продають свої акції за нижчою ціною, ніж ринкова, що заважає емітентам з нижчою якістю здійснювати емісію. Таким чином емітенти показують, що вони мають високу якість і втрачають свої гроші під час первинного публічного розміщення акцій [12].

Учений Д. Барон у 1982 р. запропонував модель, в якій *інвестиційний банк-консультант є краще проінформованим* про ситуацію на ринку капіталу, ніж емітент. Емітент не може слідкувати за зусиллями, які зроблені інвестиційним банком для продажу його акцій. Логічніше буде делегувати більш поінформованому інвестиційному банку право визначати ціну на акції та робити невелике заниження вартості (*underpricing*) акцій підприємств, щоб спонукати банк продавати краще [36].

Існують також теорії, в яких припускають, що *інвестори є більш поінформованими, ніж емітент*. Інвестори можуть мати повнішу інформацію про поточний попит на ринку. Тоді емітент має проблему з розміщенням своїх

акцій: він не знає, який попит буде на них. У деяких теоріях намагаються змодельювати конкретну криву попиту [12].

Коли всі інвестори є однаково поінформованими, вони будуть купувати акції тільки тоді, коли їх ціна буде нижча за звичайну ринкову оцінку. Ось чому в успішних первинних публічних розміщеннях акцій спостерігається заниження вартості (*underpricing*) акцій підприємств. Причина, чому деякі підприємства продають свої акції за завищеною ціною, полягає в тому, що всі інвестори вважають, що акції будуть із завищеною ціною. Припущення, що інвестори інформовані по-різному, є реалістичнішим [12].

К. Рок у 1986 р. розробив модель, у якій розглядається група інвесторів, що є краще поінформованими, ніж підприємство-емітент, а також усі інші інвестори. Якщо нові акції розміщуються за очікуваною ціною, такі більш поінформовані інвестори витісняють всіх інших, коли пропонуються акції успішних підприємств. У випадку, коли пропонуються акції «поганих» підприємств, більш поінформовані інвестори відступають з ринку і всі ці акції дістаються непоінформованим інвесторам, які отримають нижчий за середній прибуток або збиток з них. Підприємство-емітент повинно пропонувати свої акції за заниженою вартістю (*underpriced*), щоб гарантувати, що непоінформовані інвестори їх придбають і отримають прибуток [37].

Я. Уелч у 1992 р. досліджував інформаційні «каскади». У випадку проведення первинного публічного розміщення акції продаються послідовно і наступні потенційні інвестори приймають рішення про купівлю акцій на основі поведінки попередніх інвесторів. Це може швидко призвести до інформаційної «каскади», в якій потенційні інвестори ігнорують особисту інформацію та просто імітують попередніх інвесторів [38].

Якщо перший продаж був успішним, то наступні будуть теж успішні. І, навпаки, поганий початковий продаж відлякує потенційних інвесторів від купівлі, незважаючи на те, що в них є позитивна інформація про підприємство. Як наслідок, попит на акції може бути на низькому або високому рівні

впродовж довгого часу. Попит може бути настільки еластичним, що навіть нейтральне до ризику підприємство-емітент буде продавати свої акції за заниженою вартістю, щоб повністю уникнути невдачі. Позитивний перший продаж принесе позитивні наступні. Це може служити поясненням, чому на початку торгів спостерігається продаж акцій підприємства за заниженою ціною [38].

Я. Уелч показує, що для підприємства-емітента краще, щоб існували інформаційні «каскади», ніж вільна комунікація між інвесторами. Запобігаючи вільному спілкуванню, підприємство-емітент знижує ймовірність того, що негативна інформація одного інвестора стає широко відомою, і це зменшує ймовірність того, що первинне публічне розміщення акцій не вдасться [38].

Ще одна можливість для інвестиційного банку, який проводить розміщення акцій, отримати більше інформації від поінформованих інвесторів – це процес формування замовлень (bookbuilding). Після визначення початкового діапазону ціни на акції інвестиційний банк та підприємство-емітент проводять «роуд-шоу», щоб розрекламувати підприємство серед майбутніх перспективних інвесторів. За допомогою цього можна визначити попит з боку потенційних інвесторів. Якщо попит буде високим, інвестиційний банк встановить вищі ціни на акції. Однак інвестори не хочуть показувати свою високу зацікавленість і цим спровокувати суттєве підвищення цін на акції. Щоб спонукати інвесторів говорити правду щодо своєї зацікавленості в купівлі акцій підприємства, інвестиційний банк повинен запропонувати їм продаж акцій за заниженою ціною (underpricing) [39–41].

К. Хенлі у 1993 р. документально підтвердив, що випуски акцій, фінальна ціна яких перевищувала ліміти початкової ціни, встановленої в проспекті, мають зазвичай більш занижену вартість (underpricing) порівняно з іншими первинними публічними розміщеннями акцій, і мають більшу ймовірність того, що буде збільшена кількість випущених акцій. Ці результати підтверджують зазначене вище ученими Л. Бенвеністе і П. Спіндт у 1989 р.

[39] Незважаючи на те, що акції продаються за заниженою ціною, підприємство-емітент отримує вигоду з цих домовленостей з інвестором. Процес прийому заявок (bookbuilding) дозволяє підприємству-емітенту отримати позитивну інформацію від інвесторів і, відповідно, підвищити ціну на акції. Чим інформація є позитивнішою (відповідно є більше стимулів її не відкривати), тим більше грошей потрібно віддати у формі заниження ціни на акції (underpricing). Отже, перегляд ціни впродовж процесу прийому заявок (bookbuilding) та величина заниження ціни в перший день торгів має позитивну кореляцію [42].

Поряд з теоріями асиметричної інформації, у яких припускається, що один з учасників угоди знає більше, ніж інші, існують інституційні теорії, автори яких зосереджуються на трьох важливих характеристиках ринку: судових спорах, податках та діяльності інвестиційних банків, спрямованої на стабілізацію ціни [35, с.379].

Для підприємства, яке планує проведення первинного публічного розміщення акцій, потенційні витрати на судові позови є суттєвими. Крім стандартних витрат існують ще й непрямі витрати, наприклад, збитки на відновлення репутації підприємства та її менеджерів, втрати від нереалізованих альтернативних можливостей використання часу менеджерів. Саме тому підприємство хоче застрахуватися від можливих втрат шляхом проведення комплексної юридичної оцінки (due diligence) всіх потенційних ризиків в бізнесі, фінансах, менеджменті та в майбутніх прогнозах перед виходом на біржу. Однак важко передбачити всі можливі події [43].

М. Лоурі, С. Шу у 2002 р. протестували зв'язок між ризиком судових спорів та продажем акцій за заниженою ціною. Вони аналізували два аспекти: перший – підприємства з високим ризиком судових спорів продають їх за заниженою вартістю (ефект страхування), другий – занижена вартість акцій зменшує очікувані кошти на судові спори завдяки зменшенню ймовірності подачі судового позову (ефект стримування). Автори за допомогою системи

рівнянь знайшли підтвердження обох аспектів гіпотези ризику судових позовів [43].

Наступним напрямом досліджень в інституційних теоріях є діяльність інвестиційних банків, спрямована на стабілізацію ціни (умисне уникнення спадів цін на акції на кілька днів чи тижнів). Початкова ціна на акцію підприємства визначається на основі інформації від зацікавлених великих інвесторів. Інвестиційні банки зацікавлені в виставленні завищеної ціни на акцію, оскільки їхній прибуток із проведення первинного публічного розміщення акцій залежить від цього. Л. Бенвеністе, В. Бусаба і Дж. Вільгельм у 1996 р. проаналізували і довели, що встановлення завищеної ціни на акції інвестиційним банком можна уникнути, якщо він візьме на себе зобов'язання проводити стабілізацію ціни після початкових торгів і тим самим переконає потенційних інвесторів, що ціна не буде спеціально завищена. Стабілізація ціни на акції може розглядатися як зв'язуючий механізм, що робить початкові торги на ринку більш ефективними [40].

Ще одним напрямом досліджень в інституційних теоріях є взаємозв'язок переваг від оподаткування та втрат від продажу за заниженою ціною. К. Ридквіст у 1997 р. проаналізував шведські первинні публічні розміщення акцій до змін в податковому кодексі в 1990 р. та після них та підтвердив значний спад в середньому прибутку на акцію від 41% до 8% відповідно. До 1990 р. в Швеції зарплата більше оподатковувалася, ніж прибуток з капіталу, що сприяло тому, що оплата працівникам проводилася за рахунок виділення певної кількості акцій замість вищої зарплати, тобто продаж акцій за заниженою ціною служив непрямою компенсацією. К. Ридквіст зробив висновок, що саме податкове законодавство до його зміни в 1990 р. частково спричинило продаж акцій за заниженою ціною [44].

Поряд з асиметричними та інституційними групами теорій існують також теорії управління підприємством, які стверджують, що продаж акцій за заниженою ціною допомагає сформувати базу акціонерів, щоб зменшити

втручання інших зовнішніх інвесторів, коли підприємство стає публічним [35, с.379].

М. Бреннан і Дж. Франкс у 1997 р. показали на вибірці шестидесяти дев'яти первинних публічних розміщень акцій, проведених у Великобританії, що продаж акцій за заниженою ціною використовувався для забезпечення значного попиту на них з боку великої кількості інвесторів, щоб тим самим збільшити розподіл власності та посилити контроль над підприємством. Це в свою чергу зменшило ймовірність володіння пакетом акцій для блокування серед нових інвесторів [45].

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 [35, с.379].

А. Ліюнгквіст, В. Нанда, Р. Сінгх у 2004 р. розробили модель оптимальної реакції підприємства, яке провело первинне публічне розміщення акцій, на наявність «інвесторів настрою» на фондовому ринку. Оптимальним механізмом для підприємства, на їх думку, є передача своїх акцій інвестиційним банкам, які згодом продадуть їх «інвесторам настрою». Попит на акції цього типу інвесторів може зникнути передчасно, тримати акції в запасі і не продавати – ризиковано, тому для інвестиційних банків найкращим буде продавати їх за заниженою ціною. Підприємство-емітент все одно отримуватиме прибуток, оскільки він закладений в цінах інвестиційного банку. Це пояснює, чому підприємство, яке виходить на первинне публічне розміщення акцій, не ставить агресивні ціни на акції на «гарячих» ринках [46].

Т. Лафран і Дж. Ріттер у 2002 р. запропонували теорію перспектив, щоб пояснити, чому підприємство-емітент не турбується з приводу втрати можливих прибутків, коли акції підприємства продаються за заниженою ціною на початку торгів. Теорія перспектив доводить, що підприємство-емітент цікавиться більше зміною в їхньому багатстві, ніж рівнем багатства. Теорія

перспектив прогнозує, що в більшості випадків, які відбуваються на ринку первинних публічних розміщень акцій, підприємство-емітент буде додавати втрати прибутку під час продажу за заниженою вартістю на початку до набагато більшого прибутку від акцій, які залишилися, за рахунок стрибка в ціні вгору. Отже, загалом підприємство матиме збільшення прибутку [47].

Т. Лафран і Дж. Ріттер емпірично показали, що первинне публічне розміщення акцій (IPO), які багато втрачають на продажу за заниженою вартістю на початку, є тими IPO, які продають пізніше уже за вищою ціною, ніж та, яка очікувалася під час підготовки проспекту про підприємство. Ціна пропозиції поступово збільшується у відповідь на попит, який зростає. Власники акцій отримують позитивні сигнали з ринку, що їхній прибуток є набагато більшим, ніж вони очікували [47].

Т. Лафран і Дж. Ріттер також довели, що прибутки з продажу акцій в перший день торгів можна передбачити, оскільки відбувається часткове пристосування до наявної публічної інформації на ринку. Підприємства, які проводять первинне публічне розміщення акцій, коли ринок зростає, мають більші, ніж середні ринкові прибутки та в той же час більше втрачають від продажу за заниженою вартістю в перший день торгів. В свою чергу, коли попит на ринку падає, прибутки є нижчими [47].

Поряд з дослідженням заниженої ціни (underpricing) акцій підприємства в перший день торгів, коли ціна закриття є, як правило, набагато вищою порівняно з початковою ціною розміщення, внаслідок чого підприємства втрачають свої можливі прибутки, вчені досліджують розвиток акцій в довгостроковому періоді.

Д. Лубіг у 2003 р. проаналізував уже проведені дослідження з розвитку акцій підприємств, що здійснили первинне публічне розміщення акцій в довгостроковому періоді порівняно з першим днем торгів. Розглядалися різні фондові ринки: американський, європейський та країн, що розвиваються [48].

У таблиці 1.1 відображено результати дослідження, зробленого Д. Лубігом на американському фондовому ринку підприємств в довгостроковому періоді (36 місяців після здійснення первинного публічного розміщення акцій впродовж 1970–1990 рр.), які показали негативний розвиток своїх акцій. На європейських ринках, наприклад, у Фінляндії, Швейцарії, Великобританії простежувалися негативні показники розвитку акцій в довгостроковому періоді, однак в Австрії були позитивні показники. Аналіз динаміки акцій на фондових ринках в країнах, що розвиваються, засвідчив, що в Малайзії, Кореї та Сінгапурі простежувався позитивний розвиток акцій в довгостроковому періоді, в Бразилії та Чилі – негативний [48].

Таблиця 1.1

**Вибрані дослідження учених щодо процентного доходу/витрат в довгостроковому періоді на акції підприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій на міжнародних фондових біржах, %\***

Автор (Рік)	Країна	Період часу	Вибірка IPO	Період дослідження (міс.)	Методика обчислювання	Методика для корекції	Процентний дохід/збиток в довгостроковому періоді
<b>Американський фондовий ринок</b>							
Loughran/Ritter (1995)	США	1970 до 1990	4 753	36	WR	MFP	-20,00%
Ritter (1991)	США	1975 до 1984	1 526	36	FFJR	MFP	-29,13%
<b>Європейський фондовий ринок</b>							
Aussenegg (1997)	Австрія	1984 до 1991	51	36	BHAR	BHA-SP	56,91%
Keloharju (1993)	Фінляндія	1984 до 1991	80	36	FFJR	mw Index	-56,91%
Kunz (1991)	Швейцарія	1983 до 1987	31	36	Log. PE	mw Index	-5,40%
Levis (1993)	Англія	1980 до 1988	712	36	WR	mw Index	-4,20%
<b>Фондові ринки країн, що розвиваються</b>							
Aggarwal ET AL. (1993)	Бразилія	1980 до 1990	48	36	WR	mw Index	-33,00%
Aggarwal ET AL. (1993)	Чилі	1982 до 1990	18	36	WR	mw Index	-17,00%
Dawson (1987)	Малазія	1978 до 1983	21	12	PE	div. Index	18,20%
Kim ET AL. (1995)	Корея	1985 до 1989	169	24	BHAR	н/д	4,64%
Lee ET AL. (1996)	Сінгапур	1973 до 1992	132	36	WR	н/д	1,00%

\*н/д – нема даних; методики обчислювання: BHAR – підвищений процентний дохід/витрати за стратегією «купуй та тримай» (buy-and-hold-abnormal-return), FFJR – методика за Fama/Fisher/Jensen/Roll (1969), Log. PE – логаритмічний процентний дохід за період один рік (кумуляовані), WR – wealth relative; методика для корекції: mw – зважені з ринком, MFP – портфолію з подібними підприємствами (matching-firm-portfolio), BHA-SP – портфолію з подібних за розміром підприємств, розраховано за стратегією «купуй та тримай» (size portfolio, buy-and-hold calculation)

Джерело: [15, с.137]



Класифікація теорій та їх короткий зміст, що розкриває причини продажу акцій підприємств в перший день торгів за заниженою ціною (underpricing) під час проведення первинного публічного розміщення акцій, наведено в Додатку Г.

Детальніше динаміка цін акцій вітчизняних підприємств, які здійснили первинне публічне розміщення акцій на міжнародних фондових біржах в коротко- та довгостроковому періоді, буде проаналізована в підрозділі 2.3.

Отже, існують такі основні типи теорій, які ставлять за мету пояснити причини заниження вартості (underpricing) акцій підприємств (Додаток Г):

- асиметричної інформації (припускають, що один з учасників угоди знає більше, ніж інші);
- інституційні (зосереджуються на трьох основних чинниках, які впливають на функціонування ринку: судові спори, податки, діяльність інвестиційних банків, спрямована на стабілізацію ціни);
- теорії управління підприємством (стверджують, що продаж акцій за заниженою ціною допомагає сформувати базу акціонерів, щоб зменшити втручання інших зовнішніх інвесторів, коли підприємство стає публічним);
- теорії аналізу поведінки інвесторів (вплив ірраціональних, тобто так званих «інвесторів настрою» на ціну акцій, які можуть спричинити ситуацію, що ціна акції стане нижче їх реальної вартості).

### **Висновки до розділу 1**

Проведене нами дослідження теоретико-методичних основ формування акціонерного капіталу підприємств на основі первинного публічного розміщення акцій дозволяє зробити такі висновки:

1. Первинне публічне розміщення акцій вітчизняних підприємств, на нашу думку, є відкритою системою, що урегульована фінансово-правовими нормами окремих підсистем фінансових відносин та економічних суб'єктів, які залучають акціонерний капітал на національному та міжнародному

фондових ринках. Первинне публічне розміщення акцій – це перший продаж акцій акціонерних товариств на біржовому або позабіржовому ринках, коли їх купує широке коло інвесторів.

2. Основними етапами проведення первинного публічного розміщення акцій є: Етап 1. Планування та підготовка. Етап 2. Структуризація. Етап 3. Співпраця з інвесторами, попередній маркетинг, виїзні презентації для інвесторів (роуд-шоу). Етап 4. Визначення ціни, розміщення акцій, стабілізація ринку. Етап 5. Функціонування підприємства як публічного.

3. Теоретичним підґрунтям проведення первинного публічного розміщення акцій підприємствами, на думку зарубіжних учених, є три групи економічних теорій: вибору моменту виходу на біржу, життєвого циклу і ціноутворення на акції.

Згідно з теорією вибору моменту виходу на біржу існують варіанти в обсягу емісії акцій в різний період часу та бажання підприємств проводити первинне публічне розміщення акцій, коли є позитивний розвиток на ринку акцій. Дослідження змісту гіпотези про «вікно можливостей» підтвердило, що підприємства вибирають час для проведення первинного публічного розміщення акцій, щоб скористатися із завищеної оцінки вартості підприємства в конкретній галузі, а не для того, щоб залучити гроші для нових інвестиційних проектів і зростання підприємства.

Відповідно до теорії життєвого циклу підприємства вирішують провести первинне публічне розміщення своїх акцій на фондовій біржі, коли вони вже знаходяться на певному рівні свого розвитку. Залучення капіталу для фінансування подальшого розвитку та зростання підприємства є однією з головних причин проведення первинного публічного розміщення на фондовій біржі.

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.

4. Третя група сучасних зарубіжних теорій зосереджується на аналізі ціноутворення на акції, а саме досліджує заниження ціни (underpricing) акцій підприємств. Коли підприємства продають свої акції недооціненими, ціна закриття в перший день торгів, як правило, набагато вища порівняно з початковою ціною розміщення, вони втрачають свої можливі прибутки. Існують такі підгрупи цих теорій: асиметричної інформації, інституційні, теорії управління підприємством, теорії аналізу поведінки інвесторів.

У теорії асиметричної інформації учені припускають, що один з учасників угоди володіє кращою інформацією, ніж інші. Інституційні теорії зосереджуються на трьох важливих характеристиках інфраструктури ринку: судові спори, податки, діяльність інвестиційних банків, спрямована на стабілізацію ціни. Учені, що розробляють теорії з управління підприємством стверджують, що 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 інвесторів, тобто так званих «інвесторів настрою», на ціни акцій, які можуть спричинити, що ціна акції стане нижчою за їх реальну вартість, тому оптимальним рішенням для підприємства є передання своїх акцій інвестиційним банкам.

Визначення змісту і структури системи первинного публічного розміщення акцій, розкриття його теоретичного підґрунтя, втім числі особливостей ціноутворення на акції та методів дослідження дозволяє проаналізувати практику проведення первинного публічного розміщення акцій та виокремити його специфічні ознаки.

## РОЗДІЛ 2

### АНАЛІЗ ПРОЦЕСІВ ПЕРВИННОГО ПУБЛІЧНОГО РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ УКРАЇНСЬКИМИ ПІДПРИЄМСТВАМИ НА ФОНДОВИХ РИНКАХ

#### 2.1. Оцінювання динаміки залученого капіталу шляхом первинного публічного розміщення акцій українськими підприємствами

Фондовий ринок є важливою складовою сучасної фінансової системи, оскільки передусім забезпечує вільне переміщення капіталу між різними секторами національної економіки, сприяє її структуризації, дозволяє диверсифікувати джерела залучення фінансових ресурсів, розширити доступ до капіталу перш за все з боку підприємств.

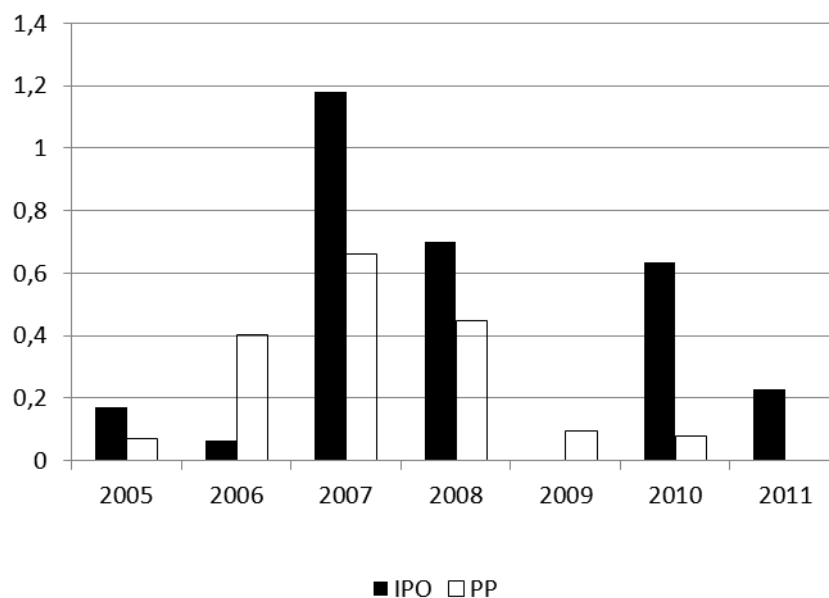


Рис. 2.1 Динаміка залученого капіталу за допомогою публічних (IPO) і приватних (PP) розміщень акцій, млрд. дол.

Джерело: розраховано автором на основі даних з [49, с.113–114; 50]

Одне з перших первинних публічних розміщень українських підприємств було проведене у 2005 р. Зроблений нами аналіз динаміки первинного публічного розміщення акцій українських підприємств впродовж 2005–2011 рр. засвідчує, що найбільший обсяг залученого капіталу – 1,2 млрд. дол. –

припадає на 2007, 2008 та 2010 рр. (рис. 2.1). Високі результати, досягнуті вітчизняними підприємствами внаслідок проведення первинного публічного розміщення акцій в основному за сприятливого розвитку цін на сільськогосподарську продукцію впродовж цього періоду.

У Додатку Е зображені результати діяльності всіх підприємств із залучення акціонерного капіталу шляхом проведення первинного публічного та приватного розміщення акцій впродовж 2005–2011 рр. Так, всього було зроблено 31 транзакцію з первинного (IPO) та вторинного (SPO) публічного розміщення акцій і 47 приватних (PP) розміщень. Дані рис. 2.2 підтверджують, що українські підприємства залучили майже вдвічі більше акціонерного капіталу з первинного публічного розміщення, ніж з приватних розміщень акцій.

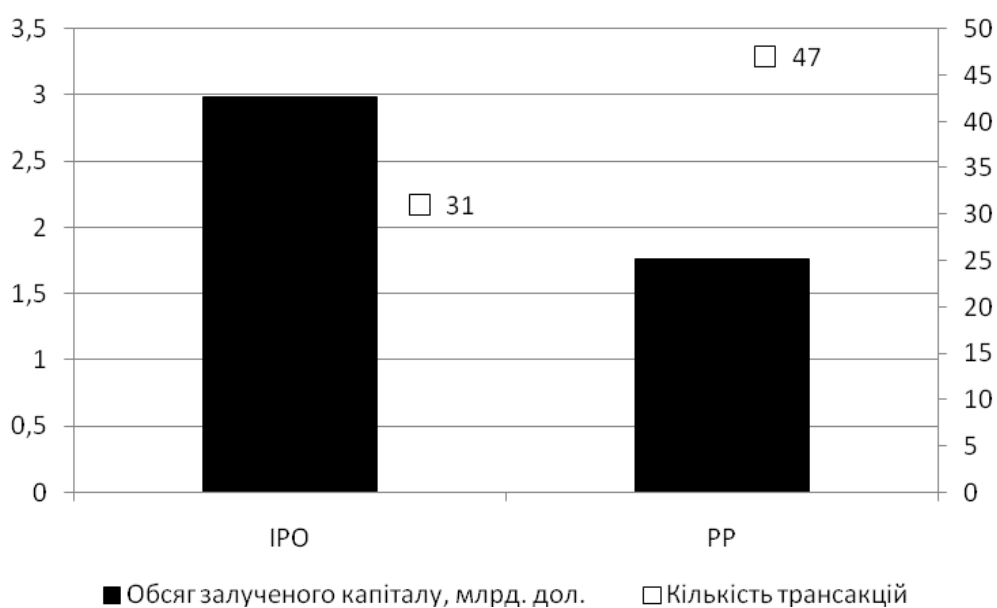


Рис. 2.2. Обсяг залученого капіталу за допомогою публічних (IPO) і приватних (PP) розміщень акцій та кількість транзакцій за період 2005–2011 рр., млрд. дол.

Джерело: розраховано автором на основі даних з [49, с.113–114; 50].

Приватні розміщення акцій (PP) характеризуються нижчими вимогами до підприємств порівняно з публічними. Наприклад, підприємство не зобов'язане

складати баланси згідно з Міжнародними Стандартами Фінансової звітності (IFRS), що і зумовлює менші витрати. Отже, приватне розміщення акцій найбільше підходить для середніх за величиною підприємств. Як засвідчують результати проведеного нами аналізу, первинне публічне розміщення акцій (IPO) набуло розповсюдження серед великих корпорацій України. Переважно низька ліквідність українських фондових бірж зумовила проведення підприємствами розміщення своїх акцій на міжнародних фондових ринках.

Відповідно до Закону України № 3480-IV «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р., український емітент може розмістити свої цінні папери на зовнішньому ринку тільки з дозволу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Цей дозвіл може бути наданий лише при дотриманні наступних вимог [9, ст.31]:

- реєстрація випуску цінних паперів;
- дозвіл на торгівлю на одній з українських фондових бірж;
- дотримання вимог Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо випуску цінних паперів.

Однак, українські підприємства використовують також інший спосіб для продажу своїх цінних паперів на міжнародних фондових біржах. Вони здійснюють це за допомогою депозитарних розписок або шляхом створення підприємства за кордоном, яке повністю володіє українським підприємством і може випускати акції.

Депозитарні розписки (ДР) – банківський сертифікат на акції закордонного підприємства, що тримаються підрозділом міжнародного банку в його країні. Є два характерні типи депозитарних розписок: американські депозитарні розписки (АДР), якими в основному торгують на американських фондових біржах, та глобальні депозитарні розписки (ГДР) – на європейських фондових біржах. Вони, як правило, номіновані в доларах США, але можуть бути і в євро. Наприклад, якщо одне українське підприємство хоче продавати свої акції на американських біржах, воно повинне продати їх українському банку, який є представником депозитарного банку Нью-Йорк Меллон. Пізніше

вони інформують про це депозитарій банку (Банк Нью-Йорк Меллон) в США, після чого він буде видавати АДР іноземному інвестору [51, с.11].

На рис. 2.3 зображено обсяг залученого капіталу підприємствами України на міжнародних біржах. Так, на Лондонській фондовій біржі (LSE) було проведено 14 первинних публічних розміщень акцій підприємствами та залучено більш ніж 2,1 млрд. дол. Саме серед великих підприємств України ця біржа набула найбільшої популярності.

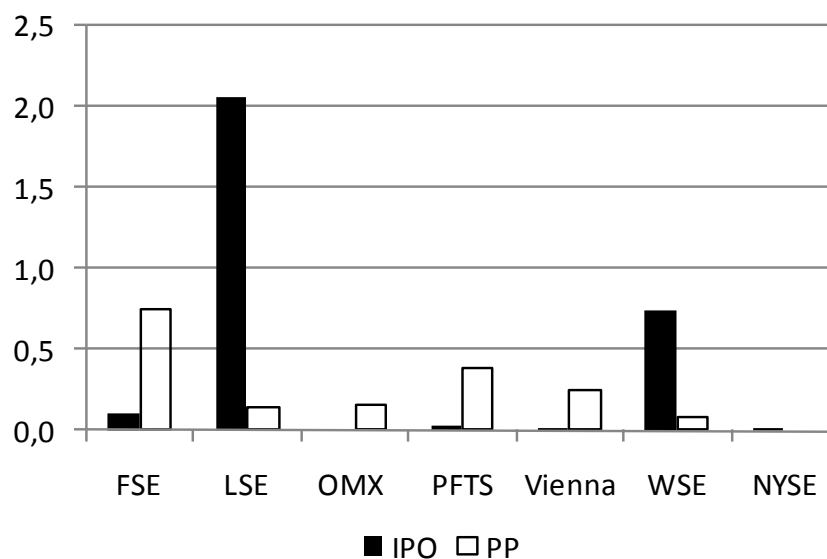


Рис. 2.3. Залучений капітал за допомогою первинного публічного (IPO) та приватного (PP) розміщення акцій на фондових біржах українськими підприємствами, млрд. дол.

Джерело: розраховано автором на основі даних з [49, с.113–114; 50], біржі: Франкфуртська – FSE, Лондонська – LSE, Скандинавська – OMX, ПФТС – PFTS, Віденська – Vienna, Варшавська – WSE, Нью-Йоркська – NYSE

У 2005 р. «Укрпродукт Груп», «Cardinal Resources», «21 Століття» стали першими підприємствами, які зробили первинне публічне розміщення акцій на альтернативному майданчику (AIM) Лондонської фондової біржі і залучили близько 0,17 млрд. дол. У 2007 р. підприємство «Ferrexpo AG» зробило рекорд в історії українських первинних публічних розміщень акцій, залучивши



найбільший обсяг капіталу впродовж останніх років – 0,42 млрд. дол. за продаж 25% своїх акцій. У 2007 р. ще такі підприємства, як: «Dragon-Ukrainian Properties & Development (DUPD)» (0,20 млрд. дол. за 100%) і «Landkom International» (0,11 млрд. дол. за 54,9%) підтвердили зацікавленість зарубіжних інвесторів в цінних паперах українських підприємств [49, с.113–114; 50].

Наступні великі розміщення акцій були проведені підприємствами агропромислового комплексу: підприємство «Миронівський Хлібопродукт» (0,32 млрд. дол. за продаж 19,4% акцій) в 2008 р. та підприємство «Авангард» (0,20 млрд. дол. за продаж 22,5% акцій) в 2010 р. [49, с.113–114; 50].

Розглянемо основні особливості функціонування Лондонської фондової біржі (LSE), яка є одним з найкращих у світі торговельних майданчиків для залучення капіталу і вважається найбільш інтернаціональною біржею. Іншою важливою перевагою цієї біржі є сприятливий податковий клімат для міжнародних підприємств у Великобританії.

На Лондонській фондовій біржі (LSE) функціонують основний та альтернативний (AIM) майданчики, які дозволяють залучати кошти і середнім, і великим підприємствам. Для того, щоб отримати лістинг на основному майданчику, підприємство повинно мати [52]:

- мінімальну ринкову капіталізацію 700 000 фунтів;
- мінімум 25% акцій повинні бути в руках інвесторів;
- для 75% бізнесу необхідно подати історію прибутків за три останні роки;
- річні звіти за три останні роки, перевірені аудитором.

Альтернативний (AIM) майданчик був створений у 1995 р. і за цей час більше, ніж 3000 підприємств з усього світу приєдналися до нього. З точки зору галузевої структури, на AIM представлені 40 секторів економіки, що відображають повний спектр ділової активності всього світу [52].

Альтернативний (AIM) майданчик продовжує допомагати малим та динамічно зростаючим підприємствам залучати кошти, необхідні для їхнього подальшого розвитку. Українські середні за розміром підприємства в

основному проводили розміщення своїх акцій на AIM, оскільки тут є набагато нижчі вимоги.

Наприклад, відсутні вимоги щодо мінімального рівня капіталізації підприємства і потрібно подати бухгалтерський звіт лише за останній рік. Однак, при цьому незалежний консультант повинен провести аналіз господарської діяльності підприємства, його фінансового стану та становища на ринку (due diligence), який і вирішує, чи підприємство зможе провести первинне публічне розміщення акцій. Дозвіл на початок торгів видається в середньому через три місяці [52].

Саме альтернативний (AIM) майданчик, на нашу думку, найбільше підходить для середніх підприємств, які швидко розвиваються і бажають дізнатись про реальну ринкову вартість свого підприємства та вважають такий майданчик першою сходинкою до основного майданчику Лондонської фондової біржі.

Як видно з рис. 2.3, Варшавська фондова біржа (WSE) займає друге місце за обсягом залученого капіталу під час проведення первинного публічного розміщення акцій вітчизняними підприємствами. Варшавська фондова біржа свою роботу 16 квітня 1991 р. і швидко розвивається. Уже кілька років WSE є провідною біржею в Європі за кількістю проведених первинних публічних розміщень акцій. У 2012 р. у Варшаві були представлені 40% всіх первинних розміщень акцій в Європі. Якщо аналізувати загальну вартість проведених угод з первинного публічного розміщення акцій в 2012 р., то виходить 731 млн. євро. WSE посіла п'яте місце серед бірж, що працюють на європейських ринках капіталу [53].

Поряд з основним майданчиком (Main market), 30 серпня 2007 р. було запущено NewConnect – альтернативну торгівельну платформу WSE. NewConnect призначений в першу чергу для динамічних стартапів, що працюють в секторі нових технологій. NewConnect є одним з наймолодших та найбільш надійних альтернативних ринків у Європі. У 2012 р. було відзначено інтенсивне зростання з 89 новими підприємствами, внесених до лістингу (це

набагато більше, ніж на будь-якому іншому альтернативному ринку акцій в Європі). Наприкінці 2012 р., через понад п'ять років роботи, вже було 429 підприємств, що котирувалися на NewConnect [54].

Першими українськими підприємствами, які провели первинне публічне розміщення акцій на Варшавській фондовій біржі (WSE) були : «Астарта» (0,03 млрд. дол. за продаж 20%) в 2006 р. та «Кернел» (0,16 млрд. дол. за продаж 38%) в 2007 р. Наступні великі розміщення акцій спостерігалися в 2010 р. : «Агротон» (0,05 млрд. дол. за продаж 26,2%), «Мілкіленд» (0,08 млрд. дол. за продаж 22%) та в 2011 р. – «Coal Energy S.A.» (0,08 млрд. дол. за продаж 25%), «ВЕСТА» (0,04 млрд. дол. за продаж 25,02%) [49, с.113–114; 50].

Діяльність Варшавської фондової біржі (WSE) регулюється законами Європейського Союзу. Це означає, що, коли підприємство вже зареєстроване на даній біржі, тоді воно має право отримати другу реєстрацію на іншій європейській біржі, що сприяє збільшенню кількості потенційних інвесторів. Внаслідок цього зростає можливість отримати вищу ціну за свої акції. З іншого боку, якщо підприємство вже зареєстроване на Лондонській фондовій біржі (LSE), воно не має права бути зареєстрованим на іншій біржі. Процес лістингу становить близько 9 місяців та має нижчі витрати, ніж на Лондонській фондовій біржі [53].

Основні вимоги до лістингу на основному майданчику Варшавської фондової біржі є [53]:

- мінімальна ринкова капіталізація емітента повинна мати PLN еквівалент EUR 15 000 000;
- відсутність банкрутства або ліквідаційного процесу;
- фінансові звіти за останні 3 роки;
- мінімум 15% всіх акцій підприємства, якими володіють дрібні акціонери (кожен не більше 5%) і принаймні 100 000 акцій підприємства з загальною вартістю PLN, яке еквівалентне не менше EUR 1000 000.

На альтернативному майданчику NewConnect вимоги до лістингу є нижчими [54]:

- мінімальна ринкова капіталізація емітента PLN 500 000;
- відсутність банкрутства або ліквідаційного процесу;
- мінімум 15% всіх акцій підприємства, якими володіють мінімум 10 акціонерів (кожен не більше 5%);
- мінімальна вартість акції PLN 0,10;
- фінансовий звіт за останній рік.

На нашу думку, саме Варшавська фондова біржа (WSE) найбільше підходить для невеликих за розміром підприємств, які мають можливість здобути корисний європейський досвід для майбутніх розміщень акцій.

Третьою за обсягами первинних публічних розміщень акцій вітчизняних підприємств є Франкфуртська фондова біржа (FSE). Тут було продано 13,1% підприємства «ТММ» за 0,10 млрд. дол., інші підприємства провели приватні розміщення акцій (РР) обсягом понад 0,70 млрд. дол. впродовж 2005–2011 рр. [49, с.113–114; 50].

Франкфуртська фондова біржа є однією з провідних у світі, на якій понад 10000 підприємств, у тому числі, міжнародні лідери ринку з усіх великих секторів промисловості, проводять торгівлю цінними паперами. Цінні папери торгуються на торговій платформі Xetra, що є однією з найшвидших і найбільш ефективних торгових систем у світі. Заявки виконуються на найвигідніших умовах в централізованій електронній книзі заявок. Xetra дозволяє трейдерам зі всієї Європи брати участь у торгівлі незалежно від їх місця розташування: близько 225 учасників у 18 країнах і більше, ніж 4600 авторизованих трейдерів напряму підключені до Xetra. Авторизовані трейдери представляють 35 відсотків світового інституційного капіталу [55].

У Європі існують два шляхи виходу підприємств на ринок капіталів. З одного боку, це ринки, які регулюються ЄС, а з іншого – це ринки, регульовані самими фондовими біржами, тобто регульовані неофіційні ринки. На Франкфуртській фондовій біржі регульовані ЄС ринки – це доступ в сегменти General Standard або Prime Standard. Сегмент Entry Standard регулюється самою біржею.

Існують різні вимоги до прозорості ринкових сегментів. Так, сегмент Prime Standard підходить для підприємств, які добре зарекомендували себе, та для середніх підприємств, що працюють на міжнародних ринках і зосереджують свою увагу на глобальних інвесторах. Сегмент General Standard найкраще підходить для підприємств, що бажають отримати допуск на регульований ринок ЄС з нижчими вимогами до прозорості. Сегмент Entry Standard дозволяє вихід на ринок капіталів досить невеликим підприємствам, але з високими темпами зростання [55].

Для проходження реєстрації в сегментах Prime Standard та General Standard потрібні [55]:

- фінансова звітність згідно з міжнародними стандартами за останні три роки;
- мінімальний обсяг акцій для продажу 10 000 млн. євро;
- мінімальна капіталізація – 1,25 млн. євро.

Вимоги до сегменту Entry Standard є доволі невисокі: підприємство повинне існувати не менше року, а обмеження щодо мінімального рівня капіталізації чи обсягу первинного публічного розміщення акцій відсутні [55].

Варто також підкреслити, що на Франкфуртській фондовій біржі (FSE) проводити первинне публічне розміщення акцій набагато дешевше порівняно з Лондонською фондовою біржею (LSE).

