

Макро- та мікроекономічні проблеми ринкової системи господарювання

УДК 336.767.2

ПЕРВИННЕ ПУБЛІЧНЕ РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ (ІРО) В СИСТЕМІ ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ІННОВАЦІЙНОГО РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Л.В. Лисяк,
доктор економічних наук

О.В. Гриценко,
аспірант

Дніпропетровська державна фінансова академія

Досліджено стан інноваційної діяльності в Україні та структуру джерел її фінансового забезпечення. Показано, що