Отже, результати проведеного нами аналізу показують, що саме на Лондонській фондовій біржі (LSE) було залучено найбільше капіталу українськими підприємствами за допомогою первинного публічного розміщення акцій. Незважаючи на високі затрати, 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 значними обсягами торгів. Франкфуртська і Варшавська біржі використовувались переважно середніми за величиною підприємствами, які прагнули розмістити свої акції.

Основними причинами, які унеможливають для багатьох вітчизняних підприємств залучення капіталу на міжнародних фондових ринках, є [56]:

- високі витрати, тому лише великі підприємства можуть виходити на первинне публічне розміщення акцій;

- непрозора структура підприємства (інвестори хочуть зрозуміти структуру менеджменту і як здійснюється контроль за фінансово-грошовими потоками підприємства). Значна кількість бізнес-груп в Україні свідомо створювалась з непрозорою з юридичної точки зору структурою, в якій неможливо виділити або навіть простежити материнське підприємство (інвестора), що дозволяло оптимізувати податкове навантаження на бізнес та зменшувало ризики рейдерських атак;

- непрозора фінансова звітність (більшість підприємств мають дві паралельні звітності: в одному звіті занижують показники звітності, «оптимізуючи» сплату податків, а в іншому – відображають реальну поточну фінансову ситуацію на підприємстві (так званий звіт для власного використання). Останнє властиве для майже 50% підприємств української економіки, оскільки вона в значній мірі є «тіньовою». Якщо підприємство прагне залучити кошти на міжнародних фондових біржах, воно повинне подати свої бухгалтерські звіти, складені відповідно до Міжнародних стандартів фінансової звітності за останні три роки, але не всі з таких підприємств готові показати реальну фінансову звітність і, таким чином, платити реальні податки. Також розповсюдженою практикою є складання для Групи підприємств з непрозорою структурою так званої «комбінованої фінансової звітності», тобто фінансової звітності, в якій сукупно представляються дані щодо активів, зобов'язань та результатів фінансової діяльності всіх підприємств Групи.

Отже, в основному українські підприємства активно освоюють міжнародні фондові ринки, залучаючи необхідні фінансові ресурси для свого розвитку шляхом первинного публічного розміщення акцій, враховуючи при цьому особливості функціонування кожної з фондових бірж.

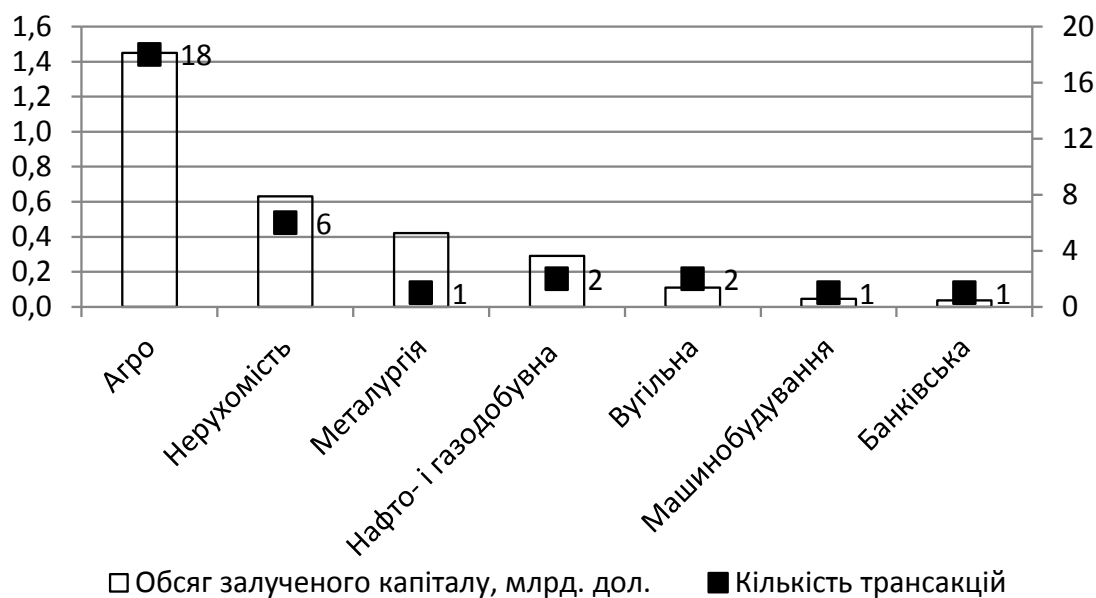


Рис. 2.4. Галузевий аналіз капіталу, залученого за допомогою первинних публічних (ІРО) розміщень акцій та кількість трансакцій за період 2005–2011 рр., млрд. дол.

Джерело: розраховано автором на основі даних з [49, с.113–114; 50].

Надалі у цьому розділі буде здійснено галузевий аналіз українських підприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій, щоб з'ясувати, підприємства яких галузей залучили найбільші обсяги капіталу і дослідити, яка з теорій, зміст яких наведено у першому розділі, може це пояснити.

Як видно з рис. 2.4, перше місце із залучення капіталу за допомогою первинних публічних розміщень акцій, належить підприємствам аграрного сектору економіки, оскільки впродовж 2005–2011 рр. вони отримали капітал в розмірі 1,45 млрд. дол. Варто вказати на тенденцію до зростання залученого капіталу аграрними підприємствами України з року в рік за винятком 2009 та 2011 рр.

Впродовж перших двох років (2005–2006 рр.) аграрними підприємствами було залучено 0,04 млрд. дол., але вже за 2007–2008 рр. розмір залученого капіталу становив 0,7 млрд. дол., що було майже у сімнадцять разів більше від попереднього періоду. Якщо аналізувати у розрізі років, то в 2010 р. було

залучено найбільший обсяг капіталу – 0,6 млрд. дол. (рис. 2.5). У 2005 році «Укрпродукт Груп» була першим українським агропідприємством, яке зробило первинне публічне розміщення акцій на міжнародній фондовій біржі. Воно продало 27,2% акцій за 0,01 млрд. дол. на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі. «Укрпродукт Груп» виробляє, переробляє та розповсюджує продукти харчування (масло і сир) та експортує сухе молоко [49, с.113–114; 50].

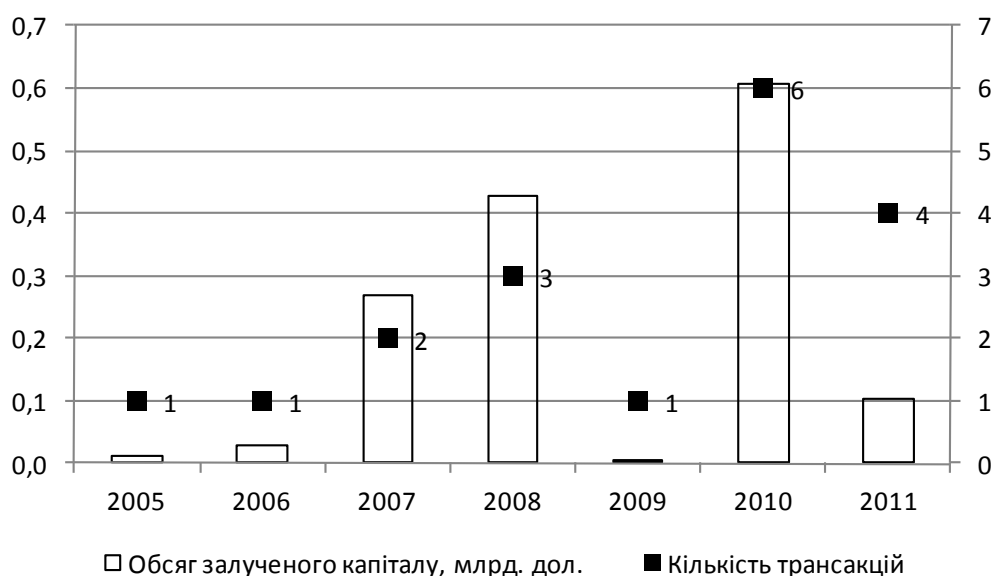


Рис. 2.5. Динаміка обсягів капіталу, залученого підприємствами аграрного сектору економіки за допомогою первинного публічного розміщення акцій (IPO) та кількість трансакцій за період 2005–2011 рр., млрд. дол.

Джерело: розраховано автором на основі даних з [49, с.113–114; 50]

Механізм, що використовувався для проведення первинного публічного розміщення акцій, є дуже поширеним для всіх українських підприємств, які здійснюють продаж своїх акцій за кордоном.

«Укрпродукт Груп» створила підприємство за кордоном, в м. Джерсі (Нормандські острови), яке і провело первинне публічне розміщення акцій на Лондонській фондовій біржі і стало власником 100 % акцій українського підприємства.



У 2006 р. лише одне підприємство зробило первинне публічне розміщення акцій – «Астарта», великий український виробник цукру, який продав 20% акцій за 0,03 млрд. дол. на Варшавській фондовій біржі [49, с.113–114; 50].

У 2007 р. «Кернел», який виробляє, очищає, продає соняшникову олію та експортує зерно, провів первинне публічне розміщення акцій на Варшавській фондовій біржі і отримав 0,21 млрд. дол. за продаж 38 % акцій. Отримані кошти були використані для збільшення своїх земельних активів [49, с.113–114; 50].

Підприємство «Landcom International», яке виробляє сільськогосподарську продукцію, включаючи олію рапсу для біопалива та зерно, залучило 0,11 млрд. дол. за продаж 54,9% акцій за допомогою первинного публічного розміщення акцій на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі в 2007 році [49, с.113–114; 50].

«Миронівський хлібопродукт» – одне з провідних агропромислових підприємств, найбільший український виробник курячого м'яса, здійснив продаж 19,4 % акцій за 0,32 млрд. дол. шляхом первинного публічного розміщення акцій на Лондонській фондовій біржі в 2008 році. Це був найвищий обсяг залученого капіталу серед українських агропідприємств впродовж останніх трьох років [49 с.113–114; 50].

У 2010 р. було залучено найбільший обсяг капіталу серед агропідприємств – 0,6 млрд. дол. (рис. 2.5). Група підприємств «Авангард» – найбільша агропромислова група України, яка спеціалізується на виробництві курячих яєць і яєчних продуктів, отримала 0,2 млрд. дол. за продаж 22,5% акцій при допомозі первинного публічного розміщення акцій на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі [49, с.113–114; 50].

Підприємство «Мілкіленд» – міжнародний диверсифікований виробник молочних продуктів, виробничі потужності якого дозволяють переробити понад 1 млн. тонн молока на рік, залучив 0,08 млрд. дол. від продажу 22%

акцій шляхом первинного публічного розміщення акцій на Варшавській фондовій біржі [49, с.113–114; 50].

У 2010 р. також було здійснено перше первинне публічне розміщення акцій українським підприємством на Нью-Йоркській фондовій біржі (NYSE). «AgroGeneration» – сільськогосподарське підприємство, яке обробляє на сьогоднішній день 50 500 га в центральних і західних областях України і 16 000 га в Аргентині, залучило 0,01 млрд. дол. за продаж 25% акцій. Метою підприємства було збільшення земельного банку в Україні до 120 000 га після завершення операції зі злиття з іншим українським виробником. Воно вирощує пшеницю, ріпак, кукурудзу, ячмінь та інші сільськогосподарські культури [57].

У 2011 р. всі первинні публічні розміщення акцій агропідприємствами були проведені на Варшавській фондовій біржі. Серед них були такі підприємства, як «Агроліга», «Індустріальна Молочна Компанія», «KSG Agro», «ОВОСТАР» [49, с.113–114; 50]. Загальна вартість всього залученого агропідприємствами капіталу з первинного публічного розміщення акцій становила 1,45 млрд. дол. (рис. 2.4), що й зробило аграрну галузь лідером на українському ринку первинного публічного розміщення акцій за 2005–2011 рр.

Аграрні та продовольчі підприємства користуються популярністю у іноземних інвесторів. Однією з причин є те, що аграрні підприємства вирощують кукурудзу та ріпак, який зараз використовується у великому обсязі для виробництва біопалива. Крім того, задовольняються зростаючі потреби споживачів продуктів харчування через збільшення доходів у таких країнах, які швидко розвиваються, як: Китай, Індія, Бразилія.

Родючі чорноземи, сприятливі кліматичні умови і попит на світовому продовольчому ринку є важливими перевагами українських підприємств на світовому ринку первинного публічного розміщення акцій. Варто також зазначити, що Україна має великий потенціал, щоб розширити сільськогосподарські угіддя і, таким чином, збільшити обсяг врожаю.

Зокрема, рентабельність ріпаку становить 200 %, більша частина ріпаку експортується і цей показник постійно зростає. Основними споживачами є

країни ЄС. Ціни за українську продукцію є значно нижчими, ніж в ЄС, що і є основною перевагою [58].

Іншою великою перевагою агропромислових підприємств є те, що вони орендують сільськогосподарські землі і платять в середньому 30 дол. за 1 га впродовж року, що є дуже невеликою ціною. У країнах ЄС – орендна плата за користування сільськогосподарськими землями в середньому становить 200–300 дол. за 1 га [59].

Первинне публічне та приватне розміщення акцій на фондовій біржі є основним джерелом фінансування розвитку свого бізнесу українськими агропідприємствами. Вітчизняні банківські кредити для агропідприємств коштують дуже дорого, майже до 24 % річних у гривні. Та банки, як правило, дають лише невеликі суми. Причина такого криється в тому, що в якості застави агропідприємства можуть дати менш ліквідні активи – обладнання, заводи. Підприємства не мають права на купівлю землі в Україні і тому вони беруть її в оренду. Таким чином, вони не можуть використовувати землю як заставу кредиту [59].

Друге місце за розміром залученого капіталу підприємствами за допомогою первинного публічного розміщення акцій (ІРО) впродовж 2005–2011 рр. займають підприємства сектору нерухомості із обсягом залученого капіталу – 0,63 млрд. дол. ІРО з цієї галузі були репрезентовані в основному в 2005 р. та 2007 р. Зокрема, в 2007 р. було залучено більшу частину – 0,49 млрд. дол. Це було зумовлено піком у розвитку сектору нерухомості: ціни на нерухомість значно зростали і первинне публічне розміщення акцій стало доброю можливістю для залучення капіталу з метою подальшого розвитку підприємств цієї галузі.

Металургія займає третє місце із залучення капіталу за допомогою первинного публічного розміщення акцій. Головна різниця між секторами нерухомості і металургії полягає в різній кількості підприємств, які проводили первинне публічне розміщення акцій: перша була представлена шістьма, а друга – одним підприємством «Ferrtechro AG». Це підприємство зробило рекорд в

історії українського первинного публічного розміщення акцій, залучивши в 2007 р. 0,42 млрд. дол. Необхідно також наголосити, що це було перше первинне публічне розміщення акцій в металургійній галузі [49, с.113–114; 50].

На четвертому місці за обсягом залученого капіталу знаходяться підприємства нафто- і газодобувної галузей, величина якого становить 0,29 млрд. дол. Такий обсяг акціонерного капіталу був залучений такими підприємствами: «Cadogan Petroleum Plc» (0,27 млрд. дол. за продаж 26% акцій), «Cardinal Resources» (0,02 млрд. дол. за продаж 39,7% акцій) [49, с.113–114; 50].

Особливістю функціонування підприємств цієї галузі є те, що, по-перше, видобуті в країні газ і нафта можуть бути реалізовані тільки на внутрішньому ринку і ціни на них є порівняно невисокими. По-друге, високий рівень оподаткування цих ресурсів зумовлює зрівняння цін з імпортованими газом і нафтою з Росії. Однак в Україні наявні перспективні родовища нафти і газу (Чорне море, Донбас, Карпати), які потребують великих обсягів інвестицій. Саме тому у майбутньому слід очікувати більше первинних публічних розміщень акцій цієї галузі. У середньому прибутковість приватного газо- та нафтодобувного підприємства становить 40–50%, однак це залежить від стадії виробництва, на якій вона знаходиться [60].

На п'ятому місці розташовані підприємства вугільної галузі економіки, які залучили 0,11 млрд. дол. Ця галузь представлена такими підприємствами: «Sadovaya Group», що залучила 0,03 млрд. дол. за продаж 25% акцій в 2010 р. та «Coal Energy S.A.» отримала 0,08 млрд. дол. за продаж 25% акцій в 2011 р. [49, с.113–114; 50]. Оскільки 90% підприємств вугільної галузі України досі перебуває у державній власності і надзвичайно повільні темпи здійснення їх приватизації, що у майбутньому не сприятиме активному первинному публічному розміщенню акцій таких підприємств.

Машинобудування займає шосте місце із залучення капіталу за допомогою первинного публічного розміщення акцій і представлено одним підприємством – виробником батарейок та акумуляторів «ВЕСТА», який залучив 0,04 млрд. дол. за продаж 25% акцій в 2011 р.

Серед приватних розміщень акцій позитивним прикладом у машинобудівній галузі став виробник двигунів «Мотор Січ», який продав 6% акцій за 0,01 млрд. дол. на Франкфуртській фондовій біржі в 2007 р. [49, с.113–114; 50].

На сьомому місці розташований банківський сектор вітчизняної економіки, який залучив 0,03 млрд. дол. Він представлений одним банком «Укрінбанк», який продав 20% акцій за 0,03 млрд. дол. на українській фондовій біржі ПФТС в 2006 р. [49, с.113–114; 50]. Такі банки, як «Платіnum» (IMB Group), «Родовід», «Форум», «Мегабанк», «Надра» провели приватні розміщення акцій на українській фондовій біржі ПФТС та за кордоном, на Франкфуртській та Віденській фондових біржах. Розміщення акцій здійснювалися переважно в 2005–2007 рр. та 2009 р. [49, с.113–114; 50].

Такі галузі як страхування, роздрібна торгівля, машинобудування залучали капітал не за допомогою первинного публічного розміщення акцій, а шляхом незначних за обсягом приватних розміщень акцій. Наприклад, у галузі страхування лише два підприємства («Оранта», «Універсальна») зробили приватні розміщення акцій на суму 0,09 млрд. дол. впродовж 2006–2007 рр. Такі незначні обсяги залучення капіталу мають певні причини. Так, ринок страхових послуг лише формується і тому підприємства мають невисокий рівень капіталізації, що не відповідає вимогам для залучення капіталу на іноземних фондових біржах, але вони мають певні можливості в Україні, оскільки тут ці вимоги є набагато нижчими. Інша причина криється у самій організаційно-правовій формі підприємств галузі страхування. Переважна їх кількість функціонує у формі закритих акціонерних товариств, що не дозволяє здійснювати емісію акцій [61].

Для багатьох українських страхових підприємств це питання не є актуальним, оскільки більшість з них придбана такими великими міжнародними фірмами, як: «ERGO, Allianz» (Німеччина), «Fortis» (Нідерланди), «AIG» (США), «BNP Paribas Group»/AXA (Франція), які вже мають лістинг на міжнародних фондових біржах. Така значна присутність міжнародних підприємств на вітчизняному страховому ринку пояснюється низькою ціною їх

купівлі та відсутністю особливих обмежень при входженні на ринок [62]. Підприємства роздрібної торгівлі теж не були представлені на ринку первинного публічного розміщення акцій. Однак, чотири підприємства цієї галузі зробили приватні розміщення акцій на українській ФБ «ПФТС» та на Франкфуртській фондовій біржі і залучили 0,1 млрд. дол. («Велика Кишеня», «МКС», «Anthousa Limited» (Фуршет), «Пакко Холдинг») [49, с.113–114; 50].

Отже, результати проведеного нами аналізу показують, що найбільший обсяг капіталу було залучено українськими підприємствами з допомогою первинного публічного розміщення акцій в таких галузях як аграрна, сектор нерухомості та металургії. Це дозволить прискорити процес модернізації основного капіталу підприємств та набути технічної і технологічної конкурентоспроможності в глобалізованому економічному суперництві.

У таблиці 2.1 наведено порівняння вимог до підприємств-емітентів на основних фондових біржах, які були проаналізовані в цьому розділі.

Таблиця 2.1

### Порівняння вимог до підприємств-емітентів на основних міжнародних фондових біржах

	LSE	LSE (AIM)	WSE	WSE (New connect)	FSE (Prime, General Standard)
мінімальна ринкова капіталізація	0,7 млн. фунтів	нема вимог	15 млн. євро	0,5 млн. злотих	1,25 млн. євро
фінансову звітність згідно з міжнародними стандартами (за останні роки)	3	1	3	1	3
відсутність банкрутства або ліквідаційного процесу	так	так	так	так	так
мінімальна частка акцій для розміщень	25%		10%	мінімальна вартість акції 0,10 злотих	мінімальний обсяг акцій для продажу 10 000 млн. євро
інші вимоги		незалежний консультант повинен провести аналіз господарської діяльності компанії, її фінансового стану та становища на ринку (due diligence), який і вирішує, чи компанія зможе провести первинне публічне розміщення акцій.	мінімум 15% всіх акцій компаній, якими володіють дрібні акціонери (кожен не більше 5%) і принаймні 100 000 акцій компанії з загальною вартістю злотих еквівалент принаймні 1 млн. євро.	мінімум 15% всіх акцій компаній, якими володіють мінімум 10 акціонерів (кожен не більше 5%)	

Джерело: розраховано автором на основі [52–54; 55].

Підсумовуючи, можна стверджувати, що, незважаючи на високі затрати, порівняно з іншими біржами, на Лондонській фондовій біржі (LSE) було залучено найбільше капіталу українськими підприємствами за допомогою первинного публічного розміщення акцій, оскільки вона надає підприємствам можливість розмістити свої акції швидко і за найвищою ціною. Франкфуртська, Варшавська біржі використовувались переважно середніми за величиною підприємствами, які прагнули розмістити свої акції.

## **2.2. Ефективність первинного публічного розміщення акцій українськими підприємствами**

У цьому підрозділі буде здійснено аналіз економічних результатів українських підприємств, що провели первинне публічне розміщення акцій, щоб дослідити, які з теорій, проаналізованих у першому підрозділі, можуть бути надалі ними застосовані.

Як вже було зазначено (підрозділ 1.2.), є три типи теорій, що використовуються акціонерними підприємствами при первинному публічному розміщенні акцій: життєвого циклу, вибору моменту виходу на біржу, ціноутворення на акції [12].

Перший тип – теорії життєвого циклу, згідно з якими підприємства вирішують провести первинне публічне розміщення своїх акцій на фондовій біржі, коли вони вже знаходяться на певному рівні свого розвитку.

Другий тип – теорії вибору моменту виходу на біржу, в яких стверджується про те, що підприємства проводять первинне публічне розміщення акцій в найбільш сприятливий момент часу. Сприятливі настрої інвесторів можуть мати великий вплив на оцінку вартості підприємств. У випадку, коли інвестори є надмірно оптимістичними та переоцінюють вартість підприємства, воно відповідає на це збільшенням числа емісії своїх акцій на біржі, щоб використати це тимчасове «вікно можливостей». Зміст гіпотези «вікна можливостей» полягає в тому, що насправді підприємства не варті таких оптимістичних оцінок та вкладень грошей інвесторів, оскільки після

проведення первинного публічного розміщення акцій показують негативний розвиток і не виправдовують очікувань інвесторів.

Як було нами зазначено (підрозділ 2.1.), підприємствами аграрного сектору економіки України зроблено найбільшу кількість первинних публічних (IPO) та приватних (PP) розміщень акцій і залучено найбільше акціонерного капіталу за період 2005–2011 рр. Як видно з рис. 2.6, основний пік залучень інвестицій припадав на 2007–2008 рр. та 2010 р.

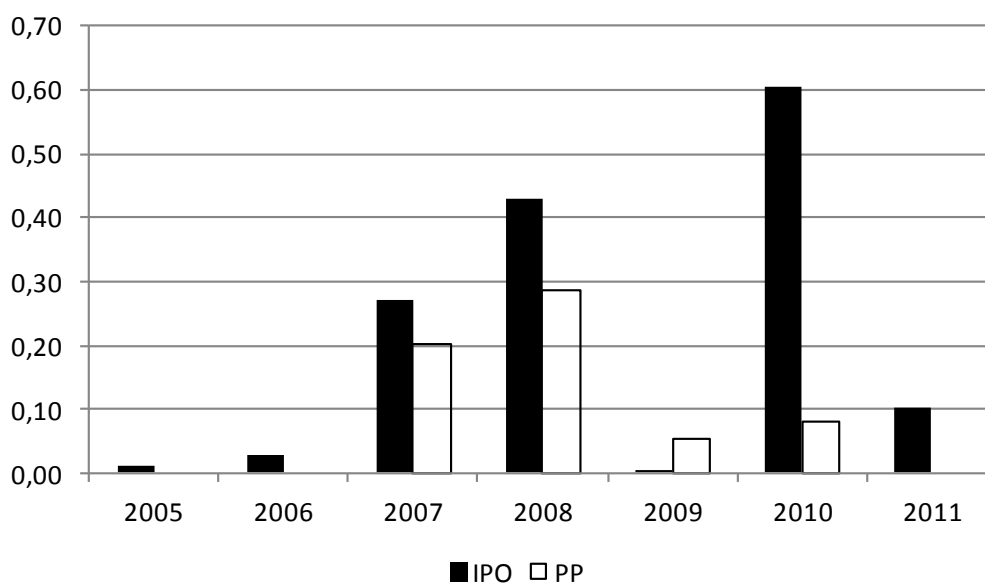


Рис. 2.6. Динаміка обсягу залученого капіталу підприємствами аграрного сектору економіки за допомогою публічних (IPO) та приватних (PP) розміщень акцій за 2005–2011 рр., млрд. дол.

Джерело: розраховано на основі даних з [49, с.113–114; 50]

На рис. 2.7 зображено S&P GSCI Сільськогосподарський Індекс (S&P GSCI Agriculture Index), який широко визнано для вимірювання динаміки цін на сільськогосподарські товари в світовій економіці, що включає в себе частки таких сільськогосподарських культур у світовому виробництві: пшениці (19,9%), канзас пшениці (5,0%), кукурудзи (30,5%), сої (15,6%), бавовни (7,9%), цукру (13,3%), кави (6,3%), какао (1,4%). Він розраховується на зваженому базисі від світового виробництва, який визначається середньою



кількістю виробленої продукції впродовж останніх п'яти років наявних даних [63].

S&P GSCI Сільськогосподарський Індекс показав швидке зростання від середини 2007 р., з найкращими показниками в 2008 р. (рис. 2.7).

Іпотечна криза в США, яка розпочалась влітку 2007 р. може бути одним із чинників такого розвитку прибутковості акцій. Інвестори швидко почали інвестувати в сільськогосподарські товари, де простежувався високий попит і, відповідно, – ціни зросли.

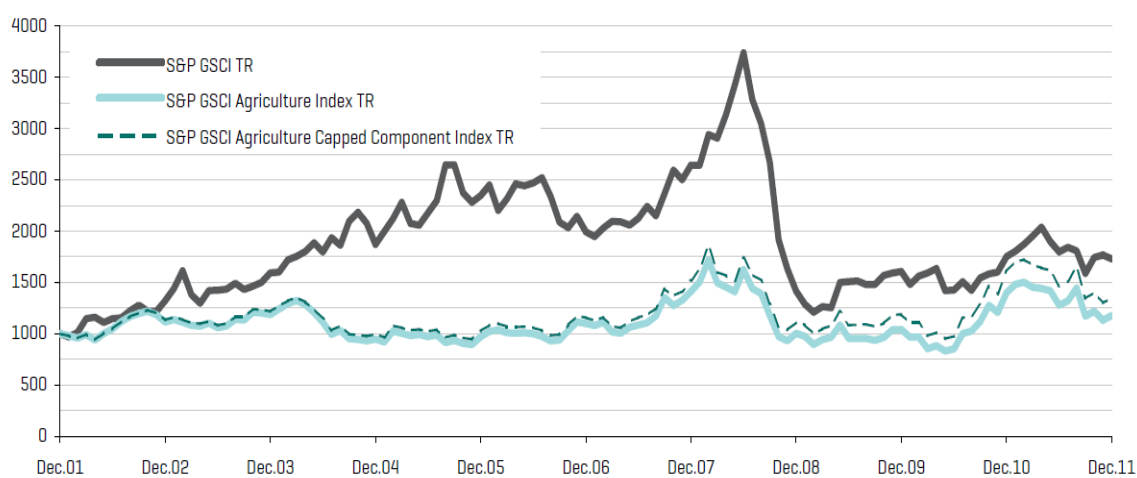


Рис. 2.7. Динаміка S&P GSCI Сільськогосподарського Індeksu (S&P GSCI Agriculture Index) за період 2001–2011 рр.

Джерело: [63]

Крім аналізу змін цін на сільськогосподарські продукти на світовому ринку, дослідимо розвиток вартості агропідприємств на фондовій біржі за допомогою S&P Глобального Індeksu Агробізнесу (S&P Global Agribusiness Index). Він включає в себе 24 найбільших підприємства агробізнесу з усього світу, акціями яких публічно торгують на фондових біржах. Індекс складається з виробників, дистриб'юторів і переробників сільськогосподарської продукції та постачальників обладнання і матеріалів (рис.2.8).

Якщо проаналізувати розвиток S&P Глобального Індексу Агробізнесу за період з 17.09.2008 до 2013 рр., то, як видно з рис. 2.8, на кінець 2010 р. припадає перший пік зростання індексу після фінансової кризи 2008 р.



Рис. 2.8. Динаміка S&P Глобального Індексу Агробізнесу (S&P Global Agribusiness Index) за період 17.09.2008 – 2013 рр.

Джерело: [64].

Порівняння моменту, коли українські агропідприємства вийшли на міжнародні фондові біржі, ринкової ситуації на основі S&P GSCI Сільськогосподарського Індексу та S&P Глобального Індексу Агробізнесу, засвідчує, що ці підприємства зробили первинне публічне розміщення за найсприятливішої ситуації на ринку – висока оцінка агропідприємств інвесторами – кінець 2007–2008 рр. Ще одна велика хвиля первинних публічних розміщень акцій українських агропідприємств простежувалася наприкінці 2010 р. Обидва індекси також показують подальше швидке зростання показників після піку в 2008 році [64].

Для спростування чи підтвердження гіпотези «вікна можливостей» слід проаналізувати фінансову звітність цих підприємств за наступні роки після проведення первинних публічних розміщень акцій. Якщо агропідприємства покажуть недостатній розвиток, тоді будуть виконані вимоги до гіпотези

«вікна можливостей». Аналіз будемо проводити за допомогою економіко-математичного моделювання на основі показника чистого прибутку (net income), взятого з річних фінансових балансів агропідприємств, опублікованих на їхніх веб-сайтах.

Економіко-математичні моделі загалом використовують для діагностики стану об'єктів управління, при вивченні динаміки соціально-економічних явищ і процесів, у моніторингу економічної кон'юнктури, при прогнозуванні та прийнятті раціональних управлінських рішень [65, с.3]. Дослідження динаміки поведінки економічних систем також дає змогу визначити перспективи їхнього розвитку, виявити можливі резерви, розробити комплекс адаптивних управлінських рішень, які забезпечать ефективне функціонування економічних об'єктів.

Методологічним апаратом економічної динаміки є економіко-математичне моделювання, зокрема економетричні моделі та методи математичного аналізу, диференціального і варіаційного числення [66, с. 205]. Одним із найбільш поширених способів моделювання тенденції часового ряду є побудова аналітичної функції, що характеризує залежність рівнів ряду від часу або тренду. Цей спосіб називають аналітичним вирівнюванням часового ряду [67, с. 110]. Оскільки залежність від часу може приймати різні форми, для її формалізації можна використовувати різні види функцій. Для побудови трендів найчастіше застосовують лінійний тренд, гіперболу, експоненційний тренд; тренд у формі степеневі функції та параболи другого і більш високого порядків. Параметри кожного з перерахованих вище трендів можна визначити звичайним методом найменших квадратів.

Проаналізуємо часові ряди показників чистого прибутку (net income) підприємств. Інформаційною базою значень показників служать дані з офіційних веб-сайтів підприємств (Додаток Ж).

Маємо справу з динамічним рядом, який містить низку моментів часу  $t_0, t_1, t_2, \dots, t_T$  та відповідних значень траєкторії  $Q_0, Q_1, Q_2, \dots, Q_T$  для кожного підприємства зокрема [66, с.209].

Одним із найважливіших завдань дослідження економічної динаміки є встановлення загальної закономірності (тенденції) розвитку. Для цього використовуємо методи згладжування ряду за допомогою середніх та аналітичне вирівнювання ряду (моделі тренда), тобто вираження головної тенденції розвитку у вигляді функції показника від часу.

Динамічний ряд для кожного досліджуваного нами підприємства та кожної галузі, який відображає деякий економічний процес, у межах періоду також має деяку закономірність динаміки – головну тенденцію.

Для побудови моделі тренду для кожного підприємства та галузі потрібно пройти декілька етапів. На першому етапі необхідно вибрати клас функцій тренда. На другому – оцінити параметри функцій. На третьому – зробити розрахунок значень формальних критеріїв апроксимації. На четвертому – провести аналіз залишкової компоненти динамічного ряду. На п'ятому – здійснити вибір функції тренда [66, с.240].

Використовують декілька способів визначення типу тенденції. До більш поширених відносяться якісний аналіз процесу, що вивчається, побудова і візуальний аналіз графіка залежності рівнів ряду від часу, розрахунок деяких основних показників динаміки.

Вибір найкращого рівняння у випадку, якщо ряд містить нелінійну тенденцію, можна здійснити шляхом перебору основних форм тренду, розрахунку за кожним рівнянням скоригованого коефіцієнта детермінації  $R^2$  і вибору рівняння тренду з максимальним значенням скоригованого коефіцієнта детермінації [67, с.110].

Реалізація цього методу відносно проста при комп'ютерній обробці даних. Для цього ми скористались пакетом SPSS. У нашому випадку найбільш адекватною формою кривої є кубічна парабола.

Різні економічні процеси або один і той самий процес, але у різні періоди свого розвитку, можуть суттєво відрізнитись за характеристиками розвитку, тому виділяють щонайменше чотири типи економічного розвитку: рівномірний, прискорений, уповільнений та розвиток із якісною зміною

характеристик динаміки впродовж періоду часу, який розглядають [66, с.220].

Для нашого дослідження зупинимось на трендових моделях розвитку зі зміною характеристик динаміки. Введемо позначення:  $Q(t)$  – фактична траєкторія динаміки,  $x(t)$  – модель тренда,  $x_t$  – фактичне значення показника динаміки ряду ( $t = \overline{1, T}$ ).

Характерною властивістю трендових моделей, що описують економічний розвиток із зміною характеристик динаміки, є наявність точки перегину траєкторії  $t=t^*$ , в якій абсолютне прискорення дорівнює нулю і змінює свій знак:

$$\hat{\varphi}(t^*) = \frac{d^2 x(t)}{dt^2} = 0 \quad (2.1)$$

Для такої ситуації можна використати такі моделі [36, с.233]:

1. Параболічно-логіфічна модель тренда

$$x(t) = b_0 + b_1 \ln t + b_2 \ln^2 t, \quad (2.2)$$

2. Трендова модель у вигляді параболи третього порядку

$$x(t) = b_0 + b_1 t + b_2 t^2 + b_3 t^3, \quad (2.3)$$

3. Трендова модель у вигляді логістичної функції  $x(t) = \frac{b_0}{1 + b_1 e^{-b_2 t}}$  (2.4)

4. Трендова модель у вигляді кривої Гомперця.  $x(t) = e^{b_0 b_1^t + b_2}$ . (2.5)

Аналізуючи часові ряди показників наших даних, бачимо, що ситуацію найкраще відображає друга модель – трендова модель у вигляді параболи третього порядку. Абсолютний приріст динаміки для цієї моделі розраховують за формулою:

$$\hat{\delta}(t) = b_1 + 2b_2 t + 3b_3 t^2 \quad (2.6)$$

Абсолютне прискорення:

$$\hat{\phi}(t) = \frac{d\hat{\delta}(t)}{dt} = 2b_2 + 6b_3t \quad (2.7)$$

Точка перегину траєкторії:  $t^* = -\frac{b_2}{3b_3}$ . Якщо  $t < t^*$ , то  $\hat{\delta}(t)$  зростає, якщо  $t > t^*$ , то  $\hat{\delta}(t)$  спадає.

За допомогою пакета SPSS для кожного підприємства розраховано коефіцієнти моделі та коефіцієнт детермінації. Результати здійснених розрахунків відображені в Додатку 3. Коефіцієнти детермінації  $R^2$  показують, скільки відсотків вибіркового об'єкта охоплює кожний вид рівняння.

Моделі тренду матимуть вигляд для аграрної галузі:

– для підприємства «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 підприємства «Укрпродукт 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 підприємства «Миронівський хлібопродукт (МНП)»:

$$x(t) = 2396920,7 - 2576947,5t + 835948t^2 - 69353,8t^3,$$

$R^2=0,953$  означає, що кубічна парабола охоплює 95,3% досліджуваних даних.

– для підприємства «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.

Використовуючи побудовані рівняння, можемо графічно зобразити досліджувану ситуацію розвитку агропідприємства до та після первинного публічного розміщення акцій (рис. 2.9, 2.10).

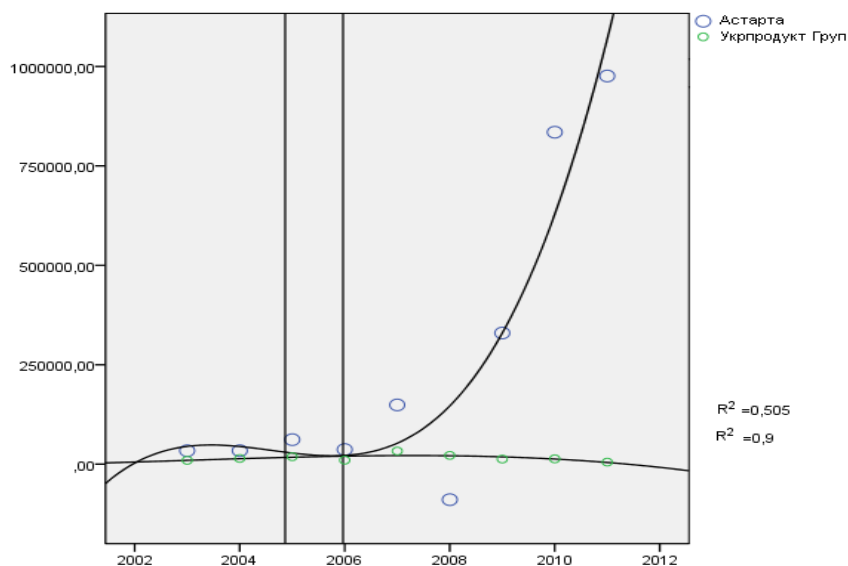


Рис. 2.9. Динаміка змін чистого прибутку (net income) агропідприємства «Астарта» та «Укрпродукт Груп» до та після первинного публічного розміщення акцій, тис. грн.

Джерело: розраховано автором на основі даних з [68; 69].

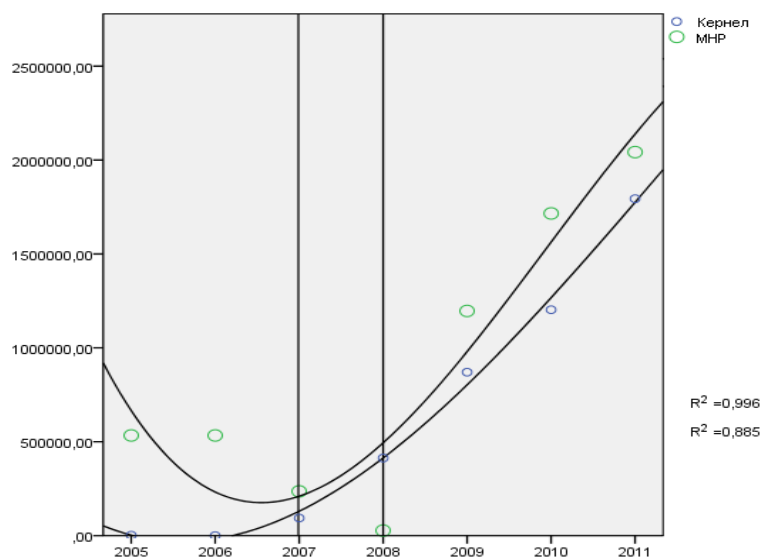


Рис. 2.10. Динаміка змін чистого прибутку (net income) агропідприємства «Кернел» та «Миронівський хлібопродукт (МНР)» до та після первинного публічного розміщення акцій, тис. грн.

Джерело: розраховано автором на основі даних з [70; 71].

Моделі тренду матимуть такий вигляд для решти підприємств аграрної галузі:

– для підприємства «AgroGeneration»:  $x(t) = 107711 - 312326,5t + 158527t^2 - 21386,5t^3$ ,  $R^2=1,00$  означає, що кубічна парабола охоплює 100,00% досліджуваних даних.

– для підприємства «Агротон»:  $x(t) = -607377 + 702222,6t - 225165,2t^2 + 22168,2t^3$ ,  $R^2=0,814$  означає, що кубічна парабола охоплює 81,4% досліджуваних даних.

– для підприємства «Мілкіленд»:  $x(t) = -2279,2 + 28519,6t + 28050,6t^2 - 5684t^3$ ,  $R^2=0,745$  означає, що кубічна парабола охоплює 74,5% досліджуваних даних.

– підприємства «Авангард»:  $x(t) = -827910,4 + 1549213,6t - 361844,8t^2 - 31543,6t^3$ ,  $R^2=0,996$  означає, що кубічна парабола охоплює 99,6% досліджуваних даних.

– для підприємства «Агроліга»:  $x(t) = 43524 - 15949,5t^2 + 4904,5t^3$ ,  $R^2=1,00$  означає, що кубічна парабола охоплює 100,00% досліджуваних даних.

– для підприємства «Індустріальна Молочна Компанія»:  $x(t) = 280267,2 - 333129,3t + 132881,1t^2 - 14333,6t^3$ ,  $R^2=0,884$  означає, що кубічна парабола охоплює 88,4% досліджуваних даних.

– для підприємства «ОВОСТАР»:  $x(t) = 92432,0 - 163942,7t + 106529,5t^2 - 14841,8t^3$ ,  $R^2=1,00$  означає, що кубічна парабола охоплює 100,00% досліджуваних даних.

Використовуючи побудовані рівняння, можемо графічно зобразити досліджувану ситуацію розвитку решти підприємств аграрної галузі до та після первинного публічного розміщення акцій (Додаток К).

На рис. 2.9 та 2.10 показано розвиток показника чистого прибутку для агропідприємств, які здійснили первинне публічне розміщення акцій в 2005–2008 рр. Отже, для таких підприємств є наявні дані стосовно їх розвитку щонайменше за наступні три роки після виходу на біржу.

На рис. 2.9 та 2.10, три підприємства («Астарта», «Кернел», «Миронівський хлібопродукт» – МНР) з чотирьох показали стрімке зростання показника чистого прибутку впродовж всіх проаналізованих років після



первинного публічного розміщення акцій. На підприємстві «Укрпродукт Груп» не простежувалося його зростання після здійснення первинного публічного розміщення акцій.

У Додатку К зображено розвиток агропідприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій в 2010–2011 рр. (наявні дані за один-два роки після проведення первинного публічного розміщення акцій). В п'ятьох («AgroGeneration», «Авангард», «ОВОСТАР», «Агроліга», «Індустріальна Молочна Компанія») з семи підприємств простежувалося зростання показника чистого прибутку після здійснення первинного публічного розміщення акцій.

На рис. 2.11 зображено розвиток показника чистого прибутку для аграрної галузі, який розраховувався як середній прибуток агропідприємств в кожному році, де охоплено всі агропідприємства, що провели первинне публічне розміщення акцій в 2005–2011 рр. Як видно з рис. 2.11, з початком проведення первинного публічного розміщення акцій в 2005 р. простежується зростання чистого прибутку агропідприємств. Отже, гіпотеза «вікна можливостей» для агропідприємств не підтверджується, оскільки незважаючи на те, що вони вибрали сприятливий час для проведення первинного публічного розміщення акцій, щоб скористатися із завищеної оцінки вартості підприємства інвесторами, але також вони показали позитивний розвиток після IPO.

Моделі тренду для сектору нерухомості:

– для підприємства «21 Століття»:

$$x(t) = -13250000 + 20270000t - 7507060,8t^2 + 753207,1t^3,$$

$R^2=0,274$  означає, що кубічна парабола охоплює 27,4% досліджуваних даних.

– для підприємства «ТММ»:

$$x(t) = 126954,3 - 132977,4t + 61035,4t^2 - 6752,2t^3,$$

$R^2=0,806$  означає, що кубічна парабола охоплює 80,6% досліджуваних даних.

– для підприємства «KDD Group N.V.»:

$$x(t) = 4001927,8 - 4009348,2t + 1131850,8t^2 - 94417,1t^3,$$

$R^2=0,333$  означає, що кубічна парабола охоплює 33,3% досліджуваних даних.

– для підприємства «Dragon-Ukrainian Properties & Development Plc (DUPD)»:

$$x(t) = 1981794,8 - 2634143,9t + 987628,2t^2 - 112911,9t^3,$$

$R^2=1,00$  означає, що кубічна парабола охоплює 100,00% досліджуваних даних.

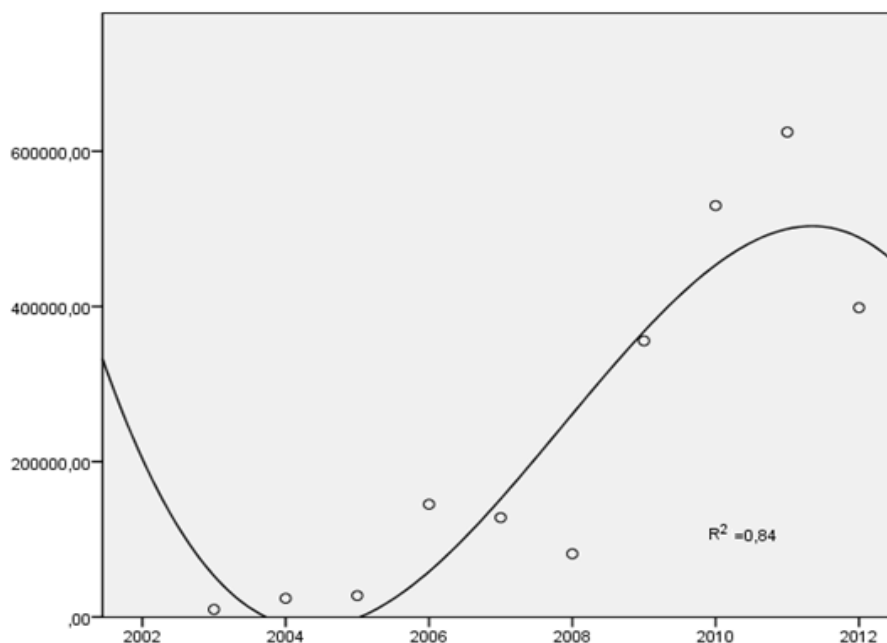


Рис. 2.11. Динаміка змін показника чистого прибутку для підприємств аграрної галузі, які провели первинне публічне розміщення акцій в 2005–2011 рр., тис. грн.

Джерело: розраховано автором на основі даних з [57; 68–71; 75–77; 82; 85; 86].

Використовуючи побудовані рівняння, можемо графічно зобразити досліджувану ситуацію розвитку підприємств сектору нерухомості до та після первинного публічного розміщення акцій.

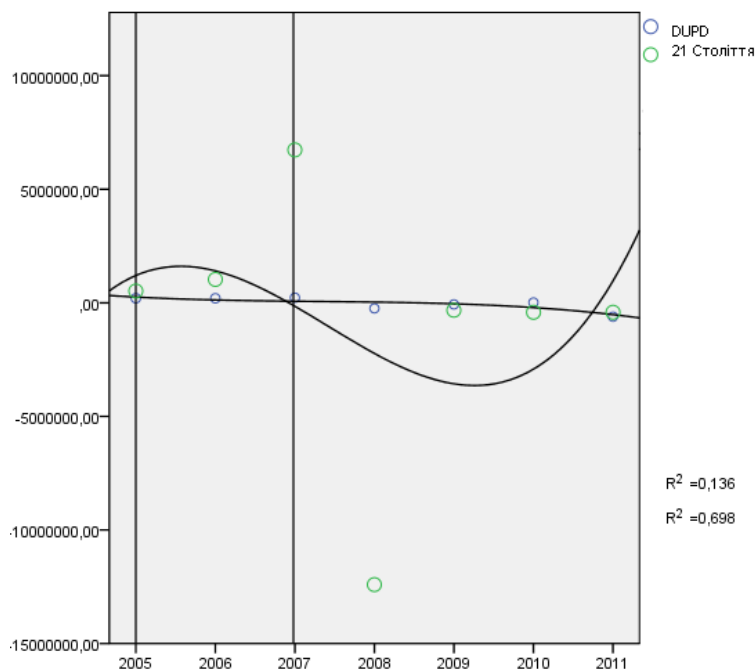


Рис. 2.12. Динаміка змін чистого прибутку (net income) підприємств сектору нерухомості «21 Століття» та «Dragon-Ukrainian Properties & Development Plc – DUPD» до та після первинного публічного розміщення акцій, тис. грн.

Джерело: розраховано автором на основі даних з [72; 74].

Як видно з рис. 2.12, підприємство «21 Століття», яке здійснило первинне розміщення акцій в 2005 р., в перший рік після первинного публічного розміщення показувало зростання чистого прибутку, однак через іпотечну кризу в 2008–2009 рр. простежувався спад, який мав місце після 2007 р. на підприємствах «Dragon-Ukrainian Properties & Development Plc – DUPD» та «KDD Group N.V.» (Додаток Л). Тільки одне підприємство – «ТММ» – показувало навіть в період кризи та після неї невелике зростання чистого прибутку (Додаток Л).

Моделі тренду для підприємства «Ferrexpo AG» з металургійної галузі:

$$x(t) = -578505,3 + 1312754,3t - 441778,9t^2 + 61847,4t^3,$$

$R^2=0,873$  означає, що кубічна парабола охоплює 87,3% досліджуваних даних.

Як видно з рис. 2.13, підприємство «Ferrexpo AG» – перше та єдине підприємство з металургійної галузі, яке провело первинне публічне розміщення акцій, показало стрімке зростання чистого прибутку після його здійснення в 2007 році.

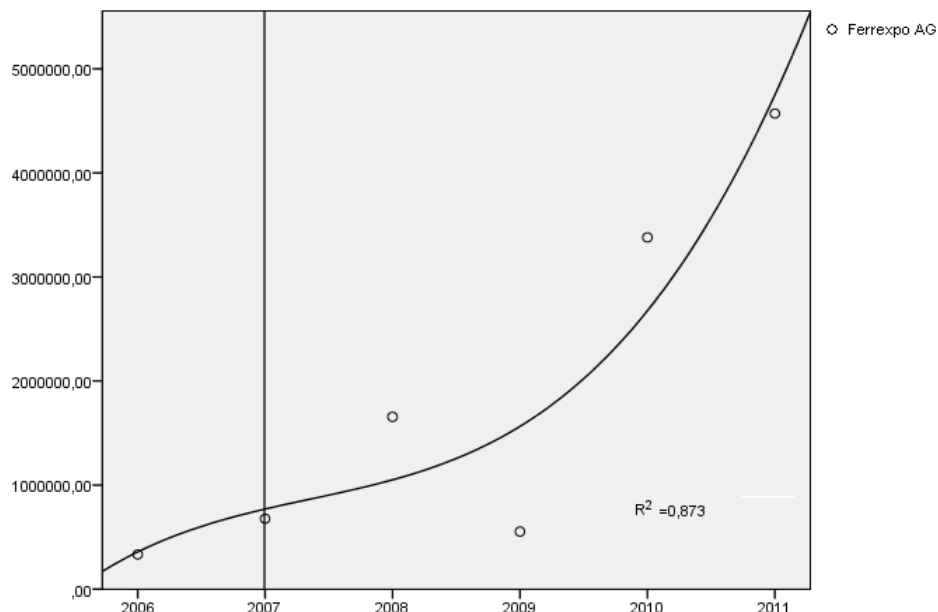


Рис. 2.13. Динаміка змін чистого прибутку (net income) підприємства з металургійної галузі «Ferrexpo AG» до та після первинного публічного розміщення акцій, тис. грн.

Джерело: розраховано автором на основі даних з [73]

Моделі тренду для інших галузей:

– для підприємства «Sadovaya Group» вугільного сектору економіки:

$$x(t) = -425230 + 516485,7t - 177293t^2 + 20509,3t^3,$$

$R^2=1,00$  означає, що кубічна парабола охоплює 100,00% досліджуваних даних.

– для підприємства «Coal Energy S.A.» з вугільної галузі економіки:

$$x(t) = -336389,5 + 394241,6t - 19986,1t^3,$$

$R^2=1,00$  означає, що кубічна парабола охоплює 100,00% досліджуваних даних.

– для підприємства «Cadogan Petroleum Plc» з нафто- і газодобувної галузі:

$$x(t) = -846791 + 1436262t - 710070,9t^2 + 88406,3t^3,$$

$R^2=0,838$  означає, що кубічна парабола охоплює 83,8% досліджуваних даних.

Використовуючи побудовані рівняння, можемо графічно зобразити досліджувану ситуацію розвитку підприємств до та після первинного публічного розміщення акцій (рис. 2.14)

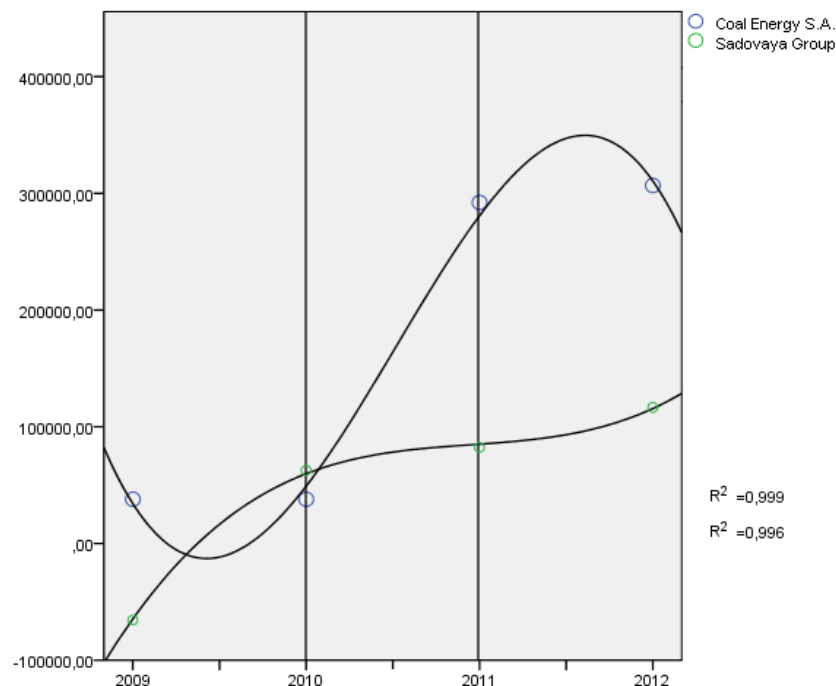


Рис. 2.14. Динаміка змін чистого прибутку (net income) підприємств вугільного сектору економіки «Coal Energy S.A.» та «Sadovaya Group» до та після первинного публічного розміщення акцій, тис. грн.

Джерело: розраховано автором на основі даних з [78; 84]

Як видно з рис. 2.14, два підприємства вугільної галузі економіки показали зростання чистого прибутку після здійснення первинного публічного розміщення акцій. Підприємства «Cadogan Petroleum Plc» з нафто- і газодобувної галузі, які здійснили первинне публічне розміщення акцій в 2008 р., перший рік показували спад, але вже в 2010–2011 рр. засвідчили зростання чистого доходу (рис. 2.15).

Отже, розвиток підприємства після проведення первинного публічного розміщення акцій є різнонаправленим залежно від приналежності підприємства до галузі національної економіки, ситуації на ринку та внутрішніх чинників підприємства.

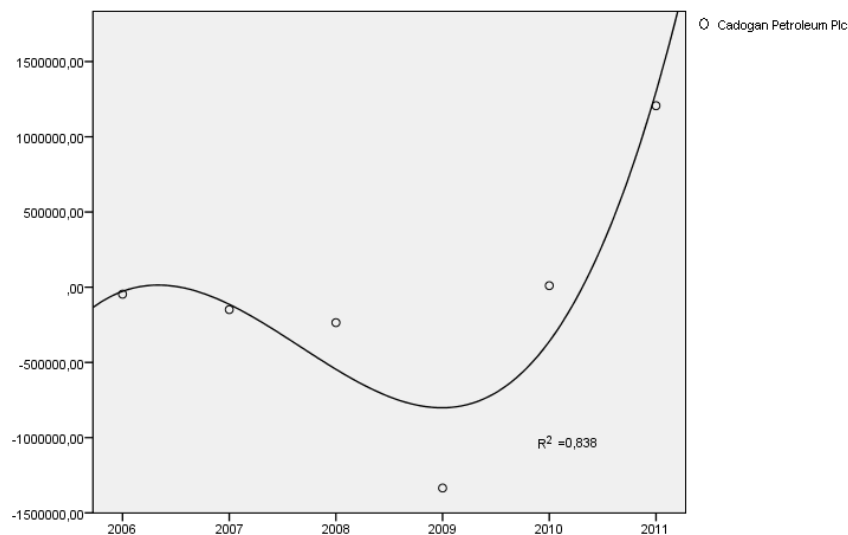


Рис. 2.15. Динаміка змін чистого прибутку (net income) підприємства «Cadogan Petroleum Plc» до та після первинного публічного розміщення акцій, тис. грн.

Джерело: розраховано автором на основі даних з [83].

У таблиці 2.2 зібрана інформація щодо віку підприємств до первинного публічного розміщення акцій. Як бачимо, більшість підприємств провели первинне публічне розміщення акцій тоді, коли були на ринку понад 10 років, незважаючи на те, до якої галузі вони належали. Це підтверджує правдивість теорії життєвого циклу, представники якої стверджують, що підприємства вирішують здійснити первинне публічне розміщення своїх акцій на фондовій біржі, коли вони вже знаходяться на певному рівні свого розвитку.

Експерти також стверджують, що однією з причин такого стану є те, що коли кількість інформації про підприємства, які вже знаходяться на ринку, є достатньою, тоді витрати на оцінку її справжньої вартості будуть низькими [32].

Згідно з теорією ієрархії (pecking order) за умови, що менеджери підприємства мають більше інформації щодо реальної вартості підприємства, ніж потенційні інвестори, підприємства використовують різні джерела фінансування (власні кошти, банківські кредити, венчурні фонди), лише в останню чергу використовуючи публічне розміщення акцій на фондовій біржі, стверджують Майерс С. і Маїлюф Н. (1984 р.) [29].

Таблиця 2.2

**Кількість років з початку заснування підприємства до моменту проведення первинного публічного розміщення акцій у 2005–2011 рр.**

Галузь	Компанія	Біржа	вік до IPO
Аграрна	«AgroGeneration»	NYSE (Alternext)	3
	«Авангард»	LSE	7
	«Укпродукт Груп»	LSE (AIM)	8
	«Миронівський хлібопродукт»	LSE	10
	«Кернел»	WSE	12
	«Астарта»	WSE	13
	«Індустріальна Молочна Компанія»	WSE	13
	«ОВОСТАР»	WSE	13
	«Мілкіленд»	WSE	16
	«Агротон»	WSE	18
	«Агроліга»	WSE (New connect)	19
Промислове в-во	«ВЕСТА»	WSE	19
Будівництво	«KDD Group N.V.»	LSE (AIM)	14
	«ТММ»	FSE (Open Market)	15
Металургія	«Ferrexpo AG»	LSE	більше 30
Вугільна	«Sadovaya Group»	WSE	15
	«Coal Energy S.A.»	WSE	16
Нафто- та газовидобувна	«Cadogan Petroleum Plc»	LSE	4

Джерело: розраховано автором на основі веб-сайтів вказаних підприємств, біржі: Франкфуртська – FSE, Лондонська – LSE, Скандинавська – OMX, ПФТС – PFTS, Віденська – Vienna, Варшавська – WSE, Нью-Йоркська – NYSE

Первинне публічне розміщення акцій на фондовій біржі, незважаючи на значні організаційні витрати, будуть проводити у випадку, коли підприємство зростає, має високе боргове навантаження, низьку ліквідність акцій та відсутність диверсифікації портфеля [29].

Як уже зазначалось, підприємствами аграрного сектору економіки було зроблено найбільшу кількість публічних (IPO) та приватних (PP) розміщень акцій, а також залучено найбільше грошового капіталу за період 2005–2011 рр. Як видно з рис. 2.6, основний пік залучень інвестицій припадав на 2007–2008 рр. та 2010 рік.

Через високий попит і, відповідно, зростання цін на сільськогосподарську продукцію, українським агропідприємствам необхідний був капітал для подальшого розвитку. У 2007–2008 рр. майже неможливо було залучити такі великі обсяги коштів на внутрішньому ринку, тому агропідприємства провели первинне публічне розміщення акцій на міжнародних фондових біржах. Однією з причин такого був низький рівень розвитку й низька ліквідність українського фондового ринку, що не дозволяло проведення великих первинних публічних розміщень акцій.

Крім того, було важко отримати кредит через зростання реальної інфляції, яке почалося в кінці 2007 р. з максимумом 31% у травні 2008 р. (рис. 2.16), Національний Банк України збільшив мінімальні обов'язкові резерви (листопад 2007 р.) та здійснив активну стерилізацію надлишкової ліквідності на грошовому ринку (у другому кварталі 2007 р.). Після таких заходів багато банків відчували брак української валюти. Деякі з них припинили свої програми з кредитування підприємств, внаслідок чого кредити для підприємств і населення стали занадто дорогими [87].

Ця криза ліквідності також негативно вплинула на ринок облігацій. Українські банки, які є головними держателями українських облігацій, почали продавати їх через брак грошей, в результаті чого їх процентні ставки збільшилися майже до 20%. Український ринок облігацій майже зупинився, оскільки не було ніякого сенсу для інвесторів купувати облігації з 14–15% річних, коли процентні ставки банків на кредити становили майже 20% [87].



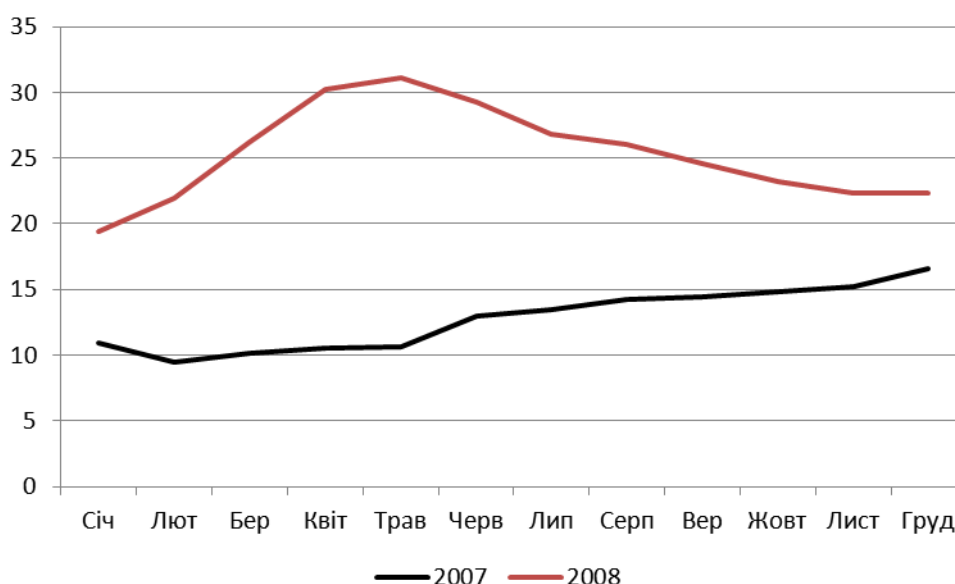


Рис. 2.16. Індекси споживчих цін на товари та послуги до відповідного місяця попереднього року за 2007–2008 рр., %

Джерело: [88].

Отже, теорія ієрархії (pecking order), описана С. Майерс і Н. Маїлюф у 1984 р., підтверджується для українських агропідприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій в 2007–2008 рр.

М. Пагано, Ф. Панетта, Л. Зінгалес у 1998 р. емпірично проаналізували, як первинне публічне розміщення акцій (IPO) на італійському ринку впливає на інвестиційну та фінансову політику підприємства. Вони порівняли стан інвестиційної та фінансової політик до та після первинного публічного розміщення акцій з такими ж великими за розміром підприємствами, що не проводили первинного публічного розміщення своїх акцій та були у приватній власності [28].

М. Пагано, Ф. Панетта, Л. Зінгалес виявили також, що новий, залучений за допомогою первинного публічного розміщення акцій, капітал використовувався не для фінансування подальших нових інвестицій, а для зменшення наявної заборгованості [28].

На основі аналізу фінансових балансів українських підприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій, ми перевірили результати

емпіричного дослідження М. Пагано, Ф. Панетта, Л. Зінгалес на українському ринку. В Додатку М зображено динаміку запозиченого капіталу в балансах підприємств. Як  $t_0$  позначено рік, коли підприємство провело первинне публічне розміщення акцій, а також показано два роки до та три роки після нього, в залежності від наявної інформації.

Як видно з Додатку М, у переважній більшості підприємств в наступний рік після проведення первинного публічного розміщення акцій простежувалося збільшення запозиченого капіталу, тобто залучені завдяки первинному публічному розміщенню акцій кошти підприємств використали не на погашення вже існуючої заборгованості. Отож, не підтверджується закономірність, визначена дослідженнями М. Пагано, Ф. Панетта, Л. Зінгалес на українському ринку переважно для сільськогосподарських підприємств.

Винятками стали тільки кілька підприємств:

- виробник батарейок та акумуляторів «ВЕСТА», який залучив 0,04 млрд. дол. за 25% в 2011 р. [49, с.113–114; 50];
- «Sadovaya Group» (вугільна галузь економіки) залучила 0,03 млрд. дол. за 25% в 2010 р. та «Coal Energy S.A.» отримав 0,08 млрд. дол. за 25% в 2011 р. [49, с.113–114; 50];
- будівельне підприємство «21 Століття» залучило 0,13 млрд. дол. за 35,7% в 2005 р. [49, с.113–114; 50];
- агропідприємство «Агроліга» залучило 0,01 млрд. дол. за 16,67% в 2011 р. [49, с.113–114; 50].

Дж. Брау, Б. Френсіс і Н. Когерс у 2003 р. дослідили питання вибору стратегії підприємства: провести первинне публічне розміщення акцій чи бути проданим іншому підприємству, яке уже має лістинг на фондовій біржі [34].

Якщо аналізувати українські підприємства, то в наступний рік після проведення первинного публічного розміщення акцій багато підприємств вклали залучений капітал в купівлю нових підприємств та інші інвестиційні

проекти з розширення бізнесу. Більшість з них належали до агропромислового сектору.

Наприклад, підприємство «Укрпродукт Груп», яке в 2005 р. продало 27,2% акцій за 0,01 млрд. дол. на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі, придбало в 2006 р. молочні заводи в м. Жмеринці та м. Летичів, забезпечивши підприємство ширшим доступом до нових районів постачання та заготівлі молока [89].

«Астарта», великий український виробник цукру, який продав 20 % акцій за 0,03 млрд. дол. на Варшавській фондовій біржі у 2006 р., провів у наступному році значне розширення підприємства за рахунок придбання нових агрофірм і збільшення розміру орендних земель [90].

«Кернел», який виробляє, очищає, продає соняшникову олію та експортує зерно, провів первинне публічне розміщення акцій на Варшавській фондовій біржі і отримав 0,21 млрд. дол. за 38% акцій у 2007 р. Наступного року він купив другий за величиною в Україні зерновий комплекс «Трансбалктермінал» – перевезення зернових вантажів у чорноморському порту м. Іллічівськ. Термінал зі щорічними обсягами перевалки понад 4,0 млн. тонн став для «Кернел Груп» основними воротами на міжнародні експортні ринки, підприємство отримало унікальну платформу для експорту зерна, виробленого в Україні. Воно розширило також свій земельний банк до 80 тисяч га сільськогосподарських земель. Фінансування сільськогосподарського напрямку підприємництва здійснювалося частково за рахунок додаткової емісії в березні 2008 р. в кількості 5400000 акцій, в результаті якої були залучені кошти в розмірі 0,08 млрд. дол. [91].

«Миронівський хлібопродукт (МХП)» – найбільший український виробник м'яса – здійснив продаж 19,4% акцій за 0,32 млрд. дол. шляхом первинного публічного розміщення акцій на Лондонській фондовій біржі в 2008 р. У цьому ж році МНП отримує контроль над 80% акцій заводу «Український бекон», що виробляє м'ясні продукти. У 2009 р. Миронівська

птахофабрика виходить на повну виробничу потужність (вводиться в експлуатацію друга виробнича лінія). Тепер потужність виробництва становить близько 200 тис. тонн курятини на рік. У вересні 2009 р. збільшуються потужності з переробки соняшника на «Катеринопільському елеваторі» [92].

«ОВОСТАР» провела первинне публічне розміщення акцій на Варшавській фондовій біржі, в рамках якого було продано 25% акцій від капіталу підприємства за 0,03 млрд. дол. у 2011 р. У цьому ж році підприємство збудувало маслоекстракційний завод з виробництва соняшникової олії і шроту, а на заводі з виробництва яєчних продуктів «ОВОСТАР» було завершено монтаж цеху з переробки яєчної шкаралупи на порошок [93].

Таким чином, українські підприємства залучені внаслідок проведення первинного публічного розміщення акцій кошти використали для розширення та розвитку своєї підприємницької діяльності.

Отже, нами було проведено тестування на українських підприємствах двох типів теорій, що намагаються пояснити причини, чому підприємства проводять первинне публічне розміщення акцій (життєвого циклу та вибору моменту виходу на біржу).

Тестування теорії вибору моменту виходу на біржу (гіпотеза «вікна можливостей») для підприємств аграрної галузі (оскільки саме цими підприємствами було залучено найбільше капіталу за допомогою первинного публічного розміщення акцій), засвідчило таке: якщо порівняти час, коли українські агропідприємства вийшли на міжнародні фондові біржі, ринкову ситуацію на основі 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), бачимо, що ці підприємства зробили первинне публічне розміщення за найсприятливішої ситуації на ринку – висока оцінка

агропідприємств інвесторами – кінець 2007–2008 рр. Ще одна велика хвиля первинних публічних розміщень акцій українських агропідприємств простежувалася в кінці 2010 р. Обидва індекси також показують подальше швидке зростання показників після піку в 2008 р. [64]. Також переважна більшість агропідприємств після проведення первинного публічного розміщення акцій показала зростання чистого прибутку. Якщо аналізувати інші галузі, наприклад, сектор нерухомості, то переважна більшість підприємств показували спад чистого прибутку, в основному через іпотечну кризу в 2008–2009 рр.

«Ferrexpo AG» – перше та єдине підприємство з металургійної галузі, яке провело первинне публічне розміщення акцій, показало стрімке зростання чистого прибутку після його здійснення в 2007 р. Два підприємства вугільної галузі національної економіки підтвердили зростання чистого прибутку після здійснення первинного публічного розміщення акцій. Підприємство «Cadogan Petroleum Plc» з нафто- і газодобувної галузі, яке здійснило первинне публічне розміщення акцій в 2008 р., перший рік показувало спад, але вже в 2010–2011 рр. засвідчило зростання чистого доходу (рис. 2.15).

З цього випливає висновок, що розвиток підприємства після проведення первинного публічного розміщення акцій є різнонаправленим, залежно від приналежності підприємства до галузі національної економіки, ситуації на ринку та внутрішніх чинників розвитку підприємства.

Наступний тип теорій – теорії життєвого циклу, прихильники якого стверджують, що підприємства вирішують здійснити первинне публічне розміщення своїх акцій на фондовій біржі, коли вони вже знаходяться на певному рівні свого розвитку. Якщо аналізувати українські підприємства, то більшість провели первинне публічне розміщення акцій уже тоді, коли були на ринку понад 10 років, незважаючи на те, до якої галузі вони належали.

Згідно з теорією ієрархії (pecking order) за умови, що менеджери підприємства мають більше інформації щодо реальної вартості підприємства,

ніж потенційні інвестори, підприємства використовують різні джерела фінансування (власні кошти, банківські кредити, венчурні фонди), в останню чергу застосовуючи публічне розміщення акцій на фондовій біржі, стверджують С. Майерс і Н. Маілюф [29]. Основний пік залучень капіталу агропідприємствами за допомогою первинного публічного розміщення припадав на 2007–2008 рр. та 2010 р. У 2007–2008 рр. було майже неможливо залучити великі обсяги коштів на внутрішньому ринку (зростання реальної інфляції, яке почалося в кінці 2007 р. з максимумом 31% у травні 2008 р., Національний Банк України збільшив мінімальні обов'язкові резерви (листопад 2007 р.) та здійснив активну стерилізацію надлишкової ліквідності на грошовому ринку (у другому кварталі 2007 р.), тому агропідприємства провели первинне публічне розміщення акцій на міжнародних фондових біржах. Теорія ієрархії (pecking order) підтверджується для українських агропідприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій в 2007–2008 рр.

М. Пагано, Ф. Панетта, Л. Зінгалес у 1998 р. виявили, що новий, залучений за допомогою первинного публічного розміщення акцій капітал не використовувався для фінансування подальших нових інвестицій, а для зменшення наявної заборгованості [28]. Наше дослідження підтвердили, що для переважної більшості вітчизняних підприємств наступного року після проведення первинного публічного розміщення акцій простежувалося збільшення запозиченого капіталу, тобто, залучені кошти підприємства використали не на погашення вже існуючої заборгованості.

Дж. Брау, Б. Френсіс, і Н. Когерс у 2003 р. дослідили питання вибору стратегії підприємства: провести первинне публічне розміщення акцій чи бути проданим іншому підприємству, яке уже має лістинг на фондовій біржі [34]. Проведений аналіз українських підприємств засвідчує, що в наступний рік після проведення первинного публічного розміщення акцій багато підприємств вклали залучений капітал в купівлю нових підприємств або в інші інвестиційні

проекти з розширення бізнесу. Це було характерним переважно для підприємств агропромислового сектору України.

### **2.3. Дослідження змін цін на акції українських підприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій на зарубіжних фондових ринках**

У цьому підрозділі буде здійснено аналіз зміни цін на акції українських підприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій на різних фондових біржах за кордоном. Ми дослідимо розвиток цін на акції в коротко- та довгостроковому періодах, перевіримо також на українських підприємствах теорії, які досліджують заниження вартості (*underpricing*) акцій підприємств, тобто коли підприємства продають свої акції недооціненими: ціна закриття в перший день торгів, як правило, набагато вища порівняно з початковою ціною розміщення акцій. Внаслідок цього підприємства втрачають свої можливі прибутки.

Ступінь заниження вартості акцій підприємств є різним в залежності від країни. Наприклад, Дж. Ріттер, Я. Уелч у 2002 р. проаналізували понад 6249 угод первинних публічних розміщень акцій за 1980–2001 рр., здійснених в США (Додаток Д) і з'ясували, що в середньому в перший день прибуток з акції становить 18,8%, тобто підприємство поставило занижену вартість на свої акції [12].

У підрозділі 1.3 були описані теорії, які ставлять за мету пояснити причини заниження вартості (*underpricing*) акцій підприємств. Основні типи теорій [35, с.379]:

- асиметричної інформації (припускають, що один з учасників угоди має більше інформації, ніж інші);
- інституційні (зосереджуються на трьох основних чинниках, які впливають на функціонування ринку: судові спори, податки, діяльність інвестиційних банків, спрямована на стабілізацію ціни);

– теорії управління підприємством (стверджують, що продаж акцій за заниженою ціною допомагає сформувати базу акціонерів, щоб зменшити втручання інших зовнішніх інвесторів, коли підприємство стає публічним);

– теорії аналізу поведінки інвесторів (вплив ірраціональних, тобто так званих «інвесторів настрою» на ціну акцій, які можуть спричинити ситуацію, що ціна акції стане нижчою від їх реальної вартості).

Аналіз зміни ціни на акції українських підприємств, які здійснили первинне публічне розміщення акцій на фондових біржах, буде здійснюватися в два етапи:

– *I етап* – перевірка, чи серед українських підприємств спостерігалось заниження вартості (underpricing) акцій в перший день виходу на біржі;

– *II етап* – подальший розвиток акцій в коротко- та довгостроковому періодах за різні відрізки часу від початку торгів (3, 6, 12, 24, 36, 48, 60, 72 чи 84 місяці).

Загалом, для дослідження обрано 20 підприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій впродовж 2005–2011 рр. на Лондонській, Варшавській, Франкфуртській та Нью-Йоркській біржах та стосовно діяльності яких була наявною офіційна фінансова звітність.

У таблиці 2.3 зображено процентний дохід/ витрати ( $R_i$ ) в перший день торгів на акції агропідприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій. Його розраховано як співвідношення заключної до початкової ціни в перший день торгів за такою формулою:

$$R_i = P_{i,1} / P_{i,0} - 1 \quad (2.8)$$

де  $P_{i,0}$  – початковий біржовий курс акцій підприємства  $i$  в перший день торгів;  
 $P_{i,1}$  – біржовий курс закриття акцій підприємства  $i$  в перший день торгів

Як видно з таблиці 2.3, максимальна недооцінка (underpricing) акцій в перший день виходу на біржі +4% простежувалася в підприємстві «Мілкіленд». Переважна більшість агропідприємств показала вартість акцій нижче 4%. В трьох агропідприємствах простежувалися від’ємні показники



(«Агротон», «Агроліга», «Індустріальна Молочна Компанія»), тобто ціна акції, з якою підприємство вийшло на біржу в перший день торгів, була завищено (overpriced).

Таблиця 2.3

**Процентний дохід/ витрати  
в перший день торгів на акції агропідприємств,  
які провели первинне публічне розміщення акцій у 2005–2011 рр., %**

Компанія	Біржа	Дата виходу	Процентний дохід/витрати в перший день торгів
«Укрпродукт Груп»	LSE (AIM)	11.02.2005	3
«Астарта»	WSE	17.08.2006	0
«Кернел»	WSE	23.11.2007	0
«Миронівський хлібопродукт»*	LSE	09.05.2008	3
«AgroGeneration»*	NYSE (Alternext)	01.03.2010	3
«Авангард»	LSE	29.04.2010	0
«Агротон»	WSE	08.11.2010	-1
«Мілкленд»	WSE	06.12.2010	4
«Агроліга»	WSE (New connect)	11.02.2011	-11
«Індустріальна Молочна Компанія»	WSE	04.05.2011	-2
«ОВОСТАР»	WSE	29.06.2011	2

Джерело: розраховано автором на основі даних з [84–103] (процентний дохід/ витрати розраховували, як співвідношення заключної ціни в другий день торгів до заключної ціни в перший день торгів).

У таблиці 2.4 представлено процентний дохід/ витрати в перший день торгів на акції підприємств з інших галузей, які провели первинне публічне розміщення акцій. Ситуація є подібною до випадку з агропідприємствами – наявна невелика недооцінка вартості акцій підприємств, також простежувалася переоцінка в двох підприємствах («Cadogan Petroleum Plc», «KDD Group N.V.»).

З деяких теорій можна зробити висновок, чому відбувається заниження вартості (underpricing) акцій підприємств. Як згадувалося в підрозділі 1.1, ключовими учасниками угоди про первинне публічне розміщення акцій є

підприємство, яке випускає акції, інвестиційний банк-консультант та інвестори, що купують акції. Найбільш поширеними є теорії, які припускають, що один з учасників угоди має повнішу інформацію, ніж інші (asymmetric models).

Інвестиційний банк, який проводить розміщення акцій, впродовж процесу формування замовлень (bookbuilding) має можливість отримати більше інформації від поінформованих інвесторів. Після визначення початкового діапазону ціни на акції інвестиційний банк та підприємство-емітент проводять «роуд-шоу», щоб розрекламувати підприємство серед майбутніх перспективних інвесторів. За допомогою цього можна визначити попит з боку потенційних інвесторів.

Таблиця 2.4

**Процентний дохід/ витрати  
в перший день торгів на акції підприємств,  
які провели первинне публічне розміщення акцій у 2005–2011 рр., %**

Галузь	Компанія	Біржа	Дата виходу	Процентний дохід/витрати в перший день торгів
Будівництво	«21 Століття»*	LSE (AIM)	13.12.2005	0
	«ТММ»*	FSE (Open Market)	30.05.2007	4
	«DUPD»*	LSE (AIM)	01.06.2007	15
	«KDD Group N.V.»*	LSE (AIM)	14.12.2007	-2
Металургія	«Ferrexpo AG»	LSE	15.06.2007	5
Промислове в-во	«BECTA»	WSE	15.06.2011	0
Вугільна	«Sadovaya Group»	WSE	30.12.2010	4
	«Coal Energy S.A.»	WSE	04.08.2011	1
Нафто- та газовидобувна	«Cadogan Petroleum Plc»	LSE (AIM)	18.06.2008	-11

Джерело: розраховано автором на основі даних з [50; 103–108] (процентний дохід/витрати розраховували, як співвідношення заключної ціни в другий день торгів до заключної ціни в перший день торгів).

Отже, приклад українських підприємств, які здійснили первинне публічне розміщення акцій, засвідчує, 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. (наприклад, підприємство «Cadogan Petroleum Plc»).

На наступному етапі проаналізуємо зміну цін на акції українських підприємств, які здійснили первинне публічне розміщення акцій на фондових біржах в довгостроковому періоді за різні відрізки часу (3, 6, 12, 24, 36, 48, 60, 72 чи 84 місяці після первинного публічного розміщення акцій). Об'єктом дослідження будуть підприємства, які провели первинне публічне розміщення акцій впродовж 2005–2011 рр. на Лондонській і Варшавській біржах та по яких була наявна офіційна звітність.

Процентний дохід/ витрати ( $R_{i,t}$ ) з акції підприємства будемо розраховувати за такою формулою:

$$R_{i,t} = P_{i,t} / P_{i,1} - 1 \quad (2.9)$$

де  $P_{i,t}$  – біржовий курс закриття акцій підприємства  $i$  в день торгів  $t$ ;

$P_{i,1}$  – біржовий курс закриття акцій підприємства  $i$  в перший день торгів

$t = 3, 6, 12, 24, 36, 48, 60, 72$  чи  $84$  місяці після первинного публічного розміщення акцій.

Також проаналізуємо, чи відрізнялися зміни цін на акції українських підприємств в довгостроковому періоді порівняно з ринком. Для цього буде вивчено індекси фондових бірж, на майданчиках яких було здійснено первинне публічне розміщення акцій. Для Варшавської фондової біржі (WSE) використано WIG Індекс, який включає в себе всі підприємства, зареєстровані на WSE основного майданчику. Індекс WIG забезпечує принцип диверсифікованості, спрямований на обмеження частки одного підприємства та однієї галузі на біржі. Для Лондонської фондової біржі використовувалися FTSE AIM ALL SHARE INDEX для альтернативного майданчика, FTSE ALL SHARE INDEX для основного майданчика.

Процентний дохід/ витрати ( $R_{m \text{ index},t}$ ) на ринку будуть розраховуватися за такою формулою:

$$R_{m \text{ index},t} = P_{\text{index},t} / P_{\text{index},1} - 1 \quad (2.10)$$

де  $R_{\text{index},t}$  – курс закриття індексу відповідної біржі на момент  $t$ ;

$R_{\text{index},1}$  – курс закриття індексу відповідної біржі в перший день проведення первинного публічного розміщення акцій підприємством;

$t$  : 3, 6, 12, 24, 36, 48, 60, 72 чи 84 місяці після первинного публічного розміщення акцій.

У світовій практиці проводиться розрахунок підвищеного процентного доходу/витрат 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 первинне публічне розміщення акцій та продав їх на вторинному ринку в момент часу  $t$ , зможе отримати підвищений (більший, ніж середній) процентний дохід/витрати [48, с.69].

Підвищений процентний дохід/ витрати за стратегією «купуй та тримай» (BHAR<sub>*i,t*</sub>) буде розраховуватися за такою формулою:

$$\text{BHAR}_{i,t} = R_{i,t} - R_{m \text{ index},t} \quad (2.11)$$

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

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

$t$ : 3, 6, 12, 24, 36, 48, 60, 72 чи 84 місяці після первинного публічного розміщення.

У таблиці 2.5 наведено дані по  $R_{i,t}$ ,  $R_{m \text{ index},t}$  та BHAR<sub>*i,t*</sub> для агропідприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій в 2005–2008 рр., також показано розвиток цих показників в різні періоди: короткостроковий (3 та 6 місяці) та довгостроковий (12, 24, 36, 48, 60, 72 чи 84 місяці) після первинного публічного розміщення акцій в залежності від офіційних фінансових звітів.

Як видно з таблиці 2.5, «Кернел» – виробник соняшникової олії та експортер зерна, який провів первинне публічне розміщення акцій на Варшавській фондовій біржі і отримав 0,16 млрд. дол. за 38 % акцій [50], показав доволі високий підвищений процентний дохід за стратегією «купуй та тримай» (BHAR), в деякі періоди більше 100%. З іншого боку, «Миронівський хлібопродукт» – найбільший український виробник м'яса, який здійснив продаж 19,4 % акцій за 0,32 млрд. дол. на Лондонській фондовій біржі в 2008 р. [50], показав надалі в основному негативну динаміку і в короткостроковому, і в довгостроковому періодах, незважаючи на те, що це був найвищий обсяг залученого капіталу серед українських агропідприємств впродовж 2005–2008 рр.

Таблиця 2.5

**Розрахунки підвищеного процентного доходу/витрати  
за стратегією «купуй та тримай» (BHAR) для агропідприємств,  
які провели первинне публічне розміщення акцій в 2005–2008 рр., %**

Компанія	Біржа	Дата виходу	3м	6м	12м	24м	36м	48м	60м	72м	84м
		11.02.2005	11.05.2005	11.08.2005	13.02.2006	12.02.2007	11.02.2008	11.02.2009	11.02.2010	14.02.2011	13.02.2012
«Укпродукт Груп»	LSE (AIM)	$R_{i,t}$	9	-2	-7	-29	27	-79	-58	-57	-76
		$R_{m \text{ index},t}$	-11	-3	3	0	-13	-64	-41	-14	-28
		$R_{i,t} - R_{m \text{ index},t}$	20	2	-9	-29	40	-15	-17	-43	-48
«Астарта»	WSE	17.08.2006	17.11.2006	19.02.2007	17.08.2007	18.08.2008	17.08.2009	17.08.2010	17.08.2011	17.08.2012	19.08.2013
		$R_{i,t}$	-8	-15	-9	89	51	235	310	238	295
		$R_{m \text{ index},t}$	12	27	32	-5	-19	-1	-4	-2	16
		$R_{i,t} - R_{m \text{ index},t}$	-20	-42	-40	94	70	235	314	240	279
«Кернел»	WSE	23.11.2007	25.02.2008	23.05.2008	24.11.2008	23.11.2009	23.11.2010	23.11.2011	23.11.2012	25.11.2013	
		$R_{i,t}$	54	46	-47	65	154	165	176	85	
		$R_{m \text{ index},t}$	-12	-17	-52	-28	-18	-33	-21	-2	
		$R_{i,t} - R_{m \text{ index},t}$	66	63	5	93	172	198	197	87	
«Миронівський хлібопродукт»	LSE	09.05.2008	11.08.2008	10.11.2008	11.05.2009	10.05.2010	09.05.2011	09.05.2012	09.05.2013		
		$R_{i,t}$	-13	-69	-62	-18	4	-17	16		
		$R_{m \text{ index},t}$	-11	-30	-28	-12	-2	-9	10		
		$R_{i,t} - R_{m \text{ index},t}$	-2	-39	-34	-5	6	-7	7		

Джерело: розраховано автором на основі даних з [94; 96; 97; 103] (при розрахунках у випадках, коли дата припадала на вихідні, вибиралася дата наступного робочого дня).

У той же час «Астарта», великий український виробник цукру, який продав 20% акцій за 0,03 млрд. дол. на Варшавській фондовій біржі в 2006 р.

[50], незважаючи на негативну короткострокову динаміку процентних показників, зумів у довгостроковому періоді підтвердити дуже високий підвищений процентний дохід за стратегією «купуй та тримай» (BHAR), в деякі періоди – більше 300%. Однак, «Укрпродукт Груп», виробник молочних продуктів, який був першим українським агропідприємством, що зробило первинне публічне розміщення акцій на міжнародній фондовій біржі та продало 27,2% акцій за 0,01 млрд. дол. на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі [50], незважаючи на позитивні короткострокові показники, в довгостроковому періоді показав в основному негативні показники.

У таблиці 2.6 наведені дані по  $R_{i,t}$ ,  $R_{m\ index,t}$  та  $BHAR_{i,t}$  для агропідприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій в 2010–2011 рр.

Таблиця 2.6

**Розрахунки підвищеного процентного доходу/витрати  
за стратегією «купуй та тримай» (BHAR) для агропідприємств,  
які провели первинне публічне розміщення акцій в 2010–2011 рр., %**

Компанія	Біржа	Дата виходу	3м	6м	12м	24м	36м
«Авангард»	LSE	29.04.2010	29.07.2010	29.10.2010	03.05.2011	30.04.2012	29.04.2013
		$R_{i,t}$	-14	-3	30	-7	-43
		$R_{m\ index,t}$	-5	2	9	3	18
		$R_{i,t} - R_{m\ index,t}$	-9	-5	21	-10	-61
«Агротон»	WSE	08.11.2010	08.02.2011	09.05.2011	08.11.2011	08.11.2012	08.11.2013
		$R_{i,t}$	42	7	-21	-61	-92
		$R_{m\ index,t}$	1	3	-12	-8	13
		$R_{i,t} - R_{m\ index,t}$	41	3	-8	-53	-105
«Мілкленд»	WSE	06.12.2010	07.03.2011	06.06.2011	06.12.2011	06.12.2012	06.12.2013
		$R_{i,t}$	17	6	-60	-60	-68
		$R_{m\ index,t}$	2	4	-18	-3	11
		$R_{i,t} - R_{m\ index,t}$	14	1	-42	-57	-79
«Агроліга»	WSE (New connect)	11.02.2011	11.05.2011	11.08.2011	13.02.2012	11.02.2013	11.02.2014
		$R_{i,t}$	-22	-42	-41	2	-76
		$R_{m\ index,t}$	3	-18	-13	-2	11
		$R_{i,t} - R_{m\ index,t}$	-25	-24	-28	3	-86
«Індустріальна Молочна Компанія»	WSE	04.05.2011	04.08.2011	04.11.2011	04.05.2012	06.05.2013	
		$R_{i,t}$	-17	-26	2	20	
		$R_{m\ index,t}$	-14	-17	-19	-10	
		$R_{i,t} - R_{m\ index,t}$	-3	-9	21	30	
«ОВОСТАР»	WSE	29.06.2011	29.09.2011	29.12.2011	29.06.2012	01.07.2013	
		$R_{i,t}$	-4	11	45	22	
		$R_{m\ index,t}$	-21	-22	-16	-8	
		$R_{i,t} - R_{m\ index,t}$	17	33	61	30	

Джерело: розраховано автором на основі даних з [11; 43] (при розрахунках у випадках, коли дата припадала на вихідні, вибиралася дата наступного робочого дня).

Так, група підприємств «ОВОСТАР» – провідне агропромислове підприємство України, що входить до трійки лідерів виробників курячих яєць в країні, показала позитивний розвиток своїх акцій і в короткостроковому, і довгостроковому періодах. Однак, в двох агропідприємствах – «Авангард» (0,2 млрд. дол. за 22,5% акцій на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі) та «Агроліга» (0,001 млрд. дол. за 16,67% акцій на Варшавській фондовій біржі) простежувалися негативні показники впродовж всього періоду [50].

Два агропідприємства – «Мілкіленд» (0,08 млрд. дол. за 22% акцій на Варшавській фондовій біржі [50]) та «Агротон» (0,05 млрд. дол. за 26,2% акцій на Варшавській фондовій біржі [50]) в короткостроковому періоді показували позитивні показники, в довгостроковому – лише негативні.

Підсумовуючи результати дослідження динаміки підвищеного процентного доходу/витрат за стратегією «купуй та тримай» (ВНАР) для агропідприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій в 2005–2011 рр., можна констатувати, що загалом:

- два агропідприємства впродовж всього періоду показували досить позитивні показники («ОВОСТАР», «Кернел»),
- три агропідприємства («Миронівський хлібопродукт», «Авангард», «Агроліга») мали переважно негативні показники,
- решта – зі змінними показниками («Мілкіленд», «Агротон», «Укрпродукт Груп», «Астарта», «Індустріальна Молочна Компанія»).

У таблиці 2.7 зображено розвиток ВНАР для підприємств сфери нерухомості. Як видно з даних таблиці, в коротко- та довгостроковій перспективі простежувалися переважно негативні показники.

Розвиток ціни на акції інших підприємств, крім аграрних та сфери нерухомості, представлено в таблиці 2.8. Підприємство «Fergexro AG», яке залучило в 2007 р. 0,42 млрд. дол. за продані акції [50], єдине серед усіх підприємств показало позитивний розвиток впродовж всього досліджуваного періоду. У деяких періодах ВНАР сягав більше 200%. Слід також відзначити,

що це було перше первинне публічне розміщення акцій в металургійній галузі.

Негативний розвиток акцій і в короткостроковому, і в довгостроковому періодах простежувався у двох підприємствах: нафто- і газодобувне підприємство «Cadogan Petroleum Plc» (0,27 млрд. дол. за продаж 26% акцій [50]), виробник батарейок та акумуляторів «ВЕСТА», яке залучило 0,04 млрд. дол. за продаж 25% акцій в 2011 р. [50].

Два підприємства вугільного сектору економіки: «Sadovaya Group» (0,03 млрд. дол. за продаж 25% акцій [50]) та «Coal Energy S.A.» (0,08 млрд. дол. за продаж 25% акцій [50]) показували в короткостроковому періоді позитивний розвиток акцій, однак в довгостроковому періоді були негативні показники.

Таблиця 2.7

**Розрахунки підвищеного процентного доходу/витрати за стратегією «купуй та тримай» (BHAR) для підприємств сфери нерухомості, які провели первинне публічне розміщення акцій в 2005–2011 рр., %**

Компанія	Біржа	Дата виходу	3м	6м	12м	24м	36м	48м
«21 Століття»	LSE (AIM)	13.12.2005	13.03.2006	13.06.2006	13.12.2006	13.12.2007	15.12.2008	14.12.2009
		$R_{i,t}$	24	-6	-2	125	-98	-97
		$R_{m \text{ index},t}$	13	1	1	1	-63	-38
		$R_{i,t} - R_{m \text{ index},t}$	11	-8	-2	124	-35	-59
«KDD Group N.V.»	LSE (AIM)	14.12.2007	14.03.2008	16.06.2008	15.12.2008	14.12.2009		
		$R_{i,t}$	-12	-15	-97	-81		
		$R_{m \text{ index},t}$	-4	-4	-63	-38		
		$R_{i,t} - R_{m \text{ index},t}$	-8	-11	-34	-43		

Джерело: розраховано автором на основі даних з [50] (при розрахунках у випадках, коли дата припадала на вихідні, вибиралася дата наступного робочого дня)

Отже, серед 17-ти проаналізованих нами підприємств, стосовно яких була наявна інформація:

– три підприємства (двоє агропідприємств – «Кернел», «ОВОСТАР» та металургійне підприємство «Фергехро АГ») показали позитивні показники в розвитку акцій і в короткостроковому, і в довгостроковому періодах;



– сім підприємств (три агропідприємства – «Миронівський хлібопродукт», «Авангард», «Агроліга», два підприємства сектору нерухомості – «21 Століття», «KDD Group N.V.», нафто- і газодобувне підприємство «Cadogan Petroleum Plc», виробник батарейок та акумуляторів «ВЕСТА») показали негативний розвиток акцій майже у всіх проаналізованих періодах нашого дослідження;

– в двох агропідприємствах – «Астарта» та «Індустріальна Молочна Компанія» – простежувалися негативні показники в короткостроковому періоді, однак в довгостроковому періоді ці підприємства зуміли вийти на позитивні показники;

– решта п'ять підприємств, незважаючи на позитивні показники розвитку акцій в перші періоди, не змогли втримати ці позиції в довгостроковому періоді і показали негативний розвиток акцій.

Отже, переважна більшість українських підприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій на міжнародних біржах, показали негативні показники розвитку своїх акцій в довгостроковому періоді порівняно з першим днем торгів, тобто інвестору було вигідніше продати акції українських підприємств в короткостроковому періоді, ніж в середньо- чи довгостроковому періодах.

Існує кілька можливих причин падіння котирувань акцій українських підприємств на міжнародних біржах [87]:

– зміна статусу підприємств з приватного на публічний та невміння менеджменту слідувати всім канонам публічності підприємства. Публічність призводить до залежності розвитку вартості акцій підприємства не тільки від реального стану справ на підприємстві, але і від чуток та думок гравців фондового ринку – міноритаріїв, чиновників, аналітиків. Ситуація ускладнюється, якщо підприємство маловідоме на ринку або підприємство невелике та не може повідомляти багато новин про себе на фондовий ринок, тоді котирування теж падають;

– незначна кількість інвесторів, що зважилися на купівлю цінних паперів нового для ринку підприємства. Особливо ця проблема актуальна для невеликих за європейськими мірками підприємств, які при розміщенні не користувалися послугами великих інвестиційних банків. Отже, коло інвесторів буде вузьким та обсяги торгів акціями – невеликими. Відсутність попиту безпосередньо позначається на котируваннях акцій після первинного публічного розміщення акцій.

– політичні події в Україні, суттєві зміни у законодавстві;

– негативна кон'юнктура на ринках збуту продукції підприємства, яке здійснило первинне публічне розміщення акцій;

– негативні фінансові показники підприємства після проведення первинного публічного розміщення акцій. Особливо це стосується підприємств, які запускають одразу після первинного публічного розміщення акцій новий масштабний проект на кошти акціонерів або латають фінансові дірки, які були старанно замасковані у процесі підготовки до первинного публічного розміщення акцій. У підсумку, інвестори масово продають акції, що призводить до падіння котирувань і зниження обсягів торгів, в тому числі через недоступність інформації про бізнес і внутрішні процеси в підприємстві та країні, тому інвесторам важко розібратися в основних причинах зниження фінансових показників підприємств, особливо невеликих за розміром;

– інтерес інвесторів до інших підприємств з тієї ж країни або з того ж сектора економіки. Більшість інституційних інвесторів, як правило, мають квоту на купівлю акцій підприємств з певних ринків. Тому, якщо інші підприємства того ж регіону (України, СНД або Східної Європи) проводять первинне публічне розміщення акцій, інвестори продають частину раніше придбаних акцій та купують акції підприємств – новачків, які є краще розрекламованими інвестиційними банками;

– переоціненість акцій. Як правило, будь-яке публічне підприємство стає заручником надто оптимістичних прогнозів аналітиків, опублікованих незадовго до розміщення. Причому до завищених оцінок схильні і незалежні

аналітики, і фахівці інвестиційних банків, які безпосередньо займаються організацією первинного публічного розміщення підприємства.

Таблиця 2.8

**Розрахунки підвищеного процентного доходу/витрати за стратегією «купуй та тримай» (BHAR) для решти підприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій в 2005–2011 рр., %**

Компанія	Біржа	Дата виходу	3м	6м	12м	24м	36м	48м	60м	72м
«Fertexro 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
«ВЕСТА»	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: розраховано автором на основі даних з [104–108] (при розрахунках у випадках, коли дата припадала на вихідні, вибиралася дата наступного робочого дня).

Проблема не лише в зацікавленості інвестиційних банків у позитивних відгуках про підприємство (чим дорожче буде проданий бізнес, тим більше комісійних за угоду отримає інвестиційний банк-організатор), а й у небажанні аналітиків публікувати негативні звіти в принципі. Будь-яке підприємство в перспективі може стати клієнтом їхнього інвестиційного банку, тому поступове зниження ціни акцій впродовж наступних 2–3 років після проведення первинного публічного розміщення у більшості випадків є неминучим.

Дослідження динаміки зміни цін на акції підприємств (підрозділ 1.3), які провели первинне публічне розміщення акцій на американському,

європейських фондових ринках та в країнах, що розвиваються, підтверджують, що в довгостроковому періоді вони мають негативний розвиток порівняно з першим днем торгів.

Отож, проведений нами аналіз динаміки розвитку акцій підприємств, які здійснили первинне публічне розміщення акцій на міжнародних фондових ринках показав, що:

– інвестиційний банк зумів правильно визначити вартість акцій українських підприємств в перший день торгів, оскільки простежувалася невисока недооцінка вартості (*underpricing*) та все ж в деяких підприємствах вартість акції була завищена (*overpriced*);

– в довгостроковому періоді переважна більшість українських підприємств підтвердила негативні показники розвитку своїх акцій порівняно з першим днем торгів.

## **Висновки до розділу 2**

Проведений нами аналіз динаміки розвитку первинного публічного розміщення акцій українських підприємств впродовж 2005–2011 рр. на міжнародних фондових біржах, їх фінансових результатів, зміни цін на акції дозволяє стверджувати наступне:

1. На Лондонській фондовій біржі (LSE) було залучено найбільший обсяг капіталу українськими підприємствами за допомогою первинного публічного розміщення акцій. 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 великої кількості інвесторів та значним обсягом торгів. Друге та третє місце посідають Франкфуртська та Варшавська біржі, які використовувались переважно середніми за величиною підприємствами, що прагнули розмістити свої акції.

2. Основними причинами, які унеможливають для багатьох вітчизняних підприємств залучення капіталу на міжнародних фондових ринках, є: по-перше, високі витрати, тому лише великі підприємства можуть виходити на первинне публічне розміщення акцій; по-друге, непрозорість структури підприємства та фінансової звітності.

3. Найбільший обсяг капіталу з допомогою первинного публічного розміщення акцій українськими підприємствами було залучено в таких галузях як аграрна, сектор нерухомості та металургія.

4. Нами 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.

Поряд з цим тестування гіпотези «вікна можливостей», яке проводилося на основі дослідження показника чистого прибутку (net income) аграрних підприємств за наступні роки після проведення первинних публічних розміщень акцій засвідчило, що переважна більшість агропідприємств мала тенденцію до зростання чистого прибутку. Отже, гіпотеза «вікна можливостей» для агропідприємств не підтверджується.

5. Тестування теорій життєвого циклу, прихильники яких стверджують, що підприємства вирішують здійснити первинне публічне розміщення своїх акцій на фондовій біржі, коли вони вже знаходяться на певному рівні свого розвитку, підтверджує їх правильність (вітчизняні підприємства виходили на ринок, коли мали досвід господарської діяльності понад 10 років, незалежно від того, до якої галузі вони належали). Аналіз фінансових балансів 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 них належали до агропромислового сектору.

6. Нами було перевірено на українських підприємствах достовірність теорій, які досліджують заниження вартості (underpricing) акцій підприємств, тобто коли підприємства продають свої акції недооціненими: ціна закриття в перший день торгів, як правило, є набагато вищою порівняно з початковою ціною розміщення акцій. Внаслідок цього підприємства втрачають свої потенційні прибутки. Результати дослідження підтвердили, 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.

7. Аналіз динаміки зміни цін акцій українських підприємств, що здійснили первинне публічне розміщення акцій на фондових біржах в довгостроковому періоді за різні відрізки часу (3, 6, 12, 24, 36, 48, 60, 72 чи 84 місяці після первинного публічного розміщення акцій), підтвердив, що переважна більшість українських підприємств показали негативні показники розвитку цін своїх акцій в довгостроковому періоді порівняно з першим днем торгів, тобто інвестору було вигідніше продати акції українських підприємств в короткостроковому періоді, ніж в середньо- чи довгостроковому періодах.

8. Систематизовано причини падіння котирувань акцій українських підприємств на міжнародних біржах: зовнішні (незначна 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 первинне публічне розміщення акцій; 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 первинного публічного розміщення акцій; переоціненність акцій, оскільки, як правило, будь-яке публічне підприємство стає заручником надто оптимістичних аналітичних прогнозів, опублікованих незадовго до їх розміщення).

### РОЗДІЛ 3

## НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ ПЕРВИННОГО ПУБЛІЧНОГО РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ УКРАЇНСЬКИМИ ПІДПРИЄМСТВАМИ

### 3.1. Покращення інфраструктури фондового ринку в контексті первинного публічного розміщення акцій підприємствами

Проаналізуємо, які перепони перешкоджали здійсненню первинного публічного розміщення акцій підприємствами на українському фондовому ринку. Треба відзначити, що головною з них був недостатній рівень розвитку інфраструктури ринку цінних паперів. Під інфраструктурою розуміють систему інститутів, які функціонують на фондовому ринку. Склад інфраструктури такий: *професійні учасники* – торговці цінними паперами; *організатори торгівлі* – фондові біржі та позабіржові фондові торговельні системи; *посередники в торговельних угодах* – брокери та дилери; *посередницькі фінансові інститути* – комерційні банки, небанківські депозитні установи, кредитні асоціації, спілки, ощадні інститути, страхові підприємства, пенсійні фонди, інвестиційні підприємства, інвестиційні фонди, депозитарії, розрахунково – клірингові банки; *саморегульовані організації ринку цінних паперів; інформаційно-аналітичні інститути.*

У першому розділі нашого дослідження проводився огляд різних теорій, які можуть дати відповіді на такі питання:

– чому підприємства проводять первинне публічне розміщення своїх акцій і чому саме у визначений момент?

– чому в перший день торгів продаж акцій проводиться за заниженою ціною (*underpricing*)?

У другому розділі здійснено аналіз ринку первинного публічного розміщення акцій українських підприємств та проведено тестування теорій, які досліджувались у першому розділі. Як було зазначено в другому розділі, переважна більшість українських підприємств проводили первинне публічне



розміщення акцій на зарубіжних фондових біржах, таких як Лондонська, Варшавська та Франкфуртська. Це свідчило про неадекватний розвиток вітчизняної інфраструктури ринку цінних паперів. Тому в цьому розділі ми дослідимо причини, які стримували більшість вітчизняних підприємств від проведення первинного публічного розміщення акцій на українських біржах впродовж 2005–2011 рр., проаналізуємо також, що вже було зроблено з 2012 р. для покращення ефективності фондового ринку України та визначимо основні чинники, які впливають на прийняття раціонального управлінського рішення підприємствами щодо IPO; проведемо їх класифікацію та запропонуємо факторну модель даного рішення.

Аналіз динаміки залученого обсягу капіталу впродовж 2005–2008 рр. українськими підприємствами на міжнародних фондових ринках засвідчує, що ними було отримано 2,1 млрд. дол. за допомогою первинного публічного розміщення акцій та 1,6 млрд. дол. у випадку приватного розміщення акцій. Менші обсяги капіталу були залучені вже у наступний період впродовж 2009–2011 рр.: первинне публічне розміщення акцій – 0,9 млрд. дол. та приватне розміщення акцій – 0,2 млрд. дол. [див. підрозділ 2.1, рис. 2.1].

Велику роль на фінансовому ринку відіграють організатори торгівлі – фондові біржі, а зі зростанням масштабів операцій – позабіржові фондові торговельні системи. Ринок цінних паперів поділяється на організований та неорганізований. Організований ринок цінних паперів – це функціонуючі на ньому фондові біржі та позабіржові торговельні системи. Неорганізований ринок – укладання угод з цінних паперів поза біржею. В Україні поступово створюється інфраструктура фондового ринку: функціонують фондові біржі, Перша фондова торговельна система (ПФТС), створено широку мережу посередницьких інститутів, реєстраторів і зберігачів цінних паперів, діють депозитарій НБУ для державних цінних паперів, Національний депозитарій та Міжрегіональний фондовий союз (МФС) – для корпоративних цінних паперів.

Дослідження організації торгівлі на ринку цінних паперів України показує, що станом на 31.12.2008 р. загальна кількість фондових бірж

становила десять, крім того, існувала одна торговельно-інформаційна система (Дочірнє підприємство Асоціації «Південноукраїнська торговельно-інформаційна система» – «Південь-Сервер»).

Це такі фондові біржі України [109, с.28]:

- Київська міжнародна фондова біржа
- Придніпровська фондова біржа
- Східно-Європейська фондова біржа
- Українська біржа
- Українська міжбанківська валютна біржа
- Українська міжнародна фондова біржа
- Українська фондова біржа
- Фондова біржа «ІННЕКС»
- Фондова біржа «Перспектива»
- Фондова біржа «ПФТС».

Їх частка в обсягах торгів виконаних біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі у 2008 р. становила [109, с.28] (рис. 3.1):

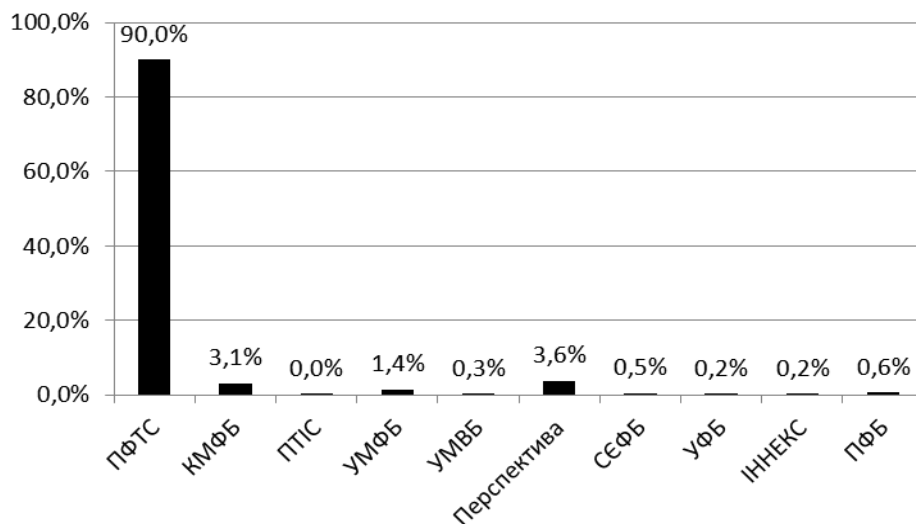


Рис. 3.1 Розподіл обсягів торгів виконаних біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі у 2008 р., %

Джерело: [109, с.29].

Як видно з рисунку 3.1, понад 90% всього обсягу торгівлі здійснювалося на фондовій біржі «ПФТС» в 2008 р., а всі інші зареєстровані фондові біржі покривали решту 10% обсягу торгівлі [109, с.29]. Надалі ситуація змінилась і на кінець 2011 р. частка ПФТС зменшилася до 37,7% (рис. 3.2). Однак, фондова біржа «ПФТС» ще відігравала важливу роль на українському ринку цінних паперів впродовж аналізованого нами періоду 2005–2011 рр.

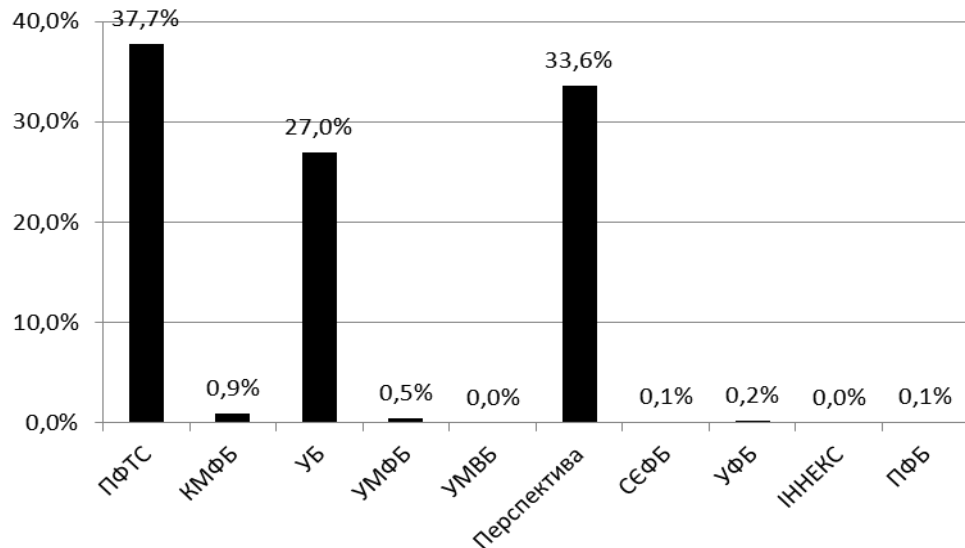


Рис. 3.2. Розподіл обсягів торгів виконаних біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі у 2011 р., %

Джерело: [110, с.32].

Торгова система фондової біржі «ПФТС» складається з «ринку котирувань» та «ринку заявок» (рис. 3.3). «Ринок котирувань» побудований за принципом Quote-Driven Market та використовується в основному для вторинних торгів акціями, державними, муніципальними та корпоративними облігаціями, цінними паперами ІСІ та деривативами [111].

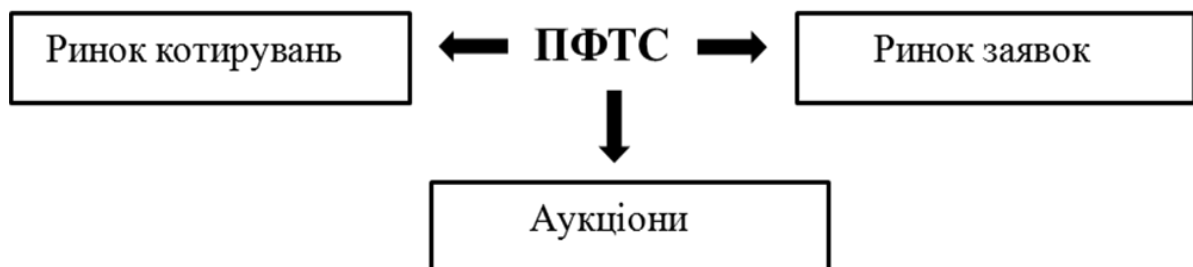


Рис. 3.3. Структура Фондової біржі ПФТС

Джерело: розраховано автором на основі [111]

«Ринок заявок» працює за принципом Order-Driven Market, де учасники торгів можуть виводити на ринок велику кількість різнотипних заявок на купівлю/продаж і автоматично укладати угоди при перехрещенні умов зустрічних заявок. Це дозволяє багаторазово впродовж одного дня купувати і продавати ті самі цінні папери з попереднім 100% депонуванням цінних паперів на рахунках зберігачів [111].

Крім того, ПФТС організовує аукціони з продажу цінних паперів Фондом державного майна України, підприємствами, що проводять первинне публічне розміщення власних цінних паперів, або навпаки, розпродують власні активи в цінних паперах (рис. 3.3). Це односторонній аукціон, що передбачає проведення торгів шляхом надання учасниками конкурентних пропозицій на замовлення ініціатора аукціону стосовно продажу або купівлі цінних паперів [111].

Оскільки велика частина первинного публічного розміщення аукціонів проводилася для Фонду державного майна України, коли підприємства, які належали державі, проходили приватизацію, тобто їх продавали іншим інвесторам, то таку динаміку можна пояснити тільки часом, коли державою були прийняті відповідні рішення про приватизацію державних підприємств.

У 2010 р. в Україні близько 95,0% біржових торгів на національному фондовому ринку було сконцентровано на трьох біржах – ПАТ «Фондова біржа ПФТС», ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» та ПАТ «Українська біржа», а у 2012 р. – 98,2% [112, с.25; 113, с.18].

Вперше на вітчизняному фондовому ринку у 2009 р. відбулось збільшення частки обсягів виконаних біржових контрактів на фондовій біржі «Перспектива» з 3,64% (2008 р.) до 31,69% (2009 р.), тобто в 10 разів та поступове зниження частки фондової біржі «ПФТС» до 38,75%, яка ще у 2008 р. займала провідне місце на національному фондовому ринку [109, с.29; 112, с.24].

Частка обсягів виконаних біржових контрактів у 2010 р. на фондовій біржі «Перспектива» знизилась на 3,78 відсоткових пункти і становила 27,9%,

проте надалі вона постійно зростала: 33,6% у 2011 р. та 55,3% у 2012 р., тому з огляду перспектив розвитку українського фондового ринку важливе місце належатиме саме цій фондовій біржі [112, с.24; 113, с.9].

Кількість членів фондової біржі «Перспектива» дещо менша, ніж УБ та ПФТС, але частка членів біржі у загальній кількості торговців цінними паперами, ліцензованих НКЦПФР, зросла з 15,4% (2011) до 16,7% (2012). Крім того, в розрахунку на 1 члена фондова біржа генерує найвищі обсяги торгів (до 1,35 млрд. грн.), що свідчить про залучення до участі в біржових торгах, насамперед, провідних операторів фондового ринку і кожний другий член біржі реально укладав договори на ній впродовж 2012 р. [113, с.27].

Фондова біржа «Перспектива» першою в Україні запровадила ринок заявок, легітимний електронний документообіг (2007 р.), self-listing (2010 р.), надійну і ефективну модель клірингу та розрахунки через спеціалізовану небанківську платіжну систему (2009 р.), зареєструвала специфікації (2011 р.) і запустила в обіг процентні строкові контракти (2012 р.) та впровадила додаткове забезпечення в цінних паперах (2013 р.) [114].

Важливим програмним продуктом є ВІТ eTrade IPO – торговий термінал емітента/андеррайтера при первинному розміщенні акцій. Так, вже 31.12.2012 р. кількість користувачів системи електронного документообігу ПЗ ВІТ eTrade Mail та ПЗ ВІТ eReport (найбільш масових програмних продуктів розробки ТОВ «ВІТ Продакшн») зросла до 494 та 265 ТЦП, тобто 76% та 41% від загальної кількості ліцензованих [114].

Позитивну динаміку на цій біржі у 2012 р. демонструвала кількість маркет-мейкерів та цінних паперів, щодо яких маркет-мейкери підтримували ліквідність на біржі. Так, станом на 1.01.2013 р. статус маркет-мейкера мали 26% членів біржі за 83 ЦП (22% біржового списку) [113, с.29]. Універсальний підхід до стимулювання ліквідності та постійна модернізація біржових технологій сприяють лідерству в організації торгів ФБ «Перспектива».

Третя основна біржа – Українська фондова біржа (УФБ), – є першим створеним у 1991 р. біржовим ринком цінних паперів в Україні. Біржові торги

відбуваються в системі електронних торгів СЕЛТ УФБ, а також у вигляді «торгів з голосу» в операційних залах біржі та її філій. Біржовий ринок представлений сегментами: ринки заявок СЕЛТ УФБ, ринок розміщення, ринок приватизації, ринок одностороннього аукціону та ринок цінних паперів, на які звернено стягнення. Клірингові послуги надає на УФБ ПАТ «Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках» [115].

Удосконалення функціонування національних фондових бірж, в тому числі покращення стандартів з надання фінансових послуг, є необхідною умовою підвищення конкурентоспроможності ринку цінних паперів та успішної інтеграції його у міжнародний ринок капіталів.

Тому в Положенні про функціонування фондових бірж, затвердженому рішенням НКЦПФР від 22.11.2012 р. №1688, визначається, що внесення та перебування цінних паперів у першому та другому рівнях лістингу та «допущені до торгів» здійснюються лише за ініціативи емітента цих цінних паперів, а також відповідно до певних мінімальних вимог до акцій [116].

Вимоги до підприємств є уніфікованими та до першого рівня лістингу на вищезазначених біржах є такими [117–119]:

- мінімальний термін здійснення діяльності – 3 роки
- мінімальний розмір чистих активів – 100 млн. грн.
- мінімальний розмір річного доходу від реалізації за останній фінансовий рік – 100 млн. грн.
- мінімальна ринкова капіталізація – 100 млн. грн.
- критерій ліквідності – кожного з останніх 6 місяців укладалось не менше 100 біржових контрактів, середньомісячна вартість яких складала не менше 10 млн. грн.
- фінансовий результат – відсутність збитків за підсумками двох останніх фінансових років
- частка акцій у вільному обігу (free float) – 15 %.

Крім того, аналіз Правил та Додатків до Правил бірж засвідчує, що для підприємств, що здійснюють торги на ФБ «УФБ» та ФБ «ПФТС», додано вимогу стосовно наявності біржового курсу – не рідше одного разу на два тижні та щодо мінімальної кількості акціонерів – 0,5 тис. (для ФБ «ПФТС») [117–119].

Для участі в другому рівні лістингу підприємствам достатньо виконати наступні вимоги: мінімальний термін здійснення діяльності – 3 міс., мінімальний розмір чистих активів – 50 млн. грн., мінімальна ринкова капіталізація – 50 млн. грн., критерій ліквідності – кожного з останніх 3 місяців укладалось не менше 10 біржових контрактів, середньомісячна вартість яких у той час складала не менше 0,25 млн. грн. На ФБ «ПФТС» та ФБ «УФБ» додатково застосовують вимогу про наявність біржового курсу – не рідше одного разу на місяць [117–119].

Вся частка акцій у вільному обігу (free float) десяти українських підприємств з індексного кошика УФБ оцінюється в розмірі менше 300 млн. дол., що є дуже малою сумою навіть для одного хорошого іноземного фонду, – підсумовують експерти [120].

Як видно з таблиці 3.1, за результатами 2011 р. до рейтингу ПФТС увійшло 5 емітентів акцій першого рівня лістингу, впродовж 2007–2010 рр. це число коливалося від 10 до 12. До другого рівня лістингу в 2011 р. потрапило 36 емітентів акцій (це було найбільше число) впродовж 2007–2011 рр. У 2011 р. «допущеними до торгів» були 126 емітентів акцій.

Таблиця 3.1

### Кількість інструментів (акцій), включених до рейтингу ПФТС

Інструмент	2007	2008	2009	2010	2011
Акції	293	222	174	186	167
Котирувальний список 1-го рівня	10	12	12	11	5
Котирувальний список 2-го рівня	29	24	30	33	36
ЦП допущені до обігу	254	186	132	142	126

Джерело: [121, с.11]

У таблиці 3.2 представлено інформацію про підприємства, які провели первинне публічне або приватне розміщення акцій на фондовій біржі ПФТС впродовж 2005–2009 рр., та обсяги залученого ними капіталу. Наведені дані підтверджують, що українські підприємства переважно проводили приватне розміщення своїх акцій на фондовій біржі ПФТС і обсяги залученого капіталу були незначними та становили майже в десять разів менше, ніж на міжнародних фондових біржах. Також представлені підприємства з різних галузей – таких, як банківська, страхова, роздрібна торгівля, аграрна, будівництво тощо.

Однак для середніх та великих підприємств однією з основних причин проведення первинного публічного розміщення акцій на зарубіжних фондових біржах є невеликі обсяги торгів на українських біржах. Українські підприємства мають можливість отримати набагато вищу ціну за свої акції на міжнародних фондових біржах, оскільки там присутня значна кількість великих інвесторів.

Іншими причинами є [122]:

- недосконалість вітчизняного законодавства (відносини між власниками підприємства, права міноритарних акціонерів, закон про акціонерні товариства);
- низька ліквідність цінних паперів;
- низький рівень розвитку українського ринку цінних паперів з високими ризиками для іноземних та українських інвесторів.

Варто також відзначити, що частина національного ринку цінних паперів є «прихованою» з метою несплати податків, тобто торгівля цінними паперами відбувається на неорганізованому ринку [122].

Ще однією проблемою впродовж аналізованого нами періоду (2005–2011 рр.) було існування трьох депозитаріїв в Україні: Національний Депозитарій України (НДУ), Міжрегіональний фондовий союз (МФС) та Депозитарій Національного банку України (має виключне право розпоряджатися облігаціями уряду). Передумовою об'єднання депозитаріїв стало створення в



лютому 2008 р. двох з трьох депозитаріїв – Національного банку України (НБУ) і Міжрегіонального фондового союзу (МФС) разом з фондовою біржею ПФТС.

Таблиця 3.2

**Обсяги капіталу, залученого на фондовій біржі ПФТС  
впродовж 2005–2009 рр., млрд. дол.**

	Галузь	Компанія	Рік	Залучений капітал, млн. дол.
Первинне публічне розміщення	Банківська	«Укрінбанк»	2006	36,0
Приватне розміщення	Аграрна	«Вініфрут»	2007	15,0
		«УкрРос»	2007	42,0
	Автомобільна	«Автокраз»	2005	4,5
	Банківська	«Родовід»	2006	48,0
		«Форум»	2005	22,0
		«Мегабанк»	2006	22,0
		«Мегабанк»	2009	40,2
	Страхування	«Оранта»	2007	39,7
		«Універсальна»	2006	34,0
	Медіа	«КП Медіа»	2006	11,0
	Нафто- та газовидобувна	«Галнафтогаз»	2006	10,0
	Будівництво	«ВК Девелопмент»	2006	37,0
	Роздрібна торгівля	«МКС-Єквін»	2006	15,0
		«Велика Кишеня»	2005	27,5
«Велика Кишеня»		2006	8,0	

Джерело: [49, с.113–114; 50].

Українською міжбанківською валютною біржею та 19 українськими банками створено Всеукраїнський депозитарій цінних паперів. Він був заснований у формі акціонерного товариства зі статутним фондом 80 млн. грн. і мав таку структуру власності: НБУ – 25%, Фондова біржа ПФТС – 1%, кожен банк – приблизно 3,75% [123].

У червні 2008 р. одна з основних фондових бірж – ПФТС підписала контракт стосовно нової сучасної торговельної системи відповідно до реалізації міжнародного проекту «MICEX – NASDAQ OMX – PFTS Ukrainian Project». Нова система торгівлі мала на меті підвищити надійність, надати можливість мати ринок заявок та інтернет-трейдинг. Вона почала працювати в квітні 2009 р., що дало змогу збільшити обіг угод, ліквідність, кількість клієнтів, прибуток від обслуговування брокера [111]. NASDAQ OMX також

підписала в 2008 р. контракт з Національним банком України про реалізацію сучасної інформаційно-розрахунково-депозитарної системи для Всеукраїнського депозитарію цінних паперів.

Як відзначалося раніше, недосконалість українського законодавства є однією з проблем, що перешкоджає швидшому розвитку українського фондового ринку. Також був відсутній спеціальний закон про акціонерні товариства, через що було важко створити єдині основні правила торгівлі цінними паперами та регулювати ринок. Існував тільки закон «Про господарські товариства» від 1991 р., який був застарілим для поточної ринкової ситуації. Тільки 17 вересня 2008 р. Верховна Рада України ухвалила закон «Про акціонерні товариства». Він регулює створення, функціонування та ліквідацію акціонерного товариства, статус, права та обов'язки власників акцій [6].

Варто також зазначити, що цей закон захищає права міноритарних акціонерів. Згідно із законом, кожен власник акції має право купити ще акції, що додатково розміщуються відповідно до частки акцій, яку він вже має. Отже, вони можуть захистити свою частку в статутному капіталі підприємства [124].

Певні недоліки українського законодавства щодо функціонування фондового ринку стримують задоволення попиту акціонерних товариств на інвестиційні ресурси та розвиток ринку. Однак, ліквідація прогалів в діючому законодавстві спроможна прискорити інституційні зміни на фондовому ринку та його інфраструктури.

Підсумовуючи, можна стверджувати, що впродовж проаналізованого нами періоду 2005–2011 рр. найбільше капіталу було залучено не на вітчизняних біржах. Основною біржею на українському фондовому ринку до 2008 р. була «ПФТС», яка покривала понад 90% всього обсягу торгівлі [109, с.29]. Уже в 2010 р. близько 95,0% біржових торгів на національному фондовому ринку було сконцентровано на трьох біржах – ПАТ «Фондова

біржа ПФТС», ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» та ПАТ «Українська біржа», а у 2012 р. – 98,2% [112, с.25; 113, с.18].

Незважаючи на запровадження сучасного програмного забезпечення для електронних торгів на головних фондових біржах та прийняття 17 вересня 2008 р. Закону «Про акціонерні товариства», все одно основними проблемами українського фондового ринку залишалися [122]:

- невеликі обсяги торгів (українські підприємства мають можливість отримати набагато вищу ціну за свої акції за кордоном, оскільки там присутня значна кількість великих інвесторів);
- низька ліквідність цінних паперів;
- низький 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 депозитарія до 2012 р.

Однак, в перспективі фондовими майданчиками із залучення капіталу шляхом первинного публічного або приватного розміщення акцій мають стати вітчизняні фондові біржі, в яких є набагато нижчі вимоги до лістингу порівняно із зарубіжними, і таким чином витрати будуть нижчими. Лідерству фондової біржі «Перспектива» в організації торгів сприяє універсальний підхід до стимулювання ліквідності та постійна модернізація біржових технологій.

### **3.2. Удосконалення економічних і регуляторних умов первинного розміщення акцій українських підприємств**

З метою підвищення ефективності результатів первинних публічних розміщень українських підприємств на вітчизняних фондових біржах необхідно здійснювати послідовне реформування національного ринку цінних паперів, оскільки наявність негативних наслідків та ризиків, що виникають у емітентів в процесі здійснення IPO, як підтвердили результати проведеного

дослідження, зумовлена переважно недостатнім рівнем розвитку його інфраструктури.

В Україні обсяг виконаних біржових контрактів з цінними паперами на фондових біржах становив у 2009 р. 36,01 млрд. грн., що було в 2,2 рази більше порівняно з 2005 р. [113, с.14, с.17; 19, с.15]. Станом на 31.12.2012 р. біржовий сегмент вже становив 277,02 млрд. грн., що було в 7,7 рази більше порівняно з 2009р. та еквівалентне 19,66% номінального ВВП країни. Зростання капіталізації відбулось за рахунок підвищення ринкової вартості, а також збільшення кількості лістингових компаній [125, с.21].

Ринок акцій посідає особливе місце на ринку капіталів, оскільки є одним із чинників, що визначає інвестиційний клімат в країні, сприяє залученню й перерозподілу інвестиційного капіталу у різні сфери економіки. До кінця 2012 р. усього Комісією зареєстровано випусків акцій на загальну суму 507,74 млрд. грн. Впродовж 2012 р. НКЦПФР зареєструвала 247 випусків акцій на суму 15,84 млрд. грн., що було майже у три рази менше порівняно з 2011 р. та на 77,4% більше, ніж у 2009 р. Основним фактором зменшення обсягів емісії, відзначають експерти, було згортання участі іноземних банківських інституцій у капіталі банків України, наслідком чого стало зменшення статутних капіталів кількох банків з іноземним капіталом [19, с.19].

На ринку цінних паперів України у 2012 р. у біржовому списку знаходилось 160 випусків акцій (14 – 1-го рівня лістингу, 146 – 2-го рівня лістингу) та 1571 – позалістингові, тобто позалістингові займали 90,76% [19, с.21]. Експерти відзначають, що на цьому ринку простежується недостатня кількість лістингових акцій, оскільки в середньому на біржах-членах WFE в лістингу знаходиться до 1 000 акцій, а на всіх 10 фондових біржах України – 143 (і це не враховуючи природного дублювання, оскільки акції найбільш відомих підприємств досить часто знаходяться в лістингах кількох фондових бірж одночасно) [113, с.22].

Поряд з цим в Україні наявні певні ресурси для збільшення кількості лістингових акцій – у вигляді ще понад півтори тисячі випусків акцій, які поки що мають статус позалістингових, крім того є і потенційні емітенти, які все 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) [113, с.20].

Крім того, стимулюватиме лістинг цінних паперів норма, що впроваджена у Податковому Кодексі України з 01.01.2013 р. про більш лояльну порівняно з позалістинговими цінними паперами (0,1 % проти 1,5 %) ставку особливого (акцизного) податку з відчуження цінних паперів на позабіржовому ринку [126].

Тому у 2013 р. частка біржового ринку зросла більше, ніж удвічі, але відбулося зниження загального обсягу торгів за рахунок зменшення операцій з цінними паперами на позабіржовому ринку до 1213,54 млрд грн. порівняно з попереднім роком. У 2013р. вперше обсяг залучених інвестицій в національну економіку через інструменти фондового ринку перевищив показник обсягу залучених довгострокових кредитів на 21,44 млрд. грн. [125, с.17].

Однак капіталізація українських лістингових акцій, розрахована НКЦПФР, становить на кінець 2012 р. 34,4 млрд. дол., що еквівалентне лише 0,06 % сукупної капіталізації лістингових акцій на біржах світу – членах WFE. І це, незважаючи на зростання сумарної капіталізації українських підприємств на 52,9 % за 2012 рік, що виглядає досить дивно на тлі падіння за 2012 рік фондових індексів на 35–40 % та обсягів торгів акціями на 71 % – стверджують експерти [113, с.20].

Експерти відзначають, що біржовий ринок акцій України практично не виконує функції забезпечення залучення капіталу. У світі на фондових біржах через механізми первинного/вторинного публічного розміщення акцій емітентами було залучено 495 млрд. дол. – 1% загального обсягу торгів та 0,9% сукупної капіталізації лістингових акцій. В Україні аналогічні показники

становили 0,05% та 0,004%. В середньому вже 5% обсягу торгів акціями на світовому ринку забезпечують акції іноземних емітентів [113, с.22].

Українські біржі були позбавлені можливості стимулювати ліквідність за рахунок впровадження в обіг акцій навіть тих (досить умовно) іноземних емітентів, які володіють активами в Україні [113, с.22], хоча НКЦПФР в 2012 р. встановила вимоги до лістингу цінних паперів іноземних емітентів та запровадила необхідність визначення та оприлюднення фондовою біржею кожного торговельного дня біржового фондового індексу.

Положення про функціонування фондових бірж, яке затверджене у грудні 2012 р. НКЦПФР, передбачає унесення та перебування цінних паперів іноземних емітентів у першому та другому рівнях лістингу. Це здійснюється лише за ініціативи емітента цих цінних паперів, а також відповідно до таких мінімальних вимог [116]:

- наявність документа, який підтверджує, що цінні папери іноземного емітента допущені до обігу на території України;
- знаходження цінних паперів іноземного емітента в основному рівні лістингу іноземної фондової біржі, яка входить до переліку, визначеного Комісією;
- за кожен з останніх 6 місяців з цінними паперами іноземного емітента укладалося та виконувалося не менше 100 біржових контрактів (договорів), при цьому середньомісячна вартість біржових контрактів (договорів) з цінними паперами іноземного емітента впродовж останніх 6 місяців складає не менше 10 000 000 грн.

Унесення та перебування цінних паперів іноземних емітентів у другому рівні лістингу здійснюються лише за ініціативи емітента цих цінних паперів, а також відповідно до таких мінімальних вимог [116]:

- наявність документа, який підтверджує, що цінні папери іноземного емітента допущені до обігу на території України;
- знаходження цінних паперів іноземного емітента в лістингу іноземної фондової біржі.

Загалом поділяємо думку експертів, що національний фондовий ринок залишається вкрай малим за обсягом та не відіграє суттєвого значення для функціонування глобального ринку капіталу. Однак з огляду на розширення інструментарію, врегулювання базових принципів клірингу і розрахунків, новацій у податковому законодавстві, можна очікувати більш активного його розвитку [113, с.20–23; 19, с.13–15].

Цьому сприяють останні нововведення НКЦПФР, здійснені на національному ринку цінних паперів у 2014 р. Так, якщо перші торги з акціями іноземних емітентів – «Укрпродукту» – відбулись в січні 2014 р. на Українській фондовій біржі [127], то вже 9 жовтня 2014р. Комісія допустила до торгів на цій фондовій біржі 250 тис. акцій агрохолдингу «Миронівський хлібопродукт» (МНР) у формі глобальних депозитарних розписок номінальною вартістю 2,5 млн. євро, які котируються на Лондонській біржі [128].

Крім того, НКЦПФР 28 жовтня 2014 р. прийняла рішення щодо збільшення обсягу акцій емітента Ukrproduct Group Ltd, допущених до обігу на території України в кількості 1 333 900 шт. номінальною вартістю 0,10 англійських фунтів стерлінгів на загальну суму 133 390 англійських фунтів стерлінгів, з яких 581 400 акцій було допущено у січні 2014 р. Цінні папери обліковуються на коррахунку ПАТ «Національний депозитарій України» в іноземній депозитарній установі, Euroclear UK & Ireland. Загальна кількість акцій Ukrproduct Group Ltd. становить 60 000 000 шт. Обіг цінних паперів емітента буде здійснюватись на Українській фондовій біржі. При цьому згідно з чинним законодавством обіг цінних паперів іноземного емітента на території України здійснюється з наступного дня після опублікування повідомлення про прийняття рішення про допуск в офіційному друкованому виданні Комісії. Це дасть можливість «перезавантажити» наш фондовий ринок та залучити інвестиції в українську економіку за допомогою ринку цінних паперів, – наголошують експерти [129].

Поряд з цим серед фінансових аналітиків побутує й інша думка. Науковці стверджують, що складно спрогнозувати, як інвестори поставляться до підприємств, які ризикнуть провести міні-первинне публічне розміщення (ринок залучення капіталу) на національній біржі. Так, О.Тарасенко вважає, що таке розміщення стане успішним і інвестори будуть купувати акції таких підприємств, однак залежно від їхньої структури, в майбутньому вищим попитом будуть користуватися емітенти, які розмістили акції на зарубіжних фондових майданчиках. Ринок може змінитись і блакитними фішками називатимуть зовсім інші цінні папери [130].

Варто також відзначити, що частина українського ринку цінних паперів є «прихованою» з метою уникнення сплати податків, тобто торгівля цінними паперами відбувається на неорганізованому ринку, оскільки на частку біржового ринку в загальному обсязі припадало у 2012 р. лише понад дванадцять відсотків [19, с.15].

Покращення законодавства щодо регулювання фондового ринку передбачає [20]:

- встановлення порядку здійснення державної реєстрації та припинення діяльності юридичних осіб, які є акціонерними товариствами та емітентами цінних паперів,
- етапи емісії цінних паперів,
- удосконалення норми законодавства нашої країни в частині реклами цінних паперів та доповнення аспектами щодо пруденційного нагляду за професійними учасниками фондового ринку та дотримання ними пруденційних нормативів.

Позитивним для розвитку національного фондового ринку став перехід з першого січня 2013 р. всіх його професійних учасників на електронну звітність. Крім того, було підготовлено і зреалізовано Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку спільно з державною установою «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України» (АРІФУ) систему моніторингу національного фондового ринку (СМФР), яка об'єднала



звітність учасників ринку, а також реєстри та довідники Комісії для забезпечення цілісної картини фондового ринку, формування якісної аналітики, розрахунку та моніторингу дотримання пруденційних показників. У системі функціонує Єдиний державний реєстр інститутів спільного інвестування, реєстр правопорушень, реєстр сертифікованих фахівців і аудиторських фірм, які працюють на ринку, реєстр ліцензіатів тощо [125, с.5].

В Україні відбулося впровадження Міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ), передбачених Меморандумом про взаємодію, що був укладений Міністерством фінансів та Національним банком, а згодом підтриманий та підписаний Проектом USAID «Розвиток фінансового сектору», Федерацією професійних бухгалтерів та аудиторів України, Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Державною податковою службою, Спілкою аудиторів України, Українською асоціацією сертифікованих бухгалтерів і аудиторів та іншими організаціями у 2011 р. Оскільки в країні були передбачені досить стислі терміни для впровадження МСФЗ, то 2012 рік був перехідним етапом у цьому процесі. Запровадження МСФЗ на фондовому ринку регламентується відповідними нормами законів «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні» та «Про цінні папери та фондовий ринок» [19, с.61].

Згідно із Законом України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні», публічні акціонерні товариства, банки, а також інші підприємства, які здійснюють господарську діяльність, починаючи з 2012 р., складають фінансову звітність за Міжнародними стандартами [131].

Відзначимо, що використання МСФЗ для подання звітності є необхідною процедурою при виході на міжнародні ринки, за допомогою застосування цього інструменту учасники ринку зможуть згодом розширити коло потенційних інвесторів [19, с.61].

У 2012 р. НКЦПФР ухвалила рішення про розкриття інформації відповідно до МСФЗ. Відтак публічні акціонерні товариства, починаючи з

2012 р., складають річну звітність за Міжнародними стандартами. Загалом, професійні учасники фондового ринку, окрім публічних акціонерних товариств, складають фінансову звітність та консолідовану фінансову звітність, а також розкривають інформацію про свою діяльність за міжнародними стандартами, починаючи з 1 січня 2013 р. Стимулюванню розвитку ринку первинного публічного розміщення акцій в Україні в наступні чотири роки сприятиме повне застосування європейських норм [19, с.61]. Це сприятиме розвитку ринку цінних паперів та інтеграції української економіки у світовий фінансовий простір.

Закон «Про депозитарну систему України» визначив основні принципи здійснення клірингової діяльності, забезпечив технологічну консолідацію професійних учасників депозитарної системи країни, запровадив чіткі і прозорі механізми здійснення розрахунків за договорами щодо цінних паперів тощо.

Впровадження цього закону у жовтні 2013 р. сприяло здійсненню і структурних, і функціональних змін. Згідно з цим Законом на базі Національного депозитарію України (НДУ) було створено єдиний в країні Центральний депозитарій. З метою централізації системи депозитарного обліку цінних паперів на Центральний депозитарій покладено обов'язок забезпечити формування та функціонування такої системи ведення депозитарного обліку всіх емісійних цінних паперів, крім тих, облік яких веде Національний банк України відповідно до компетенції, визначеної Законом [22]. Депозитарна система України, відповідно до чинного законодавства, є «сукупністю учасників депозитарної системи та правовідносин між ними щодо ведення обліку цінних паперів, прав на цінні папери і прав за цінними паперами та їх обмежень, що встановлюються в системі депозитарного обліку цінних паперів, у тому числі внаслідок проведення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів» [22, ст.1]

Діяльність з депозитарного обліку та обслуговування обігу цінних паперів і корпоративних операцій емітента на рахунках у цінних паперах депонентів

здійснюється депозитарною установою відповідно до отриманих від Центрального депозитарію та/або Національного банку України депозитарних активів. Отже, система депозитарного обліку цінних паперів з набранням чинності Закону «Про депозитарну систему» матиме такий вигляд: **вищий рівень** – Центральний депозитарій України та Національний банк України (щодо державних цінних паперів та облігацій місцевих позик); **середній рівень** – депозитарні установи; **нижній рівень** – депоненти (рис. 3.4) [22].

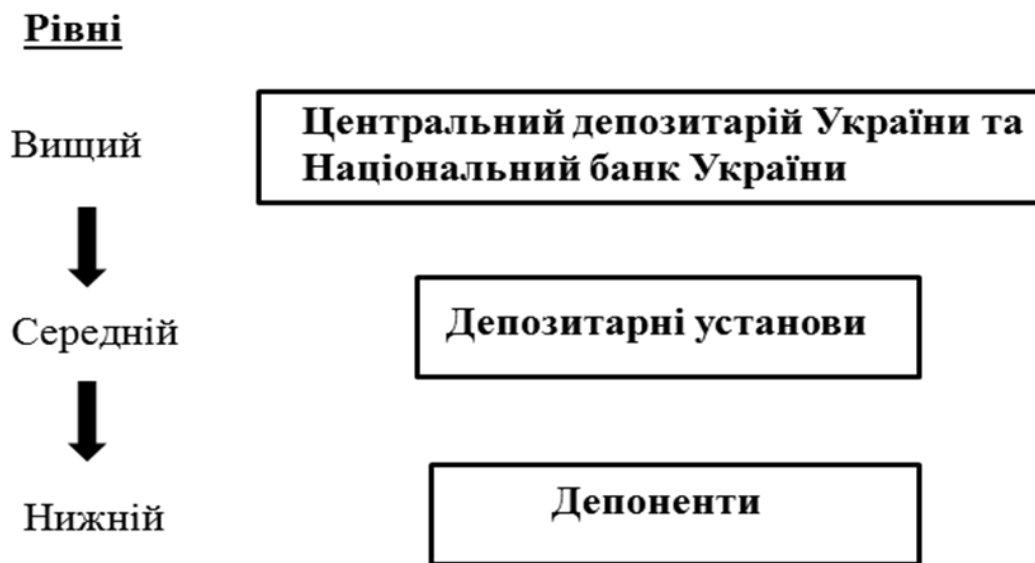


Рис. 3.4 Система депозитарного обліку цінних паперів

Джерело: складено автором на основі [22]

Учасниками депозитарної системи України є: Національний банк України, професійні учасники депозитарної системи України, депозитарії-кореспонденти, фондові біржі, клірингові установи, Розрахунковий центр, емітенти, торговці цінними паперами, компанії з управління активами, депоненти [22].

Згідно з чинним законодавством в Україні можуть провадитися такі види депозитарної діяльності: 1) депозитарна діяльність Центрального депозитарію; 2) депозитарна діяльність Національного банку України; 3) депозитарна діяльність депозитарної установи; 4) діяльність із зберігання активів інститутів спільного інвестування; 5) діяльність із зберігання активів пенсійних фондів [22, ст.3].

Структурним нововведенням такого Закону є виокремлення нового потужного учасника – Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках. Виключною компетенцією Розрахункового центру є проведення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, вчинених на фондовій біржі та поза фондовою біржею, якщо проводяться розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати» [22, ст.15]. Він також забезпечує виплату доходу за цінними паперами, номінальної вартості при погашенні цінних паперів та при здійсненні емітентом інших корпоративних операцій, у тому числі за тими цінними паперами, що розміщені та обертаються за межами України.

Відбулися певні функціональні зміни, які зумовили здійснення необхідних перехідних (трансформаційних) процесів, основні з яких звелися до нижченаведеного [132]:

- передання всіх глобальних сертифікатів на зберігання НДУ;
- емітенти іменних емісійних цінних паперів забезпечили їх існування у бездокументарній формі та уклали договір про обслуговування емісії цінних паперів;
- операції емітентів цінних паперів, глобальні сертифікати яких було депоновано в іншому депозитарії, виконуються Центральним депозитарієм України тільки після укладення з ним відповідного договору про обслуговування емісії цінних паперів;
- власник цінних паперів, які були дематеріалізовані, був зобов'язаний звернутися до обраної емітентом депозитарної установи та укласти з нею договір на обслуговування рахунка в цінних паперах від власного імені або здійснити переказ прав на цінні папери на свій рахунок в цінних паперах, відкритий в іншій депозитарній установі;
- з 12 квітня 2014 р. (через шість місяців з дня набрання чинності цим Законом) усі цінні папери бездокументарної форми існування були заблоковані на рахунках у цінних паперах власників, у зберігачів та на рахунках таких зберігачів, відкритих у депозитаріях, крім НДУ, а також на

рахунках депозитаріїв, відкритих у НДУ, до моменту передачі глобальних сертифікатів цих випусків на зберігання до НДУ.

Покращення вітчизняного законодавства з ініціативи НКЦПФР відбувається в декількох напрямках [125, с.4]:

– розширення спектру фінансових інструментів на фондовому ринку (використання нових видів корпоративних облігацій, впровадження інституту загальних зборів власників корпоративних облігацій, а також встановлення критеріїв і наслідків настання дефолту за ними);

– комплексне покращення діяльності акціонерних товариств (удосконалення механізму визначення ринкової вартості цінних паперів; передбачення механізму проведення загальних зборів акціонерів шляхом заочного голосування та функціонування корпоративного секретаря в акціонерному товаристві);

– запровадження ефективного інструменту захисту учасниками акціонерних товариств порушених прав – похідний позов та ініціювання появи механізму сквіз-аут.

НКЦПФР також розробила і затвердила у 2013 р. нову нормативну базу, спрямовану на модернізацію діяльності фондових бірж, яка включала: «Зміни до Положення про функціонування фондових бірж», «Порядок визначення біржового курсу цінного папера», «Про порядок подання та розміщення інформації в загальнодоступній інформаційній базі даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів торговцями цінними паперами та фондовими біржами», «Про затвердження Змін до Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами» тощо. Реформування депозитарної системи в Україні забезпечило функціонування 319-ти депозитарних установ, які здійснюють зберігання та облік емісійних цінних паперів, розрахунки за операціями з ними, а також облік прав власності на цінні папери. Комісія також переліцензувала 554 професійних учасників із 647-ми, що мали відношення до депозитарної системи, тому депозитарна

система України є сучасною системою депозитарного обліку в Європі [22; 125, с.66–68].

Розвиток вітчизняного фондового ринку відбувається відповідно до розробленої «Програми розвитку фондового ринку на 2011–2015 роки», схваленої рішенням Комісії від 21.09.2010 р. №1478, однак порівняльний аналіз запланованих новацій та їх практичне здійснення свідчить про певні розбіжності та стрибкоподібність щодо їх запровадження в дійсність. Програмні завдання розвитку фондового ринку на 2011–2015 рр. складаються з чотирьох напрямків (рис. 3.5) [133]:

- збільшення капіталізації, ліквідності та прозорості фондового ринку шляхом суттєвого розширення пропозиції цінних паперів з високими інвестиційними характеристиками, удосконалення засад функціонування боргового ринку та запровадження нових видів інструментів, а також покращення інформаційної прозорості фондового ринку України і сприяння розвитку та становлення потужних національних інституційних інвесторів;

- удосконалення ринкової інфраструктури та забезпечення її надійного і ефективного функціонування шляхом консолідації інформаційної та технологічної біржової системи фондового ринку, модернізації депозитарної системи України і підвищення вимог до професійних учасників фондового ринку;

- удосконалення механізмів державного регулювання, нагляду на фондовому ринку та захисту прав інвесторів шляхом підвищення ефективності державного регулювання фондового ринку, підвищення можливостей регулятора, удосконалення саморегулювання на ринку цінних паперів і популяризації фондового ринку;

- податкове та валютне стимулювання подальшого розвитку фондового ринку України шляхом формування сприятливого податкового клімату для учасників фондового ринку та удосконалення і оптимізації режиму валютного регулювання операцій з цінними паперами в Україні.

Впродовж 2011–2012 рр. НКЦПФР разом із саморегульованими організаціями фондового ринку (СРО) розробили і подали у Парламент 16 Законів України щодо удосконалення діючого законодавства і два нових закони з функціонування фондового ринку та його інфраструктури (Закон України «Про інститути спільного інвестування» та Закон України «Про депозитарну систему України») (Додаток Н), які були ним схвалені.

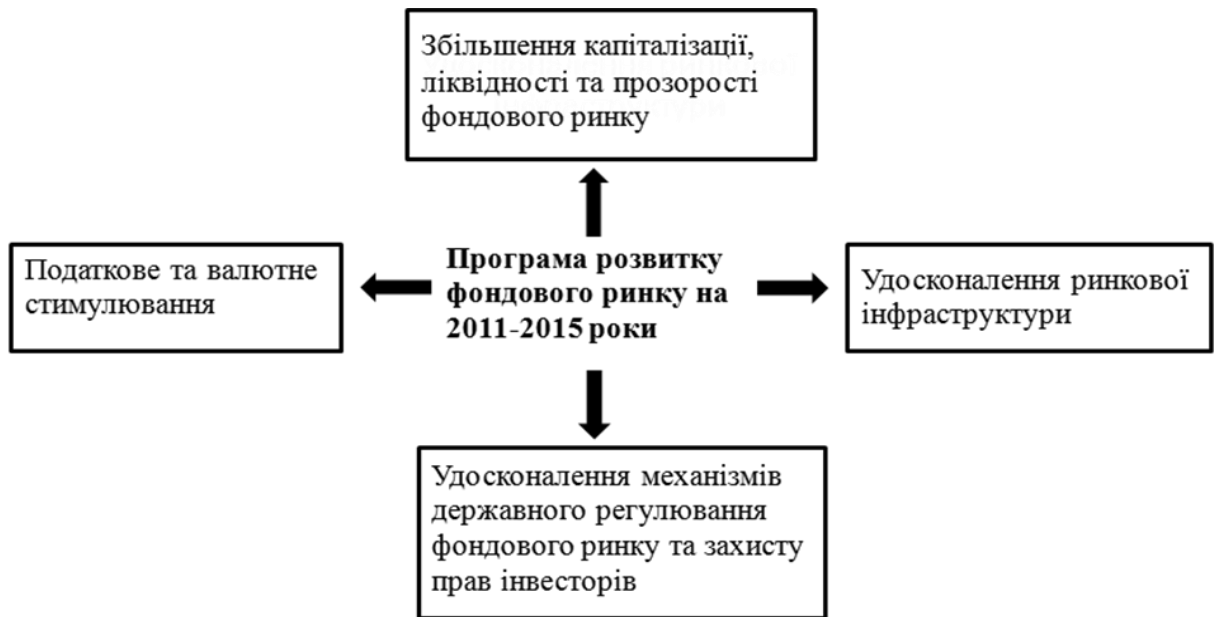


Рис. 3.5 Основні напрями «Програми розвитку фондового ринку на 2011–2015 рр.», схваленої рішенням Комісії від 21.09.2010 р. (№1478)

Джерело: складено на основі [22]

Крім того, у 2014 р. розроблено «Програму розвитку фондового ринку країни на 2015–2017 рр.», метою якої є стимулювання притоку інвестицій в національну економіку України через інтеграцію фондового ринку у міжнародний ринок цінних паперів та запровадження світових стандартів діяльності.

Однак, повільні або ж надто прискорені зміни інститутів фондового ринку спричиняють невиконання біржовим ринком своєї головної функції – визначення справедливих цін фінансових інструментів, і є найбільшою

проблемою українського фондового ринку. Динаміка біржового ринку ще не в повній мірі відповідає об'єктивним тенденціям і процесам функціонування сучасної національної економіки.

Отже, ринок акцій посідає особливе місце на ринку капіталів, оскільки є одним із чинників, що визначають інвестиційний клімат в країні, сприяє залученню й перерозподілу інвестиційного капіталу. Однак, на цьому ринку простежується недостатня кількість лістингових акцій, оскільки в середньому на біржах-членах WFE в лістингу знаходиться до 1000 акцій, а на всіх 10 фондових біржах України у 2012 р. було лише 160 акцій в лістингу [113, с.22; 19, с.21]. Наявні певні ресурси для збільшення кількості лістингових акцій – у вигляді ще понад 1500 випусків акцій, які поки що мають статус позалістингових, крім того є і потенційні емітенти.

Отже, основні зміни, введені впродовж останніх років для покращення розвитку українського фондового ринку, були такими:

- запровадження норми у Податковому Кодексі України з 01.01.2013 р. про більш лояльну порівняно з позалістинговими цінними паперами ставку особливого (акцизного) податку з відчуження;

- затвердження у грудні 2012 р. Положення про функціонування фондових бірж, яке передбачає унесення та перебування цінних паперів іноземних емітентів у першому та другому рівнях лістингу. Перше підприємство «Укрпродукт» уже зробило в січні 2014 р. додатковий лістинг на українській фондовій біржі, а в жовтні цього ж року «Миронівський хлібопродукт» (МНР) також вийшов на торги на Українську фондову біржу;

- введення в 2012 році єдиного державного реєстру випусків цінних паперів, який об'єднує найповнішу інформацію про усі випуски цінних паперів, їх емітентів та є загальнодоступним;

- ухвалення рішення НКЦПФР на початку 2012 р. щодо розкриття інформації публічними акціонерними товариства відповідно до Міжнародних стандартів фінансової звітності;



– затвердження Закону України «Про депозитарну систему України» від 06.07.2012 р. №5178-VI, структурним нововведенням якого є поява нового потужного учасника – Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках;

– схвалення рішенням НКЦПФР від 21.09.2010 р. (№1478) «Програми розвитку фондового ринку на 2011–2015 роки», яка включає такі основні напрямки: збільшення капіталізації, ліквідності та прозорості фондового ринку, удосконалення ринкової інфраструктури, механізмів державного регулювання та захисту прав інвесторів, податкове та валютне стимулювання подальшого розвитку фондового ринку України. В той же час у жовтні 2014 р. завершено обговорення «Програми розвитку фондового ринку України на 2015–2017 рр.», яка ставить за мету стимулювання притоку інвестицій в економіку України через інтеграцію фондового ринку у міжнародний ринок цінних паперів та запровадження міжнародних стандартів діяльності.

Загалом це вимагає прийняття виваженого управлінського рішення українських підприємств з проведення первинного публічного розміщення акцій на національному чи міжнародному ринках цінних паперів, а також визначення і врахування домінантних чинників, які на нього впливають.

### **3.3. Розроблення моделі прийняття раціонального управлінського рішення з проведення первинного публічного розміщення акцій підприємствами**

У підрозділі 1.1. роботи нами було висвітлено економічний зміст і структуру системи первинного публічного розміщення акцій та доведено, що його початку передують прийняття раціонального внутрішньофірмового рішення щодо підготовки до нього та здійснення. За характером вирішуваних підприємством завдань інструмент залучення пайового капіталу – первинне публічне розміщення акцій – можна розцінювати як організаційне рішення, спричинене новими факторами і ситуаціями, які направлені на зміну цілей

підприємства, поліпшення якості продукції чи послуг, забезпечення фінансовими ресурсами.

За способом обґрунтування воно є раціональним рішенням, яке визначається об'єктивними аналітичними процесами. За способом прийняття таке рішення є колективним, бо згідно зі ст.33 Закону України «Про акціонерне товариство» прийняття рішення про розміщення акцій належить до виключної компетенції загальних зборів акціонерного товариства [6]. За змістом це рішення є економічним рішенням, бо стосується залучення середньо- та довгострокових фінансових ресурсів акціонерними товариствами.

Раціональність управлінського рішення значною мірою залежить від технологічного процесу його підготовки і прийняття. Щодо особливостей і структури управлінського рішення існують різні погляди. Так, учені стверджують, що процес вироблення раціональних рішень охоплює такі етапи [134, с.284–285 ]:

- а) знайомство з проблемою або ситуацією;
- б) вивчення обставин і формування мети;
- в) збір інформації і визначення критеріїв оцінки проекту рішення;
- г) розробка проекту рішення;
- г) оцінка варіантів рішення і вибір оптимального варіанта;
- д) правове оформлення рішення;
- е) доведення до виконавців і розробка заходів з виконання рішення;
- є) контроль за виконанням рішення;
- ж) підбиття підсумків виконання рішення.

Однак, поділяємо думку О. Кузьміна та О. Мельник, що оптимальний варіант процесу вироблення раціональних управлінських рішень охоплює такі етапи [135, с.266–272]:

1. Виникнення ситуації, яка потребує прийняття рішення (поява необхідності формалізації методів менеджменту).
2. Збір та аналіз інформації щодо розроблених методів менеджменту.

3. Виявлення та оцінювання альтернатив, закладених у розроблених методах менеджменту.

4. Підготовка та оптимізація управлінського рішення, яке приймається (вибір альтернативи).

5. Прийняття управлінського рішення (узаконення альтернативи).

6. Реалізація управлінського рішення та оцінювання результатів.

Передумовою прийняття ефективного рішення є володіння достатньою інформацією. Тому важливим є обґрунтування системи основних чинників, які визначають раціональний рівень управлінського рішення, оскільки оптимізація є найважливішим етапом технології вироблення раціональних управлінських рішень.

У цьому підрозділі нами буде побудовано модель прийняття управлінського рішення підприємств щодо проведення первинного публічного чи приватного розміщення акцій на українських чи міжнародних фондових біржах з врахуванням впливу основних чинників, які його визначають в коротко- та довгострокові періоди, які досліджені нами у 2 і 3 розділах цієї праці.

У таблиці 3.3 представлено основні чинники, які відіграють головну роль у прийнятті рішення щодо продажу акцій і на вітчизняних, і на зарубіжних фондових біржах. Слід зауважити, що ці показники можна розділити на три категорії: а) кількісні; б) якісні; в) структурні.

Сучасні економічні, соціальні та інші проблеми часто характеризуються суто теоретичними міркуваннями, описовими послідовностями стосовно їх вирішення без застосування будь-яких числових показників. Через згадані особливості стає неможливим розв'язання подібних задач з використанням числових підходів. Тому аналітики вимушені частіше використовувати звичайні методи якісного аналізу економічних систем для планування та оптимізації їх діяльності.

На нашу думку, економіко-математичним інструментарієм, що, з одного боку, дозволяє у повному обсязі враховувати українську практику організації і

проведення первинного публічного розміщення акцій, а з іншого боку, ґрунтується на сучасних зарубіжних теоріях ринку цінних паперів, є теорія нечіткої логіки, м'яких обчислень.

Таблиця 3.3

**Основні чинники, що впливають на прийняття рішення підприємства з проведення первинного публічного розміщення акцій**

Мікрорівень ( $y_1$ )	Макрорівень ( $y_2$ )	Глобальний рівень ( $y_3$ )
Поінформованість підприємств про переваги IPO ( $x_1$ )	Політична ситуація в країні ( $x_7$ )	Волатильність міжнародного ринку цінних паперів ( $x_{12}$ )
Капіталізація підприємства ( $x_2$ )	Економічний стан в країні ( $x_8$ )	Попит та пропозиція на акції підприємств з конкретної галузі ( $x_{13}$ )
Відповідність бухгалтерської звітності підприємств МСБО ( $x_3$ )	Законодавча та нормативно-правова база ( $x_9$ )	Рішення та нормативні документи міжнародних фінансово-кредитних інститутів ( $x_{14}$ )
Структура підприємства ( $x_4$ )	Розвиток фондового ринку України і можливість проведення IPO ( $x_{10}$ )	
Потреба у капіталі ( $x_5$ )	Внесок держави в розвиток міжнародної торгівлі ( $x_{11}$ )	
Розвиток галузі в цілому ( $x_6$ )		

Джерело: складено автором.

Нечітка логіка є тим математичним інструментарієм, який з успіхом може бути застосований для розв'язання цих економічних задач. Так, нечіткі описи дають можливість ставити та математично обґрунтовано розв'язувати навіть такі задачі, для яких характерні лише лінгвістичні висловлювання та якісні описи. Адже немає сенсу відмовлятися від певної важливої інформації лише тому, що існуючі розповсюджені математичні методи обробки інформації та прийняття рішень не здатні оперувати якісними показниками [136].

При нечіткому моделюванні для формалізації причинно-наслідкових зв'язків «входи-вихід» об'єкта моделювання за допомогою нечітких логічних висловлювань створюють бази нечітких знань. База знань поєднує вхідні й вихідні показники, представлені у вигляді лінгвістичних змінних з певними ступенями належності [137, с.324].

На основі даних таблиці 3.3 можна сформулювати функціональні залежності параметрів у загальному вигляді.

Модель матиме вигляд:

$$R = f_{IPO}(y_1, y_2, y_3) \quad (3.1)$$

$$y_1 = f_1(x_1, x_2, x_3, x_4, x_5, x_6) \quad (3.2)$$

$$y_2 = f_2(x_7, x_8, x_9, x_{10}, x_{11}) \quad (3.3)$$

$$y_3 = f_3(x_{12}, x_{13}, x_{14}) \quad (3.4)$$

Представлена структурна модель фактично містить у собі три моделі:

- а) модель впливу чинників мікрорівня;
- б) модель впливу чинників макрорівня;
- в) модель впливу чинників глобального рівня.

$R$  – рішення підприємства щодо проведення первинного публічного чи приватного розміщення акцій, тобто загальне рішення  $R$  залежить від мікро-, макро- та глобального рівнів, які, у свою чергу, враховують розглянуті у таблиці показники.

Основними чинниками на **мікрорівні**, які визначали розвиток первинного публічного та приватного розміщення українських підприємств, були:

– *Поінформованість підприємств про переваги первинного публічного розміщення акцій.*

– *Капіталізація підприємства.*

Існують певні вимоги до одержання лістингу на вітчизняній чи іноземній фондових біржах (детально розкрито у підрозділах 2.1, 3.1.), але не всі українські підприємства можуть їх виконати у зв'язку з їх низькою капіталізацією.

– *Відповідність бухгалтерської звітності підприємства МСБО*

Переважає більшість українських підприємств проводить приховані фінансові операції з метою уникнення сплати податків. А для того, щоб залучити капітал на зарубіжних фондових ринках, підприємствам необхідно показати бухгалтерську звітність, яка відповідає міжнародним стандартам

бухгалтерського обліку за останні роки господарської діяльності. На основі фінансової звітності згідно з міжнародними стандартами інвестори можуть оцінити прибутковість підприємства та зробити прогноз рентабельності на майбутній період.

– *Структура підприємства.*

У значної кількості українських підприємств відсутня прозора організаційна структура і тому інвесторам важко зрозуміти процес здійснення контролю за фінансовими та грошовими потоками, а також оцінити ефективність менеджменту підприємств.

– *Розвиток галузі в цілому та потреба у капіталі.*

Високий попит на нерухомість в країні спричинив збільшення первинного публічного розміщення акцій підприємств цієї галузі в 2006–2007 рр.

На **макрорівні** можна виокремити такі чинники, які визначали розвиток первинного публічного та приватного розміщення акцій українських підприємств:

– *Політична ситуація в країні.*

Нестабільна політична ситуація має негативний вплив на імідж нашої країни як місця здійснення іноземних інвестицій та впливає на проведення реформ у конкретних галузях, бо кожен новий склад парламенту відстоює свої власні інтереси.

– *Економічний стан країни* характеризують макропоказники: динаміка ВВП, зайнятість, рівень інфляції, торговельний баланс, платіжний баланс, динаміка валютного курсу.

– *Законодавча та нормативно-правова база.*

Близько 80% первинних публічних розміщень акцій здійснювалось українськими підприємствами, які були зареєстровані в країнах, де застосовується податкове стимулювання підприємництва, що сприяє його розвитку.

Необхідно відзначити, що впродовж 2012–2014 рр. було суттєво удосконалено законодавчо-нормативну базу для проведення первинного

публічного розміщення акцій підприємствами на національному фондовому ринку. Так, Закон «Про депозитарну систему України», було прийнято 6 липня 2012 р., але основна частина положень Закону набрала чинності 14 жовтня 2013 р. Закон визначив основні принципи здійснення клірингової діяльності, забезпечив технологічну консолідацію професійних учасників депозитарної системи країни тощо. Позитивним для розвитку національного фондового ринку став перехід з першого січня 2013 р. його професійних учасників на електронну звітність, відбулося впровадження Міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ) тощо.

Прийняття Положення про функціонування фондових бірж, затверджене у грудні 2012 р. НКЦПФР, що передбачає унесення та перебування цінних паперів іноземних емітентів у першому та другому рівнях лістингу, сприяло проведенню перших торгів акціями іноземних емітентів – «Укрпродукту», що відбулись в січні 2014 р. на Українській фондовій біржі [127], а вже 9 жовтня 2014 р. Комісія допустила до торгів на цій фондовій біржі агрохолдинг «Миронівський хлібопродукт» (МНР) у формі глобальних депозитарних розписок номінальною вартістю 2,5 млн. євро, які котируються на Лондонській біржі [128].

*– Розвиток фондового ринку в Україні і можливість проведення первинного публічного розміщення акцій.*

Недостатній розвиток національного фондового ринку став причиною того, що більшість великих українських компаній здійснювала публічне розміщення акцій на міжнародних фондових біржах.

*– Внесок держави в розвиток міжнародної торгівлі (вступ України в Світову організацію торгівлі в 2008 р., угоди між країнами з метою економічної співпраці).*

Основними чинниками на глобальному рівні, які визначали розвиток первинного публічного та приватного розміщення акцій українських підприємств, є:

*–Рішення та нормативні документи міжнародних фінансово-кредитних інститутів.*

Важливими для міжнародного ринку цінних паперів є рішення МВФ – світової фінансової інституції, яка сприяє стабільності національних і світових валютних систем, а отже забезпечує на цій основі сталий розвиток міжнародної економіки. МВФ здійснює свою діяльність в трьох основних напрямках: кредитування з метою надання фінансової допомоги окремим країнам, у яких утворилось від’ємне сальдо платіжного балансу, регулювання міжнародних валютних відносин, постійний нагляд за світовою економікою. Основну роль у фінансовій діяльності МВФ відіграють кредити на вирівнювання платіжного балансу, що особливо актуальне тепер для економіки України.

Виділення кредитів залежить від трьох основних чинників: потреби в ресурсах для вирівнювання платіжного балансу, квоти країни та виконання вимог Фонду. Механізм кредитування полягає в тому, що МВФ продає необхідну Україні валюту за її національну валюту. Кошти надходять до Національного банку України (НБУ) і використовуються на формування валютних резервів.

Однак у вересні 2014 р. Національний банк України повідомив, що валовий зовнішній борг України становить 136,79 млрд.дол та інфляція досягла 19%, а національна валюта девальвувала на 60%. Експерт МВФ Тімоті Еш (Стандарт Банк, Великобританія) зазначив, що наразі інвестори сумніваються у стійкості економіки України. «На сьогодні немає доступу до ринку – тому що інвестори не вірять у стійкість української економіки. Я розмовляю з багатьма інвесторами, й приблизно три чверті з них розповідають, що вони не вірять в українську фінансову систему, вони не вірять у програми МВФ, вважають поточну програму недоцільною», – наголосив експерт. Але зрозуміло, що на сьогодні однієї програми МВФ недостатньо. Звідси складні перспективи для нових українських підприємств,



які виявляють бажання здійснювати первинне публічне розміщення акцій на міжнародних фондових біржах [138].

– *Попит та пропозиція на акції підприємств з конкретної галузі.*

Сприятливий попит на сільськогосподарську продукцію на міжнародному ринку цінних паперів зумовив те, що більшість українських аграрних підприємств здійснили успішне первинне публічне розміщення акцій на зарубіжних фондових біржах.

– *Волатильність міжнародного ринку цінних паперів.*

Коливання курсів цінних паперів на фондових біржах світу відображає «волатильність» (від англ. volatility – нестабільність, схильність до різких коливань). Волатильність є показником, що характеризує тенденцію ринкової ціни або доходу змінюватися з часом, і одночасно є мірою ризику використання фінансового інструменту за заданий проміжок часу. Джерелом волатильності ринку цінних паперів є, передусім, макроекономічна нестабільність.

Глобалізація ринків цінних паперів зумовила помітне зростання їхньої волатильності, сприяла поширенню фінансових шоків на міжнародному фондовому ринку. Світова криза (2008–2009рр.) є підтвердженням негативного впливу волатильності ринку на світову фінансову систему.

І. Шкодїна стверджує, що «на сучасному етапі – при постійному зростанні фінансової нестабільності, макроекономічних проблемах розвинених країн (уповільнення зростання ВВП, великий рівень безробіття, інфляція, боргові проблеми тощо) – будь-які незначні чергові шоки на фондовому ринку можуть викликати подальшу кризу в реальному секторі економіки, головною відзнакою подолання кризи стане інституційна перебудова світової економіки, перш за все – реформування світової фінансової інституційної структури [139, с.81].

Якщо досліджувати наступні, після проаналізованого нами періоду 2005–2011 рр., то загалом 20 українських підприємств в 2012 р. повідомляли про

намір провести первинне публічне розміщення акцій на зарубіжних фондових біржах з вартістю угод приблизно 2,5 млрд. дол.

Варто зазначити, що з 20 підприємств 11 повідомляли про бажання провести первинне публічне розміщення акцій на Варшавській фондовій біржі. Саме Варшавська фондова біржа – це біржа з найбільшим обсягом проведених первинних публічних розміщень акцій у регіоні Центральної та Східної Європи. Впродовж 2012 р. на Варшавській фондовій біржі було проведено первинних публічних розміщень акцій на загальну суму 1,16 млрд. дол., а також вторинних публічних розміщень – на 1,38 млрд. дол. [140].

Важливою причиною, чому українські підприємства повідомляли, але не проводили первинні публічні розміщення акцій у 2012 р., була ситуація на міжнародному ринку капіталу в цілому, оскільки спостерігалось зниження показників як за кількістю проведених первинних публічних розміщень акцій, так і за обсягом залучених коштів. Основний вплив на ринкову ситуацію мали проблеми в єврозоні – стурбованість ситуацією навколо боргової кризи, невпевненість щодо перспективи зростання світової економіки та волатильність ринку. У зв'язку з непередбачуваною волатильністю фондового ринку впродовж року було нелегко встановлювати ціну угод, що призвело до невідповідності між оцінкою вартості підприємства, яку хотіли отримати емітенти, і обсягом коштів, який готові були заплатити інвестори [141].

Загалом в Європі у 2012 р. було проведено 263 первинних публічних розміщень акцій, за допомогою яких було залучено лише 10,9 млрд. євро. У попередньому році пройшло 430 первинних публічних розміщень акцій та було залучено 26,5 млрд. євро, тобто загальна вартість угод знизилася на 59%. Крім наведених раніше причин, що зумовили зниження рівня активності в різних секторах економіки, особливо в сировинному, частково це можна пояснити тим, що в 2012 р. були відсутні масштабні угоди з первинного публічного розміщення акцій [141].

Впродовж 2012 р. за кількістю угод на першому місці, як і в попередні роки, Лондонська фондова біржа – 40% угод, на другому місці – Нью-

Йоркська – 25%. Якщо проаналізувати за залученими за допомогою цих угод коштами, то на Лондонську фондову біржу припало 31%, на Нью-Йоркську фондову біржу – 55% від загальних надходжень з міжнародних угод з первинних публічних розміщень акцій. У Європі, на Лондонській фондовій біржі, проходить залучення майже 50% від усього обсягу залученого капіталу. Загалом, на підприємства з Росії і СНД припадає 42% від загального обсягу капіталу, залученого на Лондонській фондовій біржі. Лондон, як і раніше, користується популярністю у підприємств з цих регіонів [141].

Загалом, порівнявши кошти, які підприємство витрачає на проведення первинного публічного розміщення акцій, бачимо, що їх розмір на основному майданчику Варшавської фондової біржі становить від 6% до 8% від обсягу залученого капіталу, на альтернативному майданчику Newconnect – від 8% до 10%, в основному через невеликі обсяги залучення. Розміщення на основному та альтернативному майданчиках Лондонської фондової біржі – від 8% до 12%. В першу чергу це обумовлено більш високими вимогами до консультантів – інвестиційних банків [142].

Альтернативним ринком для українських підприємств може стати Азійський фондовий ринок, хоча тут теж простежувався спад в 2012 р., в першу чергу через боргову кризу в Європі та істотне зниження активності на азійських ринках капіталу. За останні три роки китайські фондові біржі поступилися першістю за обсягами первинних розміщень акцій NYSE Euronext і канадської TMX Group [140].

Порівняльний аналіз вимог Гонконзької фондової біржі з європейськими біржами засвідчує, що її тарифи за проведення первинного публічного розміщення акцій є одними з найвищих. Так, якщо мінімальна частка акцій для розміщень на Варшавській фондовій біржі складає 10%, то на основному майданчику Лондонської та Гонконзької бірж – 25%. Гонконзька фондова біржа є також найдорожча за розміром сплати щорічних платежів емітентів. Якщо на Варшавській фондовій біржі такі платежі становлять від 3 000 до

22 000 дол., на Лондонській фондовій біржі – від 6 500 до 65 000 дол., то на Гонконзькій – від 18 000 до 150 000 дол. [142].

Незважаючи на вищі витрати, уже одне українське аграрне підприємство – найбільше за розміром земельного банку – «Укрлендфармінг», анонсувало свої плани щодо проведення первинного розміщення акцій в розмірі 20 % на Гонконзькій фондовій біржі до кінця 2014 р. Привабливими ринки Гонконгу підприємство вважає через переконання, що мультиплікатор українських аграрних підприємств на Гонконзькій фондовій біржі буде набагато вищим, ніж, наприклад, на Лондонській. Крім того, підприємство реалізує свою продукцію в Китаї, а це сприятиме зростанню лояльності до українського підприємства [143].

Як відзначалося раніше, в другому розділі роботи, впродовж 2010–2011 рр. сім українських агропідприємств провели первинне публічне розміщення акцій на Варшавській фондовій біржі, тому інвестори вже перенасичені пропозиціями від українських агропідприємств. Для підприємств важливо продати свої акції якнайдорожче, тому для великих підприємств такі біржі, як Гонконзька, Лондонська, незважаючи на високі витрати, будуть братися до уваги. Також має вплив те, що котировки акцій підприємств, які вийшли в 2005–2011 рр. підтверджували тенденцію до зниження, в деяких підприємствах вони знизилися в кілька разів, як стверджувалося в підрозділі 2.3.

Незважаючи на несприятливу ситуацію на фондових ринках, все-таки одне українське підприємство KDM Shipping, яке має у власності невеликий офшорний вантажно-пасажирський флот на півдні України, провело первинне публічне розміщення акцій. Як результат, воно не змогло залучити запланований обсяг коштів (близько 36 млн. дол. за 35% акцій). KDM Shipping спромоглось залучити тільки менш ніж 8 млн. дол. за 11% своїх акцій [144]. Тому чинник «Волатильність міжнародного ринку цінних паперів» необхідно брати до уваги, перш ніж приймати рішення про проведення первинного публічного розміщення акцій.

Отже, прийняття раціонального управлінського рішення щодо проведення первинного публічного розміщення акцій потребує системного підходу, що передбачає врахування різновекторної дії кількісних, якісних і структурних чинників в сукупності *на мікрорівні*: поінформованість підприємств про переваги первинного публічного розміщення акцій, капіталізація підприємства, відповідність бухгалтерської звітності підприємств МСБО, структура підприємства, розвиток галузі в цілому та потреба в капіталі; *на макрорівні*: політична ситуація в країні, економічний стан країни, законодавча та нормативно-правова база, розвиток фондового ринку України і можливість проведення IPO, внесок держави в розвиток міжнародної торгівлі; *на глобальному рівні*: волатильність міжнародного ринку цінних паперів, попит та пропозиція на акції підприємств з конкретної галузі, рішення та нормативні документи міжнародних фінансово-кредитних інститутів.

### **Висновки до розділу 3**

Проведені нами дослідження напрямів удосконалення системи первинного публічного розміщення акцій українськими підприємствами, а саме – діяльності інфраструктури фондового ринку, економічних і регуляторних умов функціонування цієї системи, моделювання впливу чинників, що визначають прийняття раціонального рішення підприємства з проведення IPO, дозволяють зробити такі висновки:

1. Найбільший обсяг капіталу за проаналізований нами період 2005–2011 рр., було залучено на міжнародних фондових ринках. Основним організатором торгівлі акціями на українському фондовому ринку до 2008 р. була фондова біржа «ПФТС», яка покривала понад 90% всього обсягу торгівлі. Проте вже в 2010 р. близько 95,0% біржових торгів на національному фондовому ринку сконцентрувало три біржі – ПАТ «Фондова біржа ПФТС»,

ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» та ПАТ «Українська біржа», а у 2012 р. – 98,2%.

Незважаючи на запровадження сучасного програмного забезпечення для електронних торгів на головних фондових біржах, прийняття 17 вересня 2008 р. Закону «Про акціонерні товариства», все ж основними проблемами українського фондового ринку залишалися: невеликі обсяги торгів (українські підприємства мають можливість отримати набагато вищу ціну за свої акції за кордоном, оскільки 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 депозитарію аж до 2012 р.; недостатня кількість лістингових акцій. Це зумовлювало необхідність подальшого інституційного реформування фондового ринку.

2. Основні зміни, які введено впродовж останніх років з метою покращення розвитку українського фондового ринку, були такими: запровадження норми у Податковому Кодексі України з 01.01.2013 р. про більш лояльну порівняно з позалістинговими цінними паперами (0,1% проти 1,5%) ставку особливого (акцизного) податку з відчуження; затвердження у грудні 2012 р. Положення про функціонування фондових бірж, яке передбачає унесення та перебування цінних паперів іноземних емітентів у першому та другому рівнях лістингу; впровадження в 2012 році єдиного державного реєстру випусків цінних паперів, який об'єднує найповнішу інформацію про усі випуски цінних паперів, їх емітентів та є загальнодоступним; ухвалення рішення НКЦПФР на початку 2012 р. щодо розкриття інформації публічними акціонерними товариства відповідно до Міжнародних стандартів фінансової звітності; прийняття парламентом Закону України «Про депозитарну систему України» від 06.07.2012 р. №5178-VI, структурним нововведенням якого є новий учасник – Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках; схвалення рішенням НКЦПФР «Програми розвитку

фондового ринку на 2011–2015 рр.», яка включає такі основні напрями: збільшення капіталізації, ліквідності та прозорості фондового ринку, удосконалення ринкової інфраструктури, механізмів державного регулювання та захисту прав інвесторів, податкове і валютне стимулювання подальшого розвитку фондового ринку України. У 2014 р. розроблено і обговорено «Програму розвитку фондового ринку України на 2015–2017 рр.», метою якої є стимулювання притоку інвестицій в економіку України через інтеграцію фондового ринку у міжнародний ринок капіталу.

3. Прийняття раціонального управлінського рішення з проведення первинного публічного розміщення акцій передбачає виявлення та врахування основних чинників, які його визначають. За допомогою нечіткого моделювання нами обґрунтовано функціональну залежність параметрів і представлено модель, яка фактично містить у собі три складові: модель впливу чинників мікрорівня; модель впливу чинників макрорівня; модель впливу чинників глобального рівня. Прийняття раціонального рішення підприємства щодо проведення первинного публічного розміщення акцій, на нашу думку, залежить від врахування наступних чинників мікрорівня: поінформованість підприємства про переваги первинного публічного розміщення акцій, капіталізація підприємства, відповідність бухгалтерської звітності підприємств МСБО, їх структура, розвиток галузі в цілому та потреба у капіталі; макрорівня: політична ситуація та економічний стан в країні, законодавча та нормативно-правова база, розвиток фондового ринку в Україні і можливість проведення первинного публічного розміщення акцій, внесок держави в розвиток міжнародної торгівлі; мегарівня: волатильність міжнародного ринку цінних паперів, попит та пропозиція на акції підприємств з конкретної галузі, рішення та нормативні документи міжнародних фінансово-кредитних інститутів).

## ВИСНОВКИ

У дисертації обґрунтовано теоретичні положення та запропоновано практичні шляхи вирішення наукового завдання, яке полягає у вдосконаленні процесу формування акціонерного капіталу підприємств на основі системи первинного публічного та приватного розміщення акцій. Результати дослідження дають змогу сформулювати такі висновки:

1. В результаті дослідження зарубіжних теорій ринку цінних паперів встановлено, що теоретичним підґрунтям проведення первинного публічного розміщення акцій компаніями в Україні повинні бути фінансові теорії: вибору моменту виходу на фондову біржу, життєвого циклу підприємств, ціноутворення на акції. Це дало змогу розширити понятійний апарат з IPO 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 відкритої системи, 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. Перевагами від проведення первинного публічного розміщення акцій підприємствами є: а) отримання підприємством коштів, які необхідні для інвестицій і які в перспективі не потрібно повертати, як це має місце при їх залученні шляхом отримання банківського кредиту; б) покупці акцій мають право на одержання дивідендів на акції в майбутньому; в) зростання вартості АТ, оскільки акції, якими торгують на фондовій біржі, мають, зазвичай, вищу ціну порівняно з тими, що не торгуються публічно; в) покращення корпоративного іміджу АТ, бо зростає кількість згадувань в пресі та зростає обізнаність про підприємство і його продукцію. Це, в свою чергу, допомагає підприємству підтримувати попит та ліквідність своїх акцій; г) підвищення



можливості АТ в отриманні кредиту під нижчі проценти, оскільки стан фінансово-господарської діяльності підприємства стає публічно відомий; д) відбувається посилення фінансової стійкості підприємства порівняно з іншими в цій же галузі, а також отримання вигідніших умов у постачальників, зниження адміністративного та регуляторного тиску, оскільки підприємство уже публічно представлено на фондовій біржі; е) кращі умови для збереження контролю за підприємством: для залучення визначеного обсягу грошових засобів – у США або в Європі може знадобитися випуск в 3–5 разів менше нових акцій, що означає набагато менше розмивання пакета первинних власників; є) проходить посилення економічної безпеки власників підприємства, що одержало західний публічний статус, за рахунок переведення в міжнародну площину адміністративних, політичних ризиків країни.

3. Негативні наслідки проведення первинного публічного розміщення акцій, є такими: а) залежно від величини частки акцій, які виставлені на продаж, для власника існує ризик втратити контроль над АТ, якщо ця частка перевищує 51%. 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 підприємством внаслідок появи нових співвласників, з якими необхідно узгоджувати свої управлінські дії; в) АТ зобов'язане розкрити значний обсяг інформації про свою фінансово-господарську діяльність, наприклад, заробітну плату, бонуси топ-менеджерам, операційні плани, маркетингову стратегію, перспективні інноваційні напрямки розвитку підприємства, що може спричинити її використання в разі недобросовісної конкуренції; г) значні адміністративні витрати АТ, пов'язані зі здійсненням первинного публічного розміщення акцій на фондовій біржі (проведення аудиту, сертифікації, реєстрація на біржі, випуск акцій); д) необхідно задовільняти очікування інвесторів, показуючи позитивну динаміку фінансово-економічних показників, які мають вплив на розвиток курсу акцій; е) акції АТ, що здійснює первинне публічне розміщення

акцій, можуть бути продані на початку торгів за ціною, нижчою від реальної вартості акцій, оскільки інвестор не впевнений у його успішному розвитку в майбутньому.

4. Проаналізовано зміст основних зарубіжних теорій ринку цінних паперів: вибору моменту виходу на біржу, життєвого циклу, теорії, які досліджують зниження вартості акцій підприємств.

Встановлено, що згідно з теорією вибору моменту виходу на біржу існують різні варіанти щодо обсягу емісії акцій в різний період часу та бажання підприємств проводити первинне публічне розміщення акцій, коли є позитивна динаміка на ринку акцій. Підприємства вибирають час для проведення первинного публічного розміщення акцій, щоб скористатися із завищеної оцінки вартості підприємств в конкретній галузі, а не для того, щоб залучити гроші для нових інвестиційних проектів і зростання підприємства.

Відповідно до теорії життєвого циклу для проведення первинного публічного розміщення акцій на фондовій біржі підприємства мають бути на певному рівні свого 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.

5. Досліджено зміст зарубіжних фінансових теорій, які пояснюють, причини зниження ціни акцій підприємств, тобто коли підприємства продають свої акції недооціненими: ціна закриття в перший день торгів, як правило, набагато вища порівняно з початковою ціною розміщення, вони

втрачають свої можливі прибутки. Сюди належать такі підгрупи теорій: асиметричної інформації, інституційні теорії, теорії управління підприємством, теорії аналізу поведінки інвесторів.

Розкрито зміст інституційних теорій, 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.

6. Дослідження динаміки розвитку первинного публічного розміщення акцій українських підприємств впродовж 2005–2011 рр. (у 2012 р. було лише проведено одне IPO) на міжнародних фондових біржах підтвердило, що на Лондонській фондовій біржі (LSE) було залучено найбільший обсяг капіталу українськими підприємствами за допомогою первинного публічного розміщення акцій. Незважаючи на високі витрати, порівняно з іншими біржами, Лондонська фондова біржа (LSE) надала підприємствам можливість розмістити свої акції швидко і за найвищою ціною у зв'язку з присутністю великої кількості інвесторів та значним обсягом торгів. Друге та третє місце посідають Франкфуртська та Варшавська фондові біржі, які використовувались переважно середніми за величиною підприємствами для розміщення своїх акцій.

Визначено, що основними причинами, які унеможлилювали залучення капіталу вітчизняними підприємствами на міжнародних фондових ринках, є: високі витрати (тому лише великі підприємства можуть виходити на первинне

публічне розміщення акцій); непрозорість структури підприємства та фінансової звітності без дотримання міжнародних стандартів.

7. На основі проведеного аналізу встановлено, що найбільший обсяг капіталу українськими підприємствами з допомогою первинного публічного розміщення акцій було залучено в таких галузях як аграрна, сектор нерухомості та металургії.

Порівняння нами часу, коли українські агропідприємства вийшли на міжнародні фондові біржі, ринкової ситуації на основі 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), підтвердило, що вони зробили первинне публічне розміщення акцій за найсприятливішої ситуації на ринку.

Проведення тестування гіпотези «вікна можливостей» на основі аналізу показника чистого прибутку (net income) підприємств за наступні роки після проведення первинних публічних розміщень акцій засвідчило, що переважна більшість агропідприємств після проведення первинного публічного розміщення акцій показала зростання чистого прибутку, а значить, гіпотеза «вікна можливостей» для агропідприємств не підтвердилася.

8. Достовірність теорії життєвого циклу частково справдилася, як засвідчило проведене нами тестування її, оскільки більшість українських підприємств провели первинне публічне розміщення акцій уже тоді, коли були на ринку понад 10 років і незалежно від галузі.

Здійснений детальний аналіз фінансових балансів підприємств 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 них були з агропромислового сектору.

9. Результати дослідження теорії заниження вартості (underpricing) акцій вітчизняних підприємств підтвердили, 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.

Аналіз розвитку акцій українських підприємств, які здійснили первинне публічне розміщення акцій на фондових біржах в коротко- та довгостроковому періодах за різні відрізки часу (3, 6, 12, 24, 36, 48, 60, 72 чи 84 місяці після первинного публічного розміщення акцій) показав, що переважна більшість українських підприємств показала негативні показники розвитку своїх акцій у довгостроковому періоді порівняно з першим днем торгів, тобто інвестору було вигідніше продати акції українських підприємств в короткостроковому періоді, ніж в довгостроковому періоді.

10. Проведене дослідження підтвердило, що існує кілька можливих причин падіння котирувань акцій українських підприємств на міжнародних біржах: внутрішні (зміна статусу підприємства з приватного на публічне та невміння менеджменту дотримуватись всіх канонів публічності підприємства; негативні фінансові показники підприємства після проведення первинного публічного розміщення акцій; переоціненість акцій, оскільки, як правило, будь-яке публічне підприємство стає заручником надто оптимістичних прогнозів аналітиків, опублікованих незадовго до розміщення) та зовнішні (незначна 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 підприємств, які здійснили первинне публічне розміщення акцій; інтерес інвесторів до інших підприємств з тієї ж країни або з того ж сектора економіки).

11. Залучення капіталу на національному фондовому ринку здійснювалось на основному організаторові торгівлі акціями – фондовій біржа «ПФТС», яка покривала у 2008 р. понад 90% всього обсягу торгівлі. Проте вже в 2010 р. близько 95,0% біржових торгів на національному фондовому ринку сконцентрувалось на трьох біржах – ПАТ «Фондовій біржі ПФТС», ПАТ

«Фондовій біржі «Перспектива» та ПАТ «Українській біржі», а у 2012 р. на них припадало 98,2%.

Незважаючи на запровадження сучасного програмного забезпечення для електронних торгів на головних фондових біржах, прийняття 17 вересня 2008 р. Закону «Про акціонерні товариства», основними проблемами українського фондового ринку залишалися: невеликі обсяги торгів (українські підприємства мають можливість отримати набагато вищу ціну за свої акції за кордоном, оскільки там присутня значна кількість великих інвесторів); низька ліквідність цінних паперів; низький 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 депозитарія аж до 2012 р.; недостатня кількість лістингових акцій. Це зумовлювало необхідність подальшого інституційного реформування фондового ринку.

12. Наголошено, що основними змінами, які введено впродовж останніх років з метою покращення розвитку українського фондового ринку, були такі: запровадження норми у Податковому Кодексі України з 01.01.2013 р. про більш лояльну порівняно з позалістинговими цінними паперами (0,1% проти 1,5%) ставку особливого (акцизного) податку з відчуження; затвердження у грудні 2012 р. Положення про функціонування фондових бірж, яке передбачає унесення та перебування цінних паперів іноземних емітентів у першому та другому рівнях лістингу; впровадження в 2012 р. єдиного державного реєстру випусків цінних паперів, який об'єднує найповнішу інформацію про усі випуски цінних паперів, їх емітентів та є загальнодоступним; ухвалення рішення НКЦПФР на початку 2012 р. щодо розкриття інформації публічними акціонерними товариства відповідно до Міжнародних стандартів фінансової звітності; прийняття парламентом Закону України «Про депозитарну систему України» від 06.07.2012 р. №5178-VI, структурним нововведенням якого є новий учасник – Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках; схвалення рішенням НКЦПФР «Програми розвитку

фондового ринку на 2011–2015 рр.», яка включає такі основні напрями: збільшення капіталізації, ліквідності та прозорості фондового ринку, удосконалення ринкової інфраструктури, механізмів державного регулювання та захисту прав інвесторів, податкове та валютне стимулювання подальшого розвитку фондового ринку України. У 2014 р. розроблено і обговорено «Програму розвитку фондового ринку України на 2015–2017 рр.», метою якої є стимулювання притоку інвестицій в українську економіку через інтеграцію фондового ринку у міжнародний ринок цінних паперів.

13. У дисертації доведено, що на процес прийняття рішення підприємством щодо IPO впливає ряд чинників, основними з яких *на мікрорівні* є: поінформованість підприємства про переваги IPO, капіталізація підприємства; *на макрорівні*: політична ситуація та економічний стан в країні, законодавча і нормативно-правова база, рівень розвитку фондового ринку в Україні і можливість проведення IPO, а *на мегарівні*: волатильність на міжнародному ринку цінних паперів, попит та пропозиція на акції підприємств конкретної галузі, рішення та нормативні документи міжнародних фінансово-кредитних інститутів. З метою врахування зазначених чинників автором запропоновано нечітку модель функціональної залежності параметрів, які визначають прийняття раціонального управлінського рішення українськими підприємствами-емітентами з проведення первинного публічного розміщення акцій.

**СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ**

1. Шишков Ю.В. Интеграционные процессы на пороге XXI века. Почему не интегрируются страны СНГ / Шишков Ю.В. – М. : НП «III тысячелетие», 2001. – 479 с.
2. Банківський потенціал економіки України : монографія / за ред. Б.Л. Луціва. – Тернопіль : ТНЕУ, 2012. – 448 с.
3. Економічна енциклопедія. У 3 т. Т. 1 / редкол. Мочерний С.В. (відпов.ред.) [та ін.]. – К. : Академія, 2000. – 864 с.
4. Фінансово-економічний словник / уклад. А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк. – К. : Знання, 2007. – 1072 с.
5. Мацера С.М. Економічний зміст та значення акціонерного капіталу в сучасних умовах [Електронний ресурс] // Scientific World (Sworld): Е-Журнал. – 01.10.2011. – Режим доступу : <http://www.sworld.com.ua/index.php/ru/economy-311/economic-theory-and-history-311/7502-ekonomchny-zmst-ta-values-aktsonernogo-kaptalu-in-suchasnih-minds>. – Дата доступу : 5.03.2013.
6. Закон України «Про акціонерні товариства» [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/514-17>. – Дата доступу : 15.05.2013.
7. Господарський кодекс України [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/436-15>. – Дата доступу : 1.06.2013.
8. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій : підручник / В.М. Суторміна. – К. : КНЕУ, 2004. – 566 с.
9. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>. – Дата доступу : 15.06.2013.



10. Сушко Р. Сучасні тенденції IPO [Електронний ресурс] / Р. Сушко // Бізнес Україна: Видавничий дім. – 21.02.2012. – Режим доступу : <http://www.ukrbizn.com/finansy/328-suchasn-tendencyi-ro.html>. – Дата доступу : 3.07.2013.
11. How does an IPO work at the NYSE? [Electronic Resource] // NYSE: New York Stock Exchange. – Reference : [https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/IPO\\_infographic.pdf](https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/IPO_infographic.pdf). – Accessed : 15.07.2013.
12. Ritter J.R. A review of IPO activity, pricing, and allocations / Ritter J.R., Welch I. // *Journal of Finance*. – 2002. – № 57. – P. 1795–1828.
13. Шелехов К. В. Переваги первинного публічного розміщення акцій (IPO) як інвестиційного інструменту залучення капіталу виробничим підприємством [Електронний ресурс] / Шелехов К.В., Тарасенко А.О. // *Ефективна економіка: Електронне наукове фахове видання* – 14.03.2012. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua/?operation=1&iid=1019>. – Дата доступу : 17.07.2013.
14. Таранченко З. Стратегія вихода на IPOдіум / З. Таранченко // *Стратегії*. – 2006. – №11 – С. 32–33.
15. Ernst D. *Applied International Corporate Finance* / D. Ernst, D. Haecker. – Muenchen: Franz Vahlen, 2007. – 401 p.
16. Rajan R. G. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm'slength Debt / R. G. Rajan // *Journal of Finance*. – 1992. – № 47. – P. 1367–1400.
17. Геддес Росс. IPO и последующие размещения акций / Росс Геддес. – К. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. – 352 с.
18. Pagano M. Why do companies go public? An empirical analysis / Pagano M., Panetta F., Zingales L. // *Journal of Finance*. – 1998. – № 53. – P. 27–64.
19. Річний звіт НКЦПФР за 2012 р. [Електронний ресурс] // НКЦПФР: Офіційна веб-сторінка Національної комісії з цінних паперів та фондового

ринку. – Режим доступу : [http://www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1370875350.pdf](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1370875350.pdf). – Дата доступу : 15.09.2013.

20. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення законодавства про цінні папери» від 04.07.2012 №5042-VI [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5042-17>. – Дата доступу : 15.08.2013.

21. Положення «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку» [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1063/2011/page>. – Дата доступу : 16.08.2013.

22. Закон України «Про депозитарну систему України» 11.10.2013 (№ 5178-VI) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>. – Дата доступу : 17.08.2013.

23. Розміщення акцій [Електронний ресурс] // АРТА: Офіційна веб-сторінка компанії. – Режим доступу : <http://arta.ua/uk/servises/corporatefinance/equityfinancing.html>. – Дата доступу : 15.05.2014.

24. Lucas D. Equity issues and stock price dynamics / Lucas D., McDonald R. // *Journal of Finance*. – 1990. – № 45. – P. 1019–1043.

25. Choe H. Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence / Choe H., Maulis R., Nanda V. // *Journal of Empirical Finance*. – 1993. – № 1. – P. 3–31.

26. Baker M.P. The equity share in new issues and aggregate stock returns / Baker M.P., Wurgler J. // *Journal of Finance*. – 2000. – № 55. – P. 2219–2257.

27. Ritter J.R. The 'Hot Issue' Market of 1980 / J.R. Ritter // *Journal of Business*. – 1984. – № 57. – P. 215–240.

28. Pagano M. Why do companies go public? An empirical analysis / Pagano M., Panetta F., Zingales L. // *Journal of Finance*. – 1998. – № 53. – P. 27–64.
29. Myers S.C. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have / Myers S.C., Majluf N.S. // *Journal of Financial Economics*. – 1984. – № 13. – P. 187–221.
30. Pagano M. The Choice of Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and the Decision to Go Public / Pagano M., Roell A. // *Quarterly Journal of Economics*. – 1998. – № 113:3. – P. 187–221.
31. Zingales L. Insider ownership and the decision to go public / L. Zingales // *Review of Economic Studies*. – 1995. – № 62. – P. 425–448.
32. Chemmanur T.J. A theory of the going-public decision / Chemmanur T.J., Fulghieri P. // *Review of Financial Studies*. – 1999. – № 12. – P. 249–279.
33. Maksimovic V. Technological innovation and initial public offerings / Maksimovic V., Pichler P. // *Review of Financial Studies*. – 2001. – № 14. – P. 459–494.
34. Brau J. The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence / Brau J., Francis B., Kohers N. // *The Journal of Business*. – 2003. – № 76:4. – P. 583–612.
35. Ljungqvist A. IPO Underpricing. Vol. 1. Ch. 7: Handbook of Corporate Finance, Empirical Corporate Finance / A. Ljungqvist ; ed. by Eckbo Espen B. – Elsevier B.V, 2007. – 532 p.
36. Baron D.P. A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues / D.P. Baron // *Journal of Finance*. – 1982. – № 37. – P. 955–976.
37. Rock K. Why new issues are underpriced / K. Rock // *Journal of Financial Economics*. – 1986. – № 15. – P. 187–212.
38. Welch I. Sequential sales, learning and cascades / I. Welch // *Journal of Finance*. – 1992. – № 47. – P. 695–732.

39. Benveniste L.M. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues / Benveniste L.M., Spindt P.A. // *Journal of Financial Economics*. – 1989. – № 24. – P. 343–361.

40. Benveniste L.M. Price stabilization as a bonding mechanism in new equity issues / Benveniste L.M., Busaba W.Y., Wilhelm Jr. W.J. // *Journal of Financial Economics*. – 1996. – № 42. – P. 223–255.

41. Spatt C. Preplay communication, participation restrictions, and efficiency in initial public offerings / Spatt C., Srivastava S. // *Review of Financial Studies*. – 1991. – № 4. – P. 709–726.

42. Hanley K. The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon / K. Hanley // *Journal of Financial Economics*. – 1993. – № 34. – P. 231–250.

43. Lowry M. Litigation risk and IPO underpricing / Lowry M., Shu S. // *Journal of Financial Economics*. – 2002. – № 65. – P. 309–335.

44. Rydqvist K. IPO underpricing as tax-efficient compensation / K. Rydqvist // *Journal of Banking and Finance*. – 1997. – № 21. – P. 295–313.

45. Brennan M.J. Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the U.K. / Brennan M.J., Franks J. // *Journal of Financial Economics*. – 1997. – № 45. – P. 391–413.

46. Ljungqvist A. Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing / Ljungqvist A., Nanda V., Singh R. // *Journal of Business*, in press. – 2004.

47. Loughran T. Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? / Loughran T., Ritter J.R. // *Review of Financial Studies*. – 2002. – № 15. – P. 413–443.

48. Lubig D. Underpricing und langfristige Performance der IPOs am Neuen Markt: eine ökonomische Analyse für den Zeitraum von 1997 bis 2003 / D. Lubig. – Frankfurt am Main: Peter Lang, Europäischer Verlag der Wissenschaften, 2004. – 344 p.

49. Шапран В. IPO от А до Я: Справочник эмитента / Шапран В., Шапран Н. – К. : Компания «Дагда», 2011. – 141 с.
50. Bloomberg – business and financial market news resource [Electronic Resource] : Official Web-Page. – Reference : <http://www.bloomberg.com>. – Accessed : 18.08.2013.
51. Шапран В. IPO от А до Я: Справочник эмитента / Шапран В., Корнелюк Р. – К. : Компания «Дагда», 2007. – 120 с.
52. London Stock Exchange [Electronic Resource]: Official Web-Page. – Reference : <http://www.londonstockexchange.com>. – Accessed : 19.08.2013.
53. Warsaw Stock Exchange [Electronic Resource]: Official Web-Page. – Reference : [http://gpw.pl/root\\_en](http://gpw.pl/root_en). – Accessed : 19.08.2013.
54. NewConnect [Electronic Resource]: Official Web-Page. – Reference : <http://www.newconnect.pl>. – Accessed : 19.08.2013.
55. Deutsche Boerse [Electronic Resource]: Official Web-Page. – Reference : [www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com). – Accessed : 19.08.2013.
56. Мошенец Е. Куриное IPO / Е. Мошенец // Инвестгазета. – 2007. – № 23. – С. 54–57.
57. AgroGeneration [Electronic Resource]: Official Web-Page of the Company. – Reference : <http://www.agrogeneration.com>. – Accessed : 20.08.2013.
58. Исакова Д. Земля обетованная / Д. Исакова // Инвестгазета. – 2008. – № 24. – С. 28–34.
59. Дружерученко К. Золотое зерно. Спецпроект «Корпоративные финансы» / К. Дружерученко // Контракты. – 2008. – № 21. – С. 26–27.
60. Жирош Т. Испытание нефтью и газом / Т. Жирош // Инвестгазета. – 2008. – 30.06–06.07.2008. – С. 38–39.
61. Мироненко В. Факторы присутствия / В. Мироненко // Инвестгазета. – 2007. – Приложения к № 42. – С. 45–46.
62. Щеглова Е. Стратегическое преимущество / Е. Щеглова // Инвестгазета. – 2007. – № 23. – С. 51–53.

63. S&P Dow Jones Indices [Electronic Resource]: Official Web-Page. – Reference : <http://www.us.spindices.com>. – Accessed : 20.09.2013.
64. Standard & Poor's [Electronic Resource]: Official Web-Page. – Reference : <http://www.standardandpoors.com>. – Accessed : 20.09.2013.
65. Єріна А.М. Статистичне моделювання і прогнозування та прогнозування : навч. посібник / А.М. Єріна. – К. : КНЕУ, 2001. – 170 с.
66. Здрок В.В. Економетрія : підручник / Здрок В.В., Лагоцький Т.Я. – К. : Знання, 2010. – 541 с.
67. Антонова Л. В. Економетрика : навч. посіб. / Л. В. Антонова, О. О. Ляховець; Чорномор. держ. ун-т ім. Петра Могили. – Миколаїв : ЧДУ, 2011. – 226 с.
68. Annual & Interim Results [Electronic Resource] // Ukrproduct Group: Official Web-Page of the Company. – Reference : <http://ukrproduct.com/en/140/156.html>. – Accessed : 30.09.2010, 04.05.2012, 08.09.2013.
69. Financial Reports [Electronic Resource] // Astarta: Official Web-Page of the Company. – Reference : [http://www.astartakiev.com/en/for\\_investors/financial-results.htm](http://www.astartakiev.com/en/for_investors/financial-results.htm). – Accessed : 30.09.2010, 04.05.2012, 12.01.2013.
70. Financial Reports [Electronic Resource] // МНР: Official Web-Page of the Company. – Reference : <http://www.mhp.com.ua/en/investor-relations/financial-reports/annual-reports>. – Accessed : 08.08.2010, 03.05.2012.
71. Financial Reports [Electronic Resource] // Kernel: Official Web-Page of the Company. – Reference : <http://www.kernel.ua/en/financial/reports/>. – Accessed : 09.08.2010, 06.01.2012.
72. Financial Reports [Electronic Resource] // XXI Century: Official Web-Page of the Company. – Reference : [http://21.com.ua/index.php?lang\\_id=3&menu\\_id=28](http://21.com.ua/index.php?lang_id=3&menu_id=28). – Accessed : 08.08.2010, 07.03.2012.
73. Investor Pack [Electronic Resource] // Ferrexpo AG: Official Web-Page of the Company. – Reference : <http://www.ferrexpo.com/investor-relations/investor-pack>. – Accessed : 08.08.2010, 04.05.2012.

74. Reports [Electronic Resource] // Dragon-Ukrainian Properties & Development (DUPD): Official Web-Page of the Company. – Reference : <http://www.dragon-upd.com/investor-information/important-information/reports>. – Accessed : 08.08.2010, 04.05.2012.

75. Financial Reports [Electronic Resource] // Avangard: Official Web-Page of the Company. – Reference : [http:// www.avangard.co.ua/eng/for-investors/annual-reports/](http://www.avangard.co.ua/eng/for-investors/annual-reports/). – Accessed : 07.09.2010, 04.05.2012, 29.03.2013.

76. Key Financial Data [Electronic Resource] // Agroton: Official Web-Page of the Company. – Reference : [http:// agroton.com.ua/en/key.htm](http://agroton.com.ua/en/key.htm). – Accessed : 07.08.2010, 04.05.2012, 29.06.2013.

77. Periodical Reports [Electronic Resource] // Milkiland: Official Web-Page of the Company. – Reference : [http://www.milkiland.nl/en/Investor\\_relations/Reporting\\_Obligations/Periodical\\_Reports/2014](http://www.milkiland.nl/en/Investor_relations/Reporting_Obligations/Periodical_Reports/2014). – Accessed : 02.05.2012, 28.06.2013.

78. Financial Reports [Electronic Resource] // Coal Energy S.A.: Official Web-Page of the Company. – Reference : [http://www.coalenergy.com.ua/en/investors/financial\\_reports/](http://www.coalenergy.com.ua/en/investors/financial_reports/). – Accessed : 02.05.2012, 26.05.2013.

79. Financial Reports [Electronic Resource] // Westa: Official Web-Page of the Company. – Reference : [http://www.westa.com.ua/en/cms/for\\_investor/finance\\_report.html](http://www.westa.com.ua/en/cms/for_investor/finance_report.html). – Accessed : 02.05.2012.

80. Results and Reports [Electronic Resource] // TMM: Official Web-Page of the Company. – Reference : <http://www.tmm.ua/ir/reports.html>. – Accessed : 07.08.2010, 06.03.2012, 16.01.2013.

81. KDD Group N.V. [Електронний ресурс]: Офіційна веб-сторінка компанії. – Режим доступу : <http://www.kddgroup.com.ua>. – Дата доступу : 20.10.2013.

82. Financial Reports [Electronic Resource] // IMC: Official Web-Page of the Company. – Reference : <http://imcagro.com.ua/index.php/en/investor-relations/regulatory>. – Accessed : 03.05.2012, 26.05.2013.

83. Reports and Presentations [Electronic Resource] // Cadogan Petroleum Plc: Official Web-Page of the Company. – Reference : <http://www.cadoganpetroleum.com/investor/reports.aspx>. – Accessed : 8.08.2010, 04.05.2012, 17.01.2013.

84. Results and Reports [Electronic Resource] // Sadovaya Group: Official Web-Page of the Company. – Reference : <http://www.sadovayagroup.com/investor-relations/results-and-reports/>. – Accessed : 02.05.2012, 25.06.2013.

85. Reports [Electronic Resource] // Agroliga: Official Web-Page of the Company. – Reference : <http://www.agroliga.com.ua/ru/investorrelations/reports.html>. – Accessed : 03.05.2012, 24.06.2013.

86. Financial Reports [Електронний ресурс] // Ovostar: Official Web-Page of the Company. – Режим доступу : [http://www.ovostar.ua/en/ipo/regulatory\\_filings/financial\\_reports/](http://www.ovostar.ua/en/ipo/regulatory_filings/financial_reports/). – Accessed : 02.05.2012, 25.06.2013.

87. Шкарпова Е. Подайте на процветание. Спецпроект «Корпоративные финансы» / Е. Шкарпова // Контракты. – 2008. – № 21. – Р. 20–24.

88. Державна служба статистики України [Електронний ресурс] : Офіційна веб-сторінка. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>. – Дата доступу : 20.11.2013.

89. Історія «Укрпродукт Груп» [Електронний ресурс] // Укрпродукт Груп: Офіційна веб-сторінка компанії. – Режим доступу : <http://www.ukrproduct.com/ua/138/145.html>. – Дата доступу : 21.11.2013.

90. Новини та прес-релізи за 2007 рік [Електронний ресурс] // АСТАРТА: Офіційна веб-сторінка компанії. – Режим доступу : [http://www.astartakiev.com/ua/press-center/novosti-holdinga\\_1336654830/2007-year/%C2%A0/ua/press-center/novosti-holdinga\\_1336654830/2007-year/page/9.htm](http://www.astartakiev.com/ua/press-center/novosti-holdinga_1336654830/2007-year/%C2%A0/ua/press-center/novosti-holdinga_1336654830/2007-year/page/9.htm). – Дата доступу : 21.11.2013.

91. Ключевые даты в нашей истории за 2007–2008 гг. [Электронный ресурс] // Кернел: Официальная веб-страница компании. – Режим доступа : <http://www.kernel.ua/ru/history/#2007>. – Дата доступа : 22.11.2013.



92. Історія «Ovostar Union» за 2011 р. [Електронний ресурс] // Ovostar Union: Офіційна веб-сторінка компанії. – Режим доступу : <http://www.ovostar.ua/ua/about/history/>. – Дата доступу : 23.11.2013.

93. Історія «Миронівський хлібопродукт (МНР)» за 2008–2009 рр. [Електронний ресурс] // «Миронівський хлібопродукт (МНР)»: Офіційна веб-сторінка компанії. – Режим доступу : <http://www.mhp.com.ua/uk/about/history>. – Дата доступу : 23.11.2013.

94. Ukrproduct Group Ltd.: Historical prices [Electronic Resource] // Google Finance: Website of Google Inc. Company. – Reference : <http://www.google.co.uk/finance/historical?cid=699014&startdate=Jan%20%2C%202005&enddate=Jul%2026%2C%202013&num=30&ei=epbyUcjwJoiDwAOkRw&start=1890>. – Accessed : 21.12.2013.

95. Agrogenation: Historical Quotes [Electronic Resource] // Euronext: pan-European exchange. – Reference : <https://europeanequities.nyx.com/en/products/equities/FR0010641449-ALXP/quotes>. – Accessed : 21.12.2013.

96. Astarta: Historical Quotes; Type of instrument-shares; Instrument – ASTARTA [Electronic Resource] //: Warsaw Stock Exchange Info Space. – Reference : <http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/en/quotes/archive/2;jsessionid=rCCdMuYpofjCfq+cA-5T1+1z.undefined>. – Accessed : 21.12.2013.

97. Kernel: Historical Quotes; Type of instrument-shares; Instrument – KERNEL [Electronic Resource] //: Warsaw Stock Exchange Info Space. – Reference : <http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/en/quotes/archive/2;jsessionid=rCCdMuYpofjCfq+cA-5T1+1z.undefined>. – Accessed : 21.12.2013.

98. Agroton: Historical Quotes; Type of instrument-shares; Instrument – AGROTON [Electronic Resource] //: Warsaw Stock Exchange Info Space. – Reference : <http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/en/quotes/archive/2;jsessionid=rCCdMuYpofjCfq+cA-5T1+1z.undefined>. – Accessed : 21.12.2013.

99. Milkiland: Historical Quotes; Type of instrument-shares; Instrument – MILKILAND [Electronic Resource] //: Warsaw Stock Exchange Info Space. –

Reference : <http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/en/quotes/archive/2;jsessionid=rCCdMuYpofjCfq+cA-5T1+1z.undefined>. – Accessed : 21.12.2013.

100. Agroliga: Historical Quotes; Type of instrument-shares; Instrument – AGROLIGA [Electronic Resource] // Warsaw Stock Exchange Info Space. – Reference : <http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/en/quotes/archive/2;jsessionid=rCCdMuYpofjCfq+cA-5T1+1z.undefined>. – Accessed : 21.12.2013.

101. Industrial Milk Company: Historical Quotes; Type of instrument-shares; Instrument – IMCOMPANY [Electronic Resource] //: Warsaw Stock Exchange Info Space. – Reference : <http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/en/quotes/archive/2;jsessionid=rCCdMuYpofjCfq+cA-5T1+1z.undefined>. – Accessed : 21.12.2013.

102. Ovostar: Historical Quotes; Type of instrument-shares; Instrument – OVOSTAR [Electronic Resource] //: Warsaw Stock Exchange Info Space. – Reference : <http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/en/quotes/archive/2;jsessionid=rCCdMuYpofjCfq+cA-5T1+1z.undefined>. – Accessed : 21.12.2013.

103. Investor Relations, Share Information, Historical lookup [Electronic Resource] // MHP: Official Web-Page of the Company. – Reference : <http://www.mhp.com.ua/en/investor-relations/share-information/historical-lookup>. – Accessed : 21.12.2013.

104. WESTA: Historical Quotes; Type of instrument-shares; Instrument – WESTAISIC [Electronic Resource] //: Warsaw Stock Exchange Info Space. – Reference : <http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/en/quotes/archive/2;jsessionid=rCCdMuYpofjCfq+cA-5T1+1z.undefined>. – Accessed : 21.12.2013.

105. Sadovaya Group: Historical Quotes; Type of instrument-shares; Instrument – SADOVAYA [Electronic Resource] //: Warsaw Stock Exchange Info Space. – Reference : <http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/en/quotes/archive/2;jsessionid=rCCdMuYpofjCfq+cA-5T1+1z.undefined>. – Accessed : 21.12.2013.

106. Coal Energy s.a.: Historical Quotes; Type of instrument-shares; Instrument – COALENERG [Electronic Resource] //: Warsaw Stock Exchange Info

Space. – Reference : <http://www.gpwinfostrefa.pl/GPWIS2/en/quotes/archive/2;jsessionid=rCCdMuYpofjCfq+cA-5T1+1z.undefined>. – Accessed : 21.12.2013.

107. Investor Centre, Share Price Information, Share Graph [Electronic Resource] // Cadogan Petroleum: Official Web-Page of the Company. – Reference : <http://www.cadoganpetroleum.com/investor/shares/graph.aspx>. – Accessed : 23.12.2013.

108. Investors, Share Price, Historical [Electronic Resource] // Ferrexpo AG: Official Web-Page of the Company. – Reference : <http://www.ferrexpo.com/investor-relations/investor-tools/share-price>. – Accessed : 23.12.2013.

109. Річний звіт НКЦПФР за 2008 р. [Електронний ресурс] // НКЦПФР: Офіційна веб-сторінка Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>. – Дата доступу : 24.12.2013.

110. Річний звіт НКЦПФР за 2011 р. [Електронний ресурс] // НКЦПФР: Офіційна веб-сторінка Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : [http://www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1340015412.pdf](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1340015412.pdf). – Дата доступу : 25.12.2013.

111. Фондова біржа ПФТС [Електронний ресурс] : Офіційна веб-сторінка. – Режим доступу : <http://www.pfts.com.ua/>. – Дата доступу : 15.01.2014.

112. Річний звіт НКЦПФР за 2010 р. [Електронний ресурс] // НКЦПФР: Офіційна веб-сторінка Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>. – Дата доступу : 15.01.2014.

113. Звіт ФБ «Перспектива» за 2012 рік [Електронний ресурс] // Фондова біржа «Перспектива»: Офіційна веб-сторінка. – Режим доступу : [http://fbr.com.ua/Doc/%D0%9E%D1%82%D1%87%D0%B5%D1%82%20%D0%A4%D0%91%D0%9F\\_2012.pdf](http://fbr.com.ua/Doc/%D0%9E%D1%82%D1%87%D0%B5%D1%82%20%D0%A4%D0%91%D0%9F_2012.pdf). – Дата доступу : 15.01.2014.

114. Характеристика Ринків, реалізованих на Біржі [Електронний ресурс] // Фондова біржа «Перспектива»: Офіційна веб-сторінка. – Режим доступу : <http://fbr.com.ua/CharacMarkets.aspx>. – Дата доступу : 15.01.2014.

115. Українська фондова біржа [Електронний ресурс] : Офіційна веб-сторінка. – Режим доступу : <http://ukrse.com.ua/>. – Дата доступу : 16.01.2014.

116. Рішення №1688 від 22.11.2012 «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12/page>. – Дата доступу : 17.01.2014.

117. Лістингові вимоги щодо внесення та перебування цінних паперів у першому рівні лістингу УФБ, Додаток №9 до Правил УФБ [Електронний ресурс] // Українська фондова біржа: Офіційна веб-сторінка. – Режим доступу : <http://ukrse.com.ua/birzhovij-spisok-ufb/listing-na-ufb>. – Дата доступу : 17.01.2014.

118. Правила ПАТ ФБ «Перспектива» – [Електронний ресурс] // Фондова біржа «Перспектива»: Офіційна веб-сторінка. – 2013. – Режим доступу : [http://fbr.com.ua/docs/Norm/pravila\\_20130409.pdf](http://fbr.com.ua/docs/Norm/pravila_20130409.pdf). – Дата доступу : 17.01.2014.

119. Правила ПАТ «Фондова біржа ПФТС» [Електронний ресурс] // Фондова біржа «ПФТС»: Офіційна веб-сторінка. – Режим доступу : [www.pfts.com.ua/uk/disc/?get\\_file=1610](http://www.pfts.com.ua/uk/disc/?get_file=1610). – Дата доступу : 18.01.2014.

120. Українці переводять заощадження з депозитів у цінні папери [Електронний ресурс] // Економіст: український журнал. – 10.04.2014. – Режим доступу : <http://ua-ekonomist.com/6548-ukrayinc-perevodyat-zaoschadzheniya-z-depozitiv-u-cnn-papery.html>. – Дата доступу : 17.02.2014.

121. Аналітичний огляд фондового ринку України за 2011 рік [Електронний ресурс] // Рюрік: національне рейтингове агенство. – Режим доступу : [http://www.rurik.com.ua/documents/research/Fund\\_market\\_2011.pdf](http://www.rurik.com.ua/documents/research/Fund_market_2011.pdf). – Дата доступу : 17.02.2014.

122. Канишевский В. Биржевой пасьянс Украинский фондовый рынок переходит под контроль крупных иностранных бирж – кому это выгодно? / В. Канишевский // Инвестгазета. – 2008. – № 24. – С. 53.

123. Интерфакс-Украина [Электронный ресурс]: Информационное агенство. – Режим доступа : [www.interfax.com.ua](http://www.interfax.com.ua). – Дата доступа : 19.02.2014.

124. Лібанов М. Кому і чому потрібен закон України «Про акціонерні товариства»? / М. Лібанов // Дзеркало тижня. – 2008. – № 29 (708).

125. Річний звіт НКЦПФР за 2013 р. [Електронний ресурс] // НКЦПФР: Офіційна веб-сторінка Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : [http://www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1402491205.pdf](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1402491205.pdf). – Дата доступу : 15.05.2014.

126. Закон України «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо подальшого удосконалення адміністрування податків і зборів від 06.12.2012 (№5519-VI) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5519-17>. – Дата доступу : 17.02.2014.

127. Additional Listing on Ukrainian Stock Market: Latest news [Electronic Resource] // Ukrproduct Group: Official Web-Page of the Company. – 20.01.2014. – Reference : <http://www.ukrproduct.com/en/news/284.html>. – Accessed : 17.02.2014.

128. Акції «Миронівського хлібопродукту» будуть торгуватися в Україні [Електронний ресурс] // УНІАН: Інформаційне агенство. – 9.10.2014. – Режим доступу : <http://economics.unian.ua/stockmarket/994076-aktsiji-mironivskogo-hliboproduktu-budut-torguvatisya-v-ukrajini.html>. – Дата доступу : 17.10.2014.

129. НКЦПФР збільшила обсяг акцій Ukrproduct Group Ltd., допущених до обігу на українському фондовому ринку [Електронний ресурс] // НКЦПФР: Офіційна веб-сторінка Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : [http://www.nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr\\_zbilshila\\_obsyag\\_akcijj\\_ukrproduct\\_group\\_ltd%252C\\_dopushhenikh\\_do\\_obigu\\_na\\_ukrayins\\_komu\\_fondovomu\\_rinku](http://www.nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_zbilshila_obsyag_akcijj_ukrproduct_group_ltd%252C_dopushhenikh_do_obigu_na_ukrayins_komu_fondovomu_rinku). – Дата доступу : 28.10.2014.

130. Українці переводять заощадження з депозитів у цінні папери [Електронний ресурс] // Економіст: український журнал. – 10.04.2014. – Режим доступу : <http://ua-ekonomist.com/6548-ukrayinc-perevodyat-zaoschadzhennya-z-depozitiv-u-cnn-papery.html>. – Дата доступу : 17.05.2014.

131. Закон України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні» від 16.07.1999 № 996-XIV [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/996-14>. – Дата доступу : 15.04.2014.

132. Маліневський О. Депозитарная система Украины: реформа или смена декораций? [Электронный ресурс] / О. Маліневський, А. Іванів // ЮРИСТ & ЗАКОН: электронное аналитическое издание. – 03.10.2013. – Режим доступа : <http://jurliga.ligazakon.ua/news/2013/10/4/98956.htm>. – Дата доступу : 1.03.2014.

133. Проект розпорядження Кабінету Міністрів України «Про схвалення Програми розвитку фондового ринку на 2011–2015 роки», схвалений рішенням Комісії від 21.09.2010 р. № 1478 [Електронний ресурс] // Україна фінансова: інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку. – Режим доступу : [www.ufin.com.ua/koncersia/011.doc](http://www.ufin.com.ua/koncersia/011.doc). – Дата доступу : 15.03.2014.

134. Виноградський М.Д. Організація праці менеджера : навч. посібник для студ. економ. вузів / Виноградський М.Д., Виноградська А.М., Шканова О.М. – К. : Кондор, 2003. – 414 с.

135. Кузьмін О.Є. Основи менеджменту : підручник / Кузьмін О.Є., Мельник О.Г. – К. : Академвидав., 2007. – 464 с.

136. Козловский С.В. Нечеткая логика – новый инструмент для моделирования экономических ситуаций в бизнесе / С.В. Козловский // Материалы научно-практического семинара «Современный бизнес: проблемы, тенденции, перспективы». – Донецк : Бизнес-альянс Донбасса. – 2001. – С. 36–38.

137. Вовк В.М. Моделювання економічних процесів підприємства : монографія / В.М. Вовк, Н.І. Камінська, С.С. Прийма. – Дрогобич : Коло, 2011. – 448 с.

138. Мотичак Р. Експерт: із боргом, який має Україна, жодна держава не може бути стабільною [Електронний ресурс] / Р. Мотичак // Український тиждень : журнал. – 23.09.2014. – Режим доступу : <http://tyzhden.ua/News/119799>. – Дата доступу : 29.09.2014.

139. Шкодiна I. Розвиток світового фондового ринку в умовах фiнансової нестабiльностi [Електронний ресурс] / I. Шкодiна // Вiсник КНЕУ. – 2013. – №3. – С. 74–81. – Режим доступу : <http://visnik.knteu.kiev.ua/fils/2013/03/6.pdf>. – Дата доступу : 17.04.2014.

140. В Украине зафиксирован рекордный отложенный спрос на IPO [Электронный ресурс] // ДАГДА: Исследовательская компания. – Режим доступа : [http://dagda.com.ua/rus/news\\_research\\_v-ukraine-zafiksirovan-rekordnyi-otlozhennyyi-spros-na-ipo/](http://dagda.com.ua/rus/news_research_v-ukraine-zafiksirovan-rekordnyi-otlozhennyyi-spros-na-ipo/). – Дата доступа : 17.03.2014.

141. Огляд ринку IPO в Європі за 2012 рік [Електронний ресурс] // PricewaterhouseCoopers Ukraine: Офіційна веб-сторінка компанії. – 8.04.2013. – Режим доступу : <http://www.pwc.com/ua/uk/press-room/2013/publications.jhtml>. – Дата доступу : 17.03.2014.

142. Говдя Д. Закат IPO. Почему украинских аграриев не ждут на бирже [Электронный ресурс] // ЛІГАБізнесІнформ: Інформаційне агентство. – 19.04.2013. – Режим доступу : <http://biz.liga.net/all/prodovolstvie/stati/2480680-zakat-ipo-rochemu-ukrainskikh-agrariyev-ne-zhdut-na-birzhe.htm>. – Дата доступу : 18.03.2014.

143. Укрлэндфарминг планирует провести IPO к концу 2014 года [Электронный ресурс] // ЛІГАБізнесІнформ: Інформаційне агентство. – 29.03.2013. – Режим доступу : <http://biz.liga.net/all/prodovolstvie/novosti/2462875-ukrlendfarming-planiruet-provesti-ipo-k-kontsu-2014-goda.htm>. – Дата доступу : 19.03.2014.

144. Ковальова В. Емітенти складають ціну [Електронний ресурс] // Урядовий кур'єр: газета центральних органів виконавчої влади України. – 17.05.2013. – Режим доступу : <http://ukurier.gov.ua/uk/articles/emitenti-skladayut-cinu/>. – Дата доступу : 23.03. 2014.

145. Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 (№5080-VI) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>. – Дата доступу : 15.04. 2014.

146. Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про іпотечні облигації» щодо випуску та обігу іпотечних облигацій» від 30.07.2012 (№5192-VI) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3273-15>. – Дата доступу : 15.04. 2014.

147. Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» щодо порядку видачі дублікатів та копій ліцензій» від 13.01.2011 (№2927-VI) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2927-17>. – Дата доступу : 15.04. 2014.

148. Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про акціонерні товариства» щодо вдосконалення механізму діяльності акціонерних товариств» від 03.02.2011 (№2994-VI) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2994-17>. – Дата доступу : 15.04. 2014.

149. Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо розкриття інформації на фондовому ринку» від 21.04.2011 (№3264-VI) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3264-17>. – Дата доступу : 15.04. 2014.



150. Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо іпотечних облігацій» від 21.04.2011 (№3265-VI) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: Офіційний веб-портал. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3265-17>. – Дата доступу: 15.04. 2014.

151. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 21.04.2011 (№3267-VI) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: Офіційний веб-портал. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3267-17>. – Дата доступу: 15.04. 2014.

152. Закон України «Про внесення зміни до статті 8 Закону України «Про аудиторську діяльність» від 21.04.2011 (№3273-VI) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: Офіційний веб-портал. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3273-15>. – Дата доступу: 15.04. 2014.

153. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо інсайдерської інформації» від 22.04.2011 (№3306-VI) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: Офіційний веб-портал. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3306-17>. – Дата доступу: 15.04. 2014.

154. Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо нагляду на консолідованій основі» 19.05.2011 (№3394-VI) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: Офіційний веб-портал. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3394-17>. – Дата доступу: 15.04. 2014.

155. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо облігацій» від 02.06.2011 (№3461-VI) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: Офіційний веб-портал. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3461-17>. – Дата доступу: 15.04. 2014.

156. Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо регулювання ринків фінансових послуг» від 02.06.2011 (№3462-VI) (набрання чинності: 09.01.2012) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України:

Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3462-17>. – Дата доступу : 15.04. 2014.

157. Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо фінансового моніторингу діяльності професійних учасників фондового ринку» від 06.10.2011 (№3831-VI) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України : Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3831-17>. – Дата доступу : 15.04. 2014.

158. Ковалюк О. М. Фінансовий механізм організації економіки України (проблеми теорії і практики) : монографія / О. М. Ковалюк. – Львів : ВЦ ЛНУ ім. І. Франка, 2002. – 396 с.

159. Ковалюк О. Стратегія використання фінансових інструментів організації економічного зростання в Україні в умовах глобалізації / О. Ковалюк // Обліково-аналітичні системи суб'єктів господарської діяльності в Україні. – Львів : Інтереко, 2007. – С.31–37.

## ДОДАТКИ

### Додаток А

#### Витрати часу на підготовку та проведення процесу первинного публічного розміщення акцій

Період	Дії
<b>Етап 1: До розміщення</b>	Середній термін між ухваленням рішення про можливе первинне розміщення і початок біржових торгів складає близько трьох років
Протягом мінімум 3-4 років до розміщення	Формування кредитної історії: використання інструментів кредитів, вексельних і облігаційних позик, виконання кредитних зобов'язань
За 2-3 роки до розміщення	Здійснення переходу систем звітності на міжнародні стандарти (на US GAAP чи IAS (МСФО))
Більше ніж за 1 рік до розміщення	Оцінка альтернативних ІРО джерел фінансування з погляду стратегічних цілей компанії і власників
	Вибір андеррайтера і з його допомогою: <ul style="list-style-type: none"> <li>• визначення параметрів розміщення: обсягу розміщення, ціни акцій (і справедливої вартості пакета в цілому), майданчики, структури угоди, структури інвесторів</li> <li>• розробка плану проекту</li> </ul>
	Реалізація «премаркетингу»: збір думок інвесторів і інвестиційних аналітиків щодо критеріїв оцінки компаній такого ж типу, такої ж галузі, такої ж країни на обраному типі майданчика цільовими інвесторами
	Прийняття радою директорів рішення про випуск (чи додатковий випуск) акцій. Підготовка і публікація протоколу засідання ради директорів.
	Формування проектної команди, вибір партнерів: <ul style="list-style-type: none"> <li>- фінансового консультанта для створення інвестиційного ядра;</li> <li>- юридичного консультанта для формування прозорої юридичної структури компанії;</li> <li>- аудитора для завершення фінансової звітності компанії за українськими стандартами і стандартам МСФО;</li> <li>- консультанта з маркетингу для визначення інформаційної політики компанії, організація IR (відносини з інвесторами) і PR політик;</li> <li>- незалежних директорів (часто – іноземних громадян) і їхнього введення до складу ради директорів компанії;</li> <li>- аудитора корпоративного управління для визначення позиції рейтингу корпоративного керування.</li> </ul>
За 11–12 місяців до розміщення	Підготовка рішення про випуск проспекту цінних паперів. Затвердження рішення про випуск проспекту цінних паперів.
За 11 місяців і більше до розміщення	Підготовка аналітичних звітів (тривалість 6 місяців) про: <ul style="list-style-type: none"> <li>• галузі і ринки,</li> <li>• показники діяльності компанії,</li> <li>• стратегії компанії,</li> <li>• менеджмент компанії.</li> </ul>
За 10 місяців до розміщення	Проведення due-diligence (різнобічний аналіз стану компанії) юридичним консультантом, аудитором, фінансовим консультантом, банком-андеррайтером.
За 5 місяців до розміщення	Підготовка проспекту за результатами due-diligence
	Відновлення оцінки вартості розташованого пакета (за результатами due-diligence і оцінки кон'юнктури ринку)
	Розкриття інформації про компанію серед широкого кола інвесторів
За 3 місяці до розміщення	Визначення діапазону ціни
За 0,5–1,5 місяця до розміщення	Випуск попереднього проспекту. Проведення незалежного аналізу проспекту емісії аудитором.
За 1–2 місяця до розміщення	Організація ознайомлювального road-show (серія зустрічей з потенційними інвесторами й аналітиками в ключових містах світу)
За тиждень до розміщення	Випуск остаточного проспекту. Проведення незалежного аналізу проспекту аудитором.
<b>Етап 2: Розміщення</b>	Розміщення акцій на біржі
<b>Етап 3: Після розміщення</b>	Регулярна робота з інвесторами, підготовка і публікації регулярної звітності, підтримка корпоративного сайту (профілю інвестора), розкриття істотних фактів з життя компанії, випуск аналітичних звітів, організація і проведення виступів топ-менеджменту компанії на міжнародних форумах і дискусійних площадках, організація зустрічей топ-менеджерів з великими чи інвесторами фондами-менеджерами, організація прес-супроводу діяльності компанії
	Повторне розміщення

## Додаток Б

**Етапи здійснення емісії цінних паперів  
шляхом їх приватного розміщення**

1.	прийняття рішення про приватне розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення;
2.	укладення у разі потреби попереднього договору з андеррайтером;
3.	укладення попереднього договору з депозитарієм про обслуговування емісії цінних паперів або з реєстратором про ведення реєстру власників іменних цінних паперів (у разі відсутності такого договору), крім випадку здійснення емісії цінних паперів на пред'явника;
4.	подання Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку заяви і всіх необхідних документів для реєстрації випуску та проспекту емісії цінних паперів;
5.	реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку випуску цінних паперів, проспекту їх емісії та видача тимчасового свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів;
6.	присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номера;
7.	укладення у разі потреби договору з андеррайтером;
8.	укладення з депозитарієм договору про обслуговування емісії цінних паперів або з реєстратором про ведення реєстру власників іменних цінних паперів (у разі відсутності такого договору), крім випадку здійснення емісії цінних паперів на пред'явника;
9.	реалізація власником акцій свого переважного права на придбання акцій у порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку;
10.	укладення договорів з першими власниками;
11.	затвердження результатів розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати таке рішення;
12.	виготовлення сертифікатів цінних паперів у разі розміщення цінних паперів у документарній формі;
13.	внесення змін до статуту акціонерного товариства, пов'язаних із збільшенням статутного капіталу товариства з урахуванням результатів розміщення акцій;
14.	реєстрація змін до статуту акціонерного товариства в органах державної реєстрації;
15.	подання Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати приватного розміщення цінних паперів;
16.	реєстрація Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати приватного розміщення цінних паперів;
17.	отримання свідоцтва про реєстрацію випуску цінних паперів

Джерело: [20, Ст.28]

## Додаток В

**Перелік основних теорій, в яких зроблено спробу пояснити причини проведення первинного публічного розміщення акцій підприємствами**

<b>Теорії вибору моменту виходу на біржу</b>	
Lucas D., McDonald R. (1990)	Первинне публічне розміщення акцій проводять, коли є позитивний розвиток на ринку акцій.
Choe H., Maulis R., Nanda V. (1993)	За результатами моделі, для компаній набагато вигідніше робити первинне публічне розміщення акцій на великих, ліквідних біржах, де велика кількість компаній уже котирується. Спостерігається «ефект снігової кулі» («snowballing effect»), тобто, коли фондові біржі стають більш ліберальними, зменшують бар'єри виходу і, таким чином, збільшується загальна чисельність інвесторів. Переваги фінансування через первинне публічне розміщення акцій зростають, якщо інвестори отримують цінну інформацію, не витрачаючи на це кошти. Компанії будуть проводити первинне публічне розміщення акцій, коли виводять на ринок нові продукти. Якщо на біржу виходять компанії, товари яких зв'язані з іншими галузями, ймовірність проведення первинного публічного розміщення акцій буде зростати, оскільки на ринку буде більше цінної інформації для інвесторів.
Ritter J. (1984)	Підтвердження гіпотези про «вікно можливостей» («window of opportunity») на американському фондовому ринку під час «гарячого» ринку 1980-х рр., коли середній прибуток з акції був 48,4% порівняно з 16,3% протягом решти частини періоду 1977–1982 рр. Інвестори є надмірно оптимістичними, компанії відповідають збільшенням емісії акцій, щоб скористатися цим «вікном можливостей».
Pagano M., Panetta F., Zingales L. (1998)	Компанії вибирають час для проведення первинного публічного розміщення акцій, щоб скористатися із завищеної оцінки вартості компаній в конкретній галузі, а не для того, щоб залучити гроші для нових інвестиційних проектів і зростання компанії (підтвердження гіпотези про «вікно можливостей» на італійському фондовому ринку).
<b>Теорії життєвого циклу</b>	
Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf (1984)	Теорія ієрархії (pecking order) - власники компаній для нових інвестиційних проектів в першу чергу використовують власні гроші, інші внутрішні ресурси, заощадження друзів і родичів, банки, венчурні фонди, проте, коли компанія зростає, має високе боргове навантаження, низьку ліквідність акцій та відсутність диверсифікації портфеля, це підштовхує до нового виду залучення фінансування – первинне публічне розміщення акцій на фондовій біржі, незважаючи на заплановані значні організаційні витрати.
Pagano M., Roell A. (1998)	Первинне публічне розміщення акцій проводять, щоб уникнути надмірного контролю з боку інших акціонерів.
Zingales L. (1995)	Початковий власник компанії використовує первинне публічне розміщення акцій для продажу частини своєї компанії за вищою ціною, ніж це було б у випадку її прямого продажу.
Pagano M., Panetta F., Zingales L. (1998)	Через три роки після первинного публічного розміщення акцій обороти даної компанії у два рази перевищують обороти аналогічної компанії, яка є у приватній власності (емпірично доведено).
Chemmanur T., Fulghieri P. (1999)	Первинне публічне розміщення акцій проводять ті компанії, про які уже достатньо інформації на ринку і витрати на оцінку реальної вартості компанії будуть низькими. Натомість «молоді» компанії вибирають приватне розміщення через великі кошти на отримання інформації.
Maksimovic V., Pichler P. (2001)	Модель для аналізу вибору типу фінансування компанією з галузі, де існують технологічні зміни: якщо технологічний ризик (ймовірність бути витісненою більш передовою технологією суперника) є значним, буде проведено небагато первинних публічних розміщень акцій на ранній стадії існування компанії.
Pagano M., Panetta F., Zingales L. (1998)	Основні вирішальні фактори первинного публічного розміщення акцій (IPO) на італійському ринку: після IPO настає аномальне зменшення рентабельності; новий залучений капітал не використовується для фінансування подальших нових інвестицій, а для зменшення наявної заборгованості компанії; вихід на біржу знижує вартість банківського кредиту.
Brau J., Francis B., and Kohers N. (2003)	Фактори підвищення ймовірності проведення первинного публічного розміщення акцій: наявність багатьох конкурентів всередині галузі, приватні IT- компанії, «гаряча» ситуація на ринку первинного публічного розміщення акцій порівняно з ринком злиттів та поглинань, поточна вартість залучення капіталу через банки, відсоток інсайдерської інформації, яка є всередині компанії, та розмір компанії. Фактори підвищення ймовірності бути поглинутими іншими компаніями: компанії фінансової сфери, компанії галузей з високою заборгованістю, і з галузі, де для укладання контрактів потрібна висока ліквідність компанії.

Джерело: Власне напрацювання на основі підрозділу 1.2.

## Додаток Г

**Перелік основних теорій, в яких зроблено спробу пояснити причини продажу акцій підприємств в перший день торгів за заниженою ціною (underpricing) під час проведення первинного публічного розміщення акцій**

<b>Теорії, які припускають, що один з учасників угоди знає більше, ніж інші (asymmetric models)</b>	
Ritter J.R., Welch I. (2002)	Коли компанія-емітент є більше поінформованою, ніж інвестори, тоді раціональні інвестори зіштовхуються з проблемою: тільки емітенти з гіршою за середню якістю хочуть продати свої акції за середньою ціною. Високоякісні емітенти хочуть диференціювати себе від емітентів з гіршою якістю і будуть старатися сигналізувати про свою якість. Таким чином, емітенти показують, що вони високої якості і втрачають свої гроші під час первинного публічного розміщення акцій.
Baron D. (1982)	Оптимальним для компанії-емітента буде делегувати більш поінформованому інвестиційному банку право визначати ціну на акції та робити невелике заниження вартості акцій компанії, щоб спонукати банк продавати краще (модель, де інвестиційний банк-консультант є краще проінформований про ситуацію на ринку капіталу, ніж емітент).
Ritter J.R., Welch I. (2002)	Інвестори будуть купувати акції тільки тоді, коли їх ціна буде нижча за звичайну ринкову оцінку (модель, де інвестори є більш поінформовані, ніж емітент).
Rock K. (1986)	Компанія-емітент повинна пропонувати свої акції за заниженою вартістю (underpriced), щоб гарантувати, що непоінформовані інвестори їх придбають і отримують не негативний прибуток (модель, де існує група інвесторів, які є більше поінформовані за компанію-емітент, а також за всіх інших інвесторів).
Welch I. (1992)	Інформаційна «каскада» – наступні потенційні інвестори приймають рішення про купівлю акцій на основі поведінки попередніх інвесторів. Це може служити поясненням, чому на початку торгів спостерігається продаж акцій компанії за заниженою ціною.
Benveniste L.M., Spindt P.A. (1989); Benveniste L.M., Busaba W.Y., Wilhelm Jr., W.J. (1996); Spatt C., Srivastava S. (1991)	Протягом процесу формування замовлень (bookbuilding) інвестори не хочуть показати свою високу зацікавленість і отримувати набагато вищі ціни на акції. Ось чому, щоб спонукати інвесторів говорити правду щодо своєї зацікавленості в купівлі акцій компанії, інвестиційний банк повинен запропонувати їм продаж акцій за заниженою вартістю.
<b>Інституційні теорії</b>	
Lowry M., Shu C. (2002)	Компанії з високим ризиком судових спорів продають акції за заниженою вартістю (ефект страхування), занижена вартість зменшує очікувані витрати на судові спори завдяки зменшенню ймовірності подачі судового позову (ефект стримування).
Benveniste L., Busaba W. and Wilhelm J. (1996)	Бажання інвестиційного банку у встановленні завищеної ціни на акції можна уникнути, якщо інвестиційний банк візьме на себе зобов'язання проводити стабілізацію ціни (умисне уникнення спадів цін на акції на кілька днів чи тижнів) після початкових торгів і тим самим переконає потенційних інвесторів, що ціна не буде спеціально завищена.
Rydqvist K. (1997)	Податкове законодавство частково спричиняє продаж акцій за заниженою ціною.
<b>Теорії управління компанією</b>	
Brennan M. and Franks J. (1997)	Продаж акцій за заниженою ціною використовувався для забезпечення значного попиту на акції з боку великої кількості інвесторів, щоб тим самим збільшити розподіл власності та посилити контроль над компанією. Це, в свою чергу, зменшило ймовірність володіння пакетом акцій для блокування серед нових інвесторів.
<b>Теорії аналізу поведінки інвесторів</b>	
Ljungqvist A., Nanda V., Singh R. (2004)	У зв'язку з існуванням «інвесторів настрою», які можуть спричинити, що ціна на акції стане нижчою за їх реальну вартість, оптимальним механізмом для компанії буде передати свої акції інвестиційним банкам, які згодом продадуть їх «інвесторам настрою» за заниженою ціною.
<b>Теорія перспектив</b>	
Loughran T., Ritter J. (2002)	Компанія-емітент поряд з втратами прибутку під час продажу за заниженою вартістю на початку має набагато більший прибуток від акцій, які залишилися, за рахунок стрибка в ціні вгору.

Джерело: Власне напрацювання на основі підрозділу 1.3

## Додаток Д

**Середній процентний дохід на акції в перший день торгів,  
середня валова виручка, середній збиток від заниження вартості  
(underpricing) акцій підприємств впродовж 1980–2001 рр.**

Рік	Кількість IPO	Середній процентний дохід на акції в перший день торгів	Середня валова виручка, млн. дол.	Середній збиток від заниження вартості (underpricing) акцій компаній, млн. дол.
1980	70	14.5%	2,02	408
1981	191	5.9%	4,613	264
1982	77	11.4%	1,839	245
1983	442	10.1%	15,348	1,479
1984	172	3.6%	3,543	86
1985	179	6.3%	6,963	354
1986	378	6.3%	19,653	1,03
1987	271	6.0%	16,299	1,019
1988	97	5.4%	5,324	186
1989	105	8.1%	6,773	336
1990	104	10.8%	5,611	454
1991	273	12.1%	15,923	1,788
1992	385	10.2%	26,373	2,148
1993	483	12.8%	34,422	3,915
1994	387	9.8%	19,323	1,65
1995	432	21.5%	28,347	5,033
1996	621	16.7%	45,94	7,383
1997	432	13.8%	31,701	4,664
1998	267	22.3%	34,628	5,352
1999	457	71.7%	66,77	37,943
2000	346	56.1%	62,593	27,682
2001	80	14.0%	34,344	2,973
1980-1989	1,982	7.4%	82,476	5,409
1990-1994	1,632	11.2%	101,652	9,954
1995-1998	1,752	18.1%	140,613	22,436
1999-2000	803	65.0%	129,363	65,625
2001	80	14.0%	34,344	2,973
1980-2001	6,249	18.8%	488,448	106,397

Джерело: [12]

## Додаток Е

**Результати проведення первинного (IPO) і вторинного (SPO) публічного та приватного (PP) розміщень акцій українськими підприємствами\***

IPO/PP	Компанія	Біржа	Залучений капітал, млн. дол.	Частка проданих акцій	Дата проведення	Галузь
IPO	«Індустріальна Молочна Компанія»	WSE	29,7	24	01.05.2011	Аграрна
IPO	«KSG Agro»	WSE	40	33	01.05.2011	Аграрна
IPO	«Coal Energy S.A.»	WSE	80	25	01.08.2011	Вугільна
IPO	«ОВОСТАР»	WSE	31	25	01.06.2011	Аграрна
IPO	«ВЕСТА»	WSE	46	25,02	01.06.2011	Промислове в-во
SPO	«Миронівський хлібопродукт»	LSE	165	н/д	01.12.2010	Аграрна
SPO2	«Кернел»	WSE	81	н/д	01.04.2010	Аграрна
IPO	«Агротон»	WSE	54	26,2	01.11.2010	Аграрна
IPO	«Агроліга»	WSE (New connect)	1,28	16,67	01.02.2011	Аграрна
IPO	«Sadovaya Group»	WSE	30	25	01.12.2010	Вугільна
IPO	«Мілкленд»	WSE	80	22	01.12.2010	Аграрна
IPO	«AgroGeneration»	NYSE (Alternext)	17,4	25	01.03.2010	Аграрна
IPO	«Авангард»	LSE	208	22,5	01.04.2010	Аграрна
PP	«Агротон»	FSE	42	25	01.10.2009	Аграрна
PP	«Sintal Agriculture plc»	FSE	13	17,2	01.10.2009	Аграрна
PP	«Sintal Agriculture plc»	FSE	34,5	15	01.08.2008	Аграрна
IPO	«Миронівський хлібопродукт»	LSE	322,5	19,4	01.05.2008	Аграрна
IPO	«Cadogan Petroleum Plc»	LSE	271	26	01.06.2008	Нафто- та газовидобувна
IPO	«Landcom International»	LSE (AIM)	110,1	54,9	01.11.2007	Аграрна
SPO	«Landcom International»	LSE (AIM)	22	5,4	01.03.2008	Аграрна
SPO	«Landcom International»	LSE (AIM)	3,5	10	01.03.2009	Аграрна
IPO	«ТММ»	FSE (Open Market)	104,9	13,11	01.05.2007	Будівництво
IPO	«Астарта»	WSE	30	20	01.08.2006	Аграрна
IPO	«Dragon-Ukrainian Properties & Development PLC (DUPD)»	LSE (AIM)	208	100	01.06.2007	Будівництво
PP	«Dragon-Ukrainian Properties & Development PLC (DUPD)»	LSE (AIM)	100	26	01.11.2007	Будівництво
PP	«Креатив Груп»	FSE	30	23,4	01.11.2007	Аграрна
IPO	«Ferrexpo AG»	LSE	420	25	01.06.2007	Металургія
IPO	«21 Століття»	LSE (AIM)	139	35,7	01.12.2005	Будівництво
IPO	«Cardinal Resources»	LSE (AIM)	20	39,7	01.04.2005	Нафто- та газовидобувна
IPO	«Укрпродукт Груп»	LSE (AIM)	11,3	27,21	01.02.2005	Аграрна
PP	«Regal Petroleum»	LSE (AIM)	39	4,1	01.07.2008	Нафто- та газовидобувна
PP	«Мрія Агрохолдинг»	FSE	90,1	20	01.07.2008	Аграрна
PP	«Advantest plc»	FSE	45	15	01.05.2008	Медіа
PP	«Trigon Agri»	OMX	50	н/д	01.05.2007	Аграрна
PP	«Trigon Agri»	OMX	105	н/д	01.05.2008	Аграрна
IPO	«Кернел»	WSE	160	38	01.11.2007	Аграрна
SPO	«Кернел»	WSE	84	8,5	01.03.2008	Аграрна
PP	«Кернел»	WSE	79,5	6,25	01.04.2010	Аграрна



## Продовження додатку Е

ІРО/РР	Компанія	Біржа	Залучений капітал, млн. дол.	Частка проданих акцій	Дата проведення	Галузь
РР	«Davento PLC (Cyprus)/ВК Девелопмент»	FSE	77,8	12,3	01.03.2008	Будівництво
РР	«ВК Девелопмент»	PFTS	37	23	01.11.2006	Будівництво
РР	«Оранта»	PFTS	39,7	11,35	01.12.2007	Страховання
РР	«Land West Company»	FSE	43	20	01.12.2007	Аграрна
РР	«Dakor West»	FSE	21	20	01.04.2007	Аграрна
РР	«МСВ Agricole/Укрзернопром Агро»	FSE	56	34,4	01.03.2008	Аграрна
РР	«УкрРос»	PFTS	42	20	01.06.2007	Аграрна
ІРО	«KDD Group N.V.»	LSE (AIM)	130	20	01.12.2007	Будівництво
ІРО	«Starspace Ltd»	Vienna	15	28	01.09.2007	Будівництво
РР	«Anthousa Limited» (Фуршет)	FSE	34	7	01.09.2006	Роздрібна торгівля
РР	«Луцький автомобільний завод»	FSE	26	8	01.01.2006	Автомобільна
ІРО	«Укрінбанк»	PFTS	36	20	01.04.2006	Банківська
РР	«Велика Кишеня»	PFTS	27,5	10	01.12.2005	Роздрібна торгівля
РР	«Велика Кишеня»	PFTS	8	2	01.03.2006	Роздрібна торгівля
РР	«Платіnum»	Vienna	100	39	01.05.2007	Банківська
РР	«Платіnum»	FSE	32	46	01.07.2006	Банківська
РР	«Родовід»	PFTS	48	18,9	01.04.2006	Банківська
РР	«Лаона Інвестментс Лімітед»	Vienna	21	29	01.11.2006	Фарма
РР	Сеть готиниц «7 Дней» Clubhouse Group Holdings	FSE	32,9	16,4	01.11.2007	Готельна
РР	«Універсальна»	PFTS	34	45	01.05.2006	Страховання
РР	«Універсальна»	Vienna	16	19	01.05.2007	Страховання
РР	«Галнафтогаз»	FSE	17	12	01.04.2005	Нафто- та газовидобувна
РР	«Галнафтогаз»	PFTS	10	5	01.01.2006	Нафто- та газовидобувна
РР	«Надра»	FSE	58	7,8	01.08.2006	Банківська
РР	«МКС-Єквін»	PFTS	15	20	01.12.2006	Роздрібна торгівля
РР	«Форум»	PFTS	22	10	01.10.2005	Банківська
РР	«Дарниця»	FSE	48	10	01.09.2007	Фарма
РР	«Автокраз»	PFTS	4,5	5	01.04.2005	Автомобільна
РР	«Караван»	Vienna	55	10	01.06.2007	Будівництво
ІРО	«Aisi Realty Public Ltd»	LSE (AIM)	33,1	30,2	01.08.2007	Будівництво
РР	«Вініфрут»	PFTS	15	24	01.06.2007	Аграрна
РР	«Саблінк»	Vienna	48	100	01.06.2006	Будівництво
РР	«Мотор Січ»	FSE	19	6	01.06.2007	Промислове в-во
РР	«Мегабанк»	PFTS	22	20	01.03.2006	Банківська
РР	«Мегабанк»	PFTS	40,2	30	01.03.2009	Банківська
РР	«КП Медіа»	PFTS	11	20	01.07.2006	Медіа
РР	«Пакко Холдинг»	FSE	18	10	01.12.2007	Роздрібна торгівля
РР	«Waymore Holdings -TKS»	FSE	39,6	22	01.08.2007	Будівництво
РР	«Cantik Development»	н/д	26	100	01.05.2007	Будівництво

Джерело: розраховано автором на основі даних з [49, с.113–114; 50]; біржі: Франкфуртська-FSE, Лондонська-LSE, Скандинавська-OMX, ПФТС-PFTS, Віденська-Vienna, Варшавська-WSE, Нью-Йоркська-NYSE\*з 2008 р. розміщення на ПФТС перестали відслідковуватися через формальність і неефективність

## Додаток Ж

## Динаміка чистого прибутку підприємств, які провели первинне публічне розміщення, тис. грн.

Компанія	Рік	Рік <i>t</i>	Чистий прибуток	Компанія	Рік	Рік <i>t</i>	Чистий прибуток
«Миронівський хлібопродукт»	2006	t-2	533 810	«AgroGeneration»	2008	t-2	-67 475
	2007	t-1	236 305		2009	t-1	-53 926
	2008	t0	27 363		2010	t0	20 039
	2009	t+1	1 196 416		2011	t+1	26 101
	2010	t+2	1 715 755		2008	t-2	-99 550
	2011	t+3	2 042 241		2009	t-1	39 347
«Астарта»	2004	t-2	33 912	«Агротон»	2010	t0	122 953
	2005	t-1	61 680		2011	t+1	-16 773
	2006	t0	36 657		2012	t+2	54 228
	2007	t+1	149 027	«Мілкіленд»	2008	t-2	56 793
	2008	t+2	-89 248		2009	t-1	88 747
	2009	t+3	329 917		2010	t0	231 383
	2010	t+4	834 788		2011	t+1	164 090
	2011	t+5	976 110		2012	t+2	139 271
«Укрпродукт Груп»	2003	t-2	9 776	«Авангард»	2008	t-2	399 553
	2004	t-1	14 180		2009	t-1	1 041 282
	2005	t0	18 700		2010	t0	1 466 110
	2006	t+1	10 049		2011	t+1	1 564 012
	2007	t+2	32 987		2012	t+2	1 823 536
	2008	t+3	21 999	«Агроліга»	2010	t-1	32 479
	2009	t+4	12 730		2011	t0	18 962
	2010	t+5	13 412		2012	t+1	32 400
	2011	t+6	5 108		2008	t-3	70 268
«Кернел»	2005	t-2	2 412	«Індустріальна Молочна Компанія»	2009	t-2	12 534
	2006	t-1	222		2010	t-1	117 298
	2007	t0	93 910		2011	t0	138 168
	2008	t+1	413 341		2012	t+1	149 533
	2009	t+2	870 395	«ОВОСТАР»	2009	t-2	20 177
	2010	t+3	1 202 822		2010	t-1	71 930
	2011	t+4	1 794 090		2011	t0	158 640
«ТММ»	2005	t-2	22 907	«Dragon-Ukrainian Properties & Development PLC (DUPD)»	2012	t+1	191 256
	2006	t-1	115 170		2007	t0	223 924
	2007	t0	66 241		2008	t+1	-245 503
	2008	t+1	121 232		2009	t+2	-71 264
	2009	t+2	111 226		2010	t+3	14 680
	2010	t+3	135 072		2011	t+4	-610 653
	2011	t+4	-155 284		2005	t0	519 807
«KDD Group N.V.»	2006	t-1	835 740	«21 Століття»	2006	t+1	1 028 506
	2007	t0	532 391		2007	t+2	6 732 306
	2008	t+1	-1 554 361		2008	t+3	-12 403 336
	2009	t+2	808 547		2009	t+4	-327 930
	2010	t+3	255 047		2010	t+5	-418 444

## Продовження додатку Ж

Компанія	Рік	Рік <i>t</i>	Чистий прибуток	Компанія	Рік	Рік <i>t</i>	Чистий прибуток
«Cadogan Petroleum Plc»	2006	t-2	-46 288	«Sadovaya Group»	2009	t-1	-65 528
	2007	t-1	-148 648		2010	t0	62 644
	2008	t0	-235 336		2011	t+1	82 342
	2009	t+1	-1 334 849		2012	t+2	116 622
	2010	t+2	10 346	«Coal Energy S.A.»	2010	t-1	37 866
	2011	t+3	1 206 270		2011	t0	292 205
«Ferrexpo AG»	2006	t-1	333 194	2012	t+1	306 711	
	2007	t0	676 877	«ВЕСТА»	2010	t-1	269 358
	2008	t+1	1 656 024		2011	t0	10 977
	2009	t+2	553 074		2012	t+1	-252 596
	2010	t+3	3 379 736				
	2011	t+4	4 570 741				

Джерело: зроблено автором на основі даних фінансової звітності підприємств з [57; 68; 69; 70; 71; 72; 73; 74; 75; 76; 77; 78; 79; 80; 81; 82; 83; 84; 85; 86]; дані підприємств переведено в грн. на основі середнього курсу за рік, зазначеного у звітах.

## Додаток 3

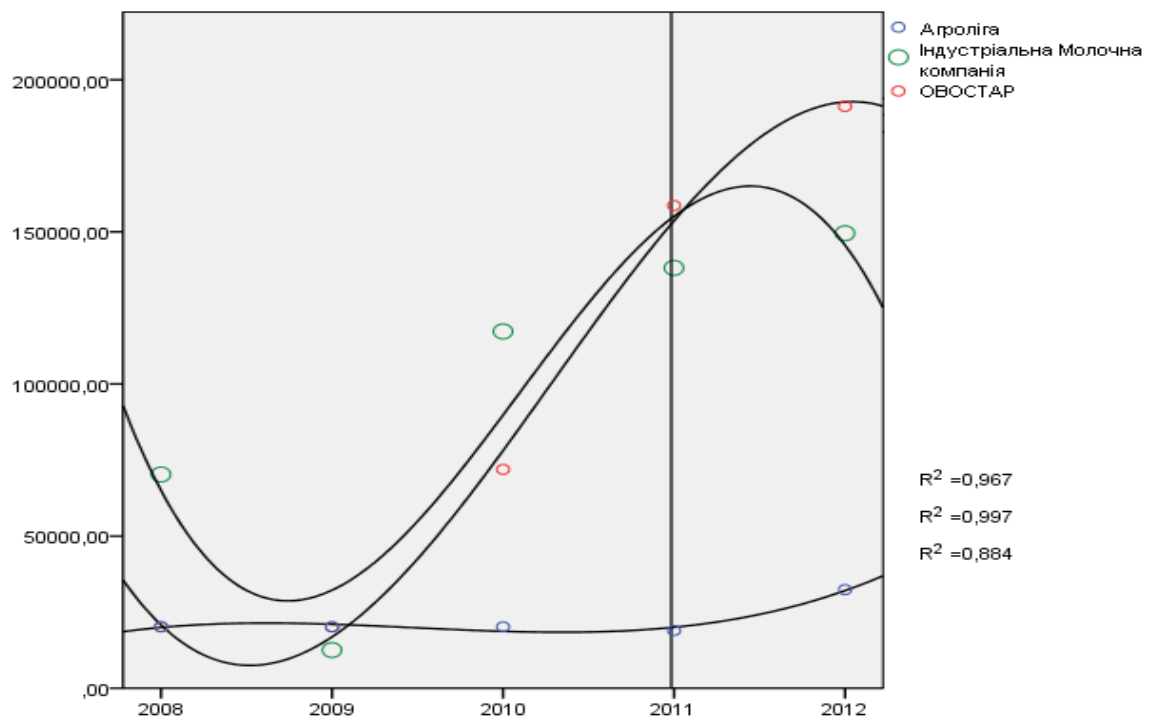
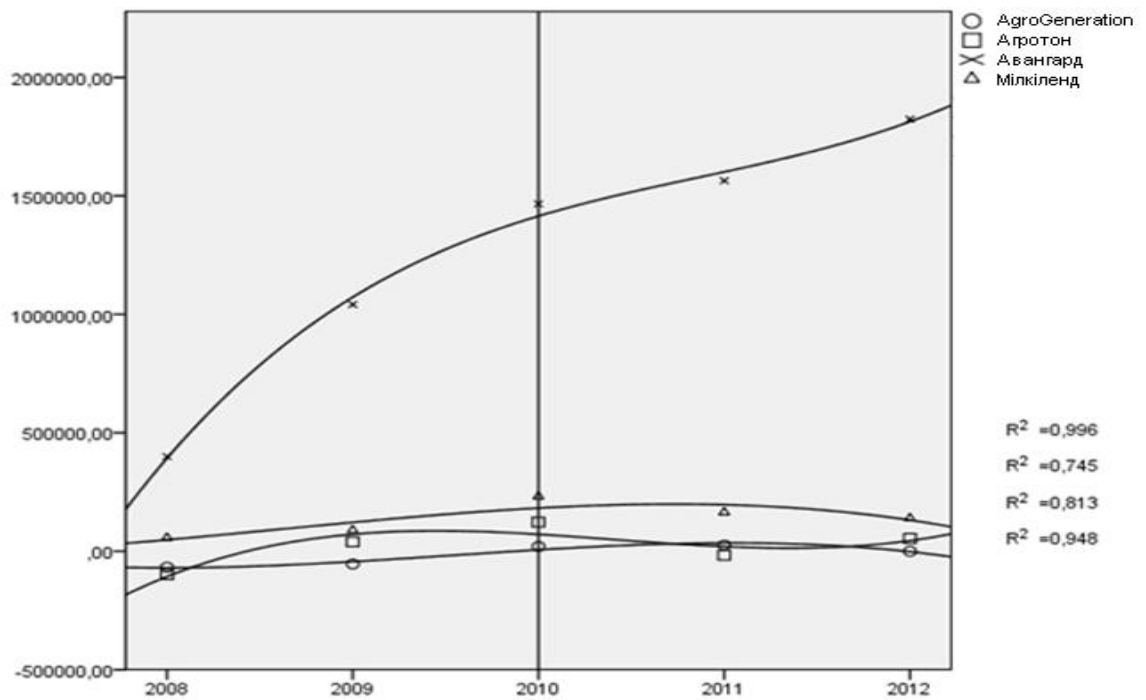
**Результати здійснених розрахунків для підприємств:  
коефіцієнти моделі та коефіцієнт детермінації**

<b>Компанія</b>	<b>b<sub>0</sub></b>	<b>b<sub>1</sub></b>	<b>b<sub>2</sub></b>	<b>b<sub>3</sub></b>	<b>R<sup>2</sup></b>	<b>t*</b>	
«Миронівський хлібопродукт»	2396920,67	-2576947,46	835948,01	-69353,76	0,95	19325378058,51	
«Астарта»	109279,57	-38674,44	-8354,25	3514,78	0,90	9787776,86	
«Укрпродукт Груп»	5392,69	4024,08	219,61	-75,69	0,51	5540,54	
«AgroGeneration»	107711,00	-312326,50	158527,00	-21386,50	1,00	1130112561,83	
«Агротон»	-607377,00	702222,62	-225165,21	22168,17	0,81	1663833355,51	
«Мілкленд»	-2279,20	28519,64	28050,64	-5684,00	0,75	53146618,27	
«Авангард»	-827910,40	1549213,60	-361844,82	31543,58	1,00	3804627381,44	
«Кернел»	224079,00	-330336,83	115281,27	-5205,75	1,00	200041830,71	
«Агроліга»	43524,00	0,00	-15949,50	4904,50	1,00	26074774,25	
«Індустріальна Молочна Компанія»	280267,20	-333129,31	132881,11	-14333,58	0,88	634887458,77	
«ОВОСТАР»	92432,00	-163942,67	106529,50	-14841,83	1,00	527031016,19	
«ВЕСТА»	525143,00	-255352,33	0,00	-432,67	1,00	0,00	
«ТММ»	126954,29	-132977,41	61035,36	-6752,17	0,81	137373641,12	
«KDD Group N.V.»	4001927,80	-4009348,17	1131850,75	-94417,08	0,33	35622015402,12	
«Ferrexpo AG»	-578505,33	1312754,28	-441778,87	61847,43	0,87	9107628553,82	
«Sadovaya Group»	-425230,00	516485,67	-177293,00	20509,33	1,00	1212053725,19	
«Coal Energy S.A.»	-336389,50	394241,58	0,00	-19986,08	1,00	0,00	
«Cadogan Petroleum Plc»	-846791,00	1436262,02	-710070,93	88406,33	0,84	20924922334,26	
«Dragon-Ukrainian Properties & Development PLC (DUPD)»	1981794,80	-2634143,91	987628,18	112911,92	1,00	37171663658,04	
«21 Століття»	-	13250000,00	20270000,00	7507060,82	753207,08	0,27	1884790460963,00

Джерело: зроблено автором на основі даних фінансової звітності підприємств з [57; 68; 69; 70; 71; 72; 73; 74; 75; 76; 77; 78; 79; 80; 81; 82; 83; 84; 85; 86]

## Додаток К

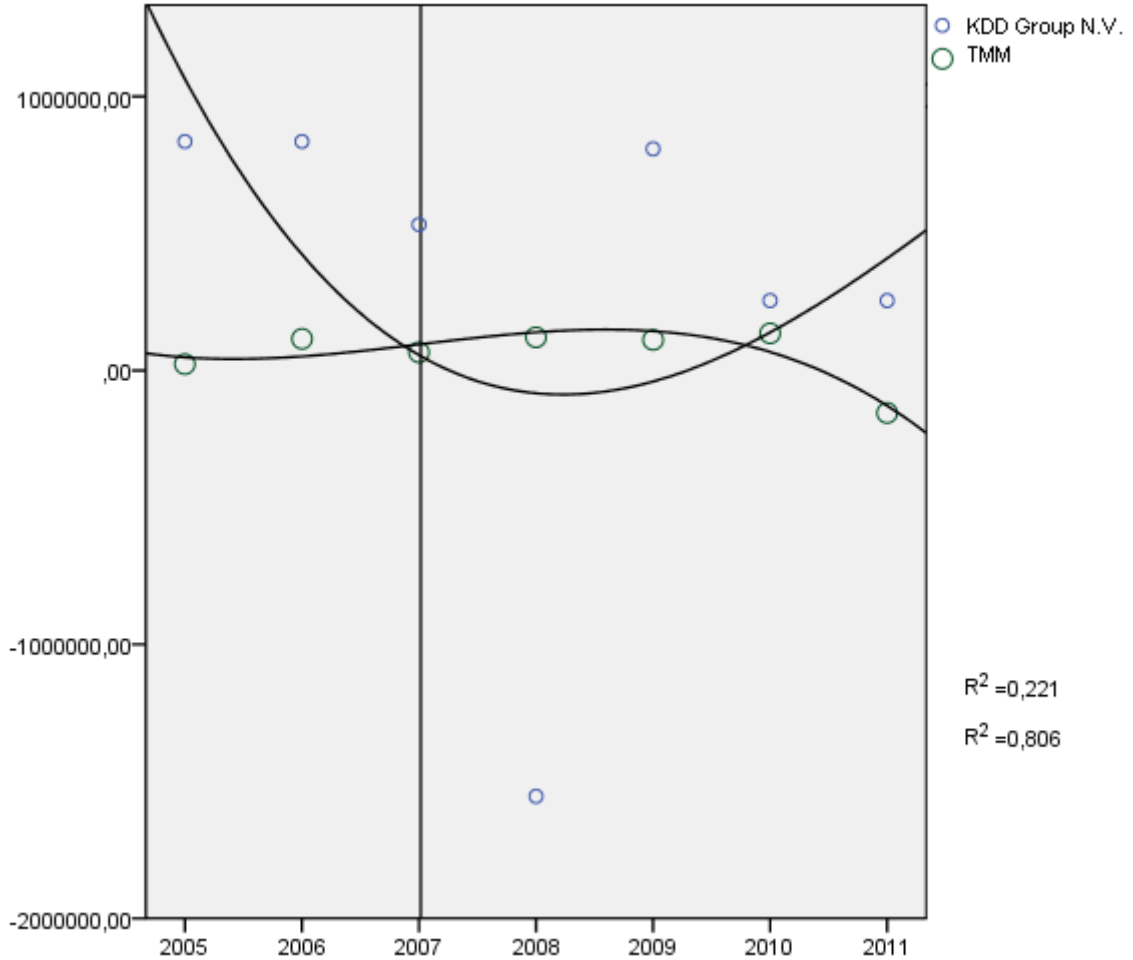
**Динаміка змін чистого прибутку (net income) агропідприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій в 2010–2011 рр., тис. грн.**



Джерело: зроблено автором на основі даних фінансової звітності підприємств з [75; 76; 77; 57; 82; 85; 86]

## Додаток Л

**Динаміка змін чистого прибутку (net income) підприємств  
сектору нерухомості «KDD Group N.V.» та «ТММ»  
до та після первинного публічного розміщення акцій, тис. грн.**



Джерело: зроблено автором на основі даних фінансової звітності підприємств з [80; 81]

## Додаток М

## Динаміка запозиченого капіталу в балансах підприємств до та після первинного публічного розміщення акцій, тис. грн.

Компанія	Рік	Рік $t$	Запозичений капітал	Компанія	Рік	Рік $t$	Запозичений капітал
«Миронівський хлібопродукт»	2006	t-2	463 244	«AgroGeneration»	2008	t-2	8 812
	2007	t-1	533 126		2009	t-1	10 538
	2008	t0	578 344		2010	t0	18 123
	2009	t+1	643 497		2011	t+1	32 587
	2010	t+2	903 641		2008	t-2	67 671
	2011	t+3	1 018 551		2009	t-1	69 627
«Астарта»	2004	t-2	29 687	«Агротон»	2010	t0	22 182
	2005	t-1	273 815		2011	t+1	60 182
	2006	t0	381 208		2012	t+2	60 503
	2007	t+1	546 227	«Мілкіленд»	2008	t-2	144 522
	2008	t+2	1 305 902		2009	t-1	133 838
	2009	t+3	1 305 177		2010	t0	144 956
	2010	t+4	1 520 552		2011	t+1	161 863
	2011	t+5	2 744 741		2012	t+2	145 756
«Укрпродукт Груп»	2003	t-2	3 392	«Авангард»	2008	t-2	901 463
	2004	t-1	4 863		2009	t-1	483 821
	2005	t0	6 860		2010	t0	332 810
	2006	t+1	6 381		2011	t+1	366 315
	2007	t+2	8 279		2012	t+2	411 133
	2008	t+3	6 502	«Агроліга»	2010	t-1	1382
	2009	t+4	3 679		2011	t0	2263
	2010	t+5	6 193		2012	t+1	1807
	2011	t+6	11 763		2008	t-3	33118
«Кернел»	2005	t-2	74 272	«Індустріальна Молочна Компанія»	2009	t-2	38508
	2006	t-1	108 270		2010	t-1	20237
	2007	t0	197 319		2011	t0	17189
	2008	t+1	315 191		2012	t+1	48091
	2009	t+2	342 243	«ОВОСТАР»	2009	t-2	11797
	2010	t+3	519 882		2010	t-1	9379
	2011	t+4	564 596		2011	t0	8858
«ТММ»	2005	t-2	124 624	«Dragon-Ukrainian Properties & Development PLC (DUPD)»	2012	t+1	11697
	2006	t-1	180 816		2007	t0	13 423
	2007	t0	242 069		2008	t+1	18 675
	2008	t+1	222 212		2009	t+2	17 381
	2009	t+2	200 659		2010	t+3	19 073
	2010	t+3	196 034		2011	t+4	17 150
	2011	t+4	218 060		2005	t0	58073
«KDD Group N.V.»	2006	t-1	175 904	«21 Століття»	2006	t+1	40784
	2007	t0	-471 920		2007	t+2	327331
	2008	t+1	-573 582		2008	t+3	342514
	2009	t+2	121 050		2009	t+4	308254
	2010	t+3	133 714		2010	t+5	341154

## Продовження додатку М

Компанія	Рік	Рік <i>t</i>	Запозичений капітал	Компанія	Рік	Рік <i>t</i>	Запозичений капітал
«Cadogan Petroleum Plc»	2006	<i>t-2</i>	3 278	«Sadovaya Group»	2009	<i>t-1</i>	22 983
	2007	<i>t-1</i>	6 379		2010	<i>t0</i>	37 712
	2008	<i>t0</i>	6 537		2011	<i>t+1</i>	32 981
	2009	<i>t+1</i>	9 100		2012	<i>t+2</i>	54 176
	2010	<i>t+2</i>	9 015	2010	<i>t-1</i>	71527	
	2011	<i>t+3</i>	20 162	«Coal Energy S.A.»	2011	<i>t0</i>	87584
«Fertexpro AG»	2006	<i>t-1</i>	370 124		2012	<i>t+1</i>	55131
	2007	<i>t0</i>	281 019	«ВЕСТА»	2010	<i>t-1</i>	335357
	2008	<i>t+1</i>	396 142		2011	<i>t0</i>	263326
	2009	<i>t+2</i>	348 128		2012	<i>t+1</i>	239652
	2010	<i>t+3</i>	613 847				
	2011	<i>t+4</i>	1 106 066				

Джерело: зроблено автором на основі даних фінансової звітності підприємств з [57; 68; 69; 70; 71; 72; 73; 74; 75; 76; 77; 78; 79; 80; 81; 82; 83; 84; 85; 86]; дані підприємств переведено в грн. на основі середнього курсу за рік, зазначеного у звітах



## Додаток Н

**Перелік прийнятих Законів України для удосконалення  
функціонування фондового ринку та його інфраструктури  
за 2011–2012 рр.**

Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 (№5080-VI)
Закон України «Про депозитарну систему України» від 06.07.2012 (№5178-VI)
Закон України «Про внесення змін до статті 4 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» щодо захисту майнових інтересів
Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення законодавства про цінні папери» від 04.07.2012 (№5178-VI)
Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про іпотечні облігації» щодо випуску та обігу іпотечних облігацій» від 30.07.2012 (№5192-VI)
Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» щодо порядку видачі дублікатів та копій ліцензій» від 13.01.2011
Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про акціонерні товариства» щодо вдосконалення механізму діяльності акціонерних товариств» від 03.02.2011 (№2994-VI)
Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо розкриття інформації на фондовому ринку» від 21.04.2011 (№3264-VI)
Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо іпотечних облігацій» від 21.04.2011 (№3265-VI)
Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 21.04.2011 (№3267-VI)
Закон України «Про внесення зміни до статті 8 Закону України «Про аудиторську діяльність»» від 21.04.2011 (№3273-VI)
Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо інсайдерської інформації» від 22.04.2011 (№3306-VI)
Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо нагляду на консолідованій основі» 19.05.2011 (№3394-VI)
Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо облігацій» від 02.06.2011 (№3461-VI)
Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо регулювання ринків фінансових послуг» від 02.06.2011 (№3462-VI) (набрання чинності: 09.01.2012)
Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо фінансового моніторингу діяльності професійних учасників фондового ринку» від 06.10.2011 (№3831-VI)

Джерело: [110, с.52; 113, с.59; 139–151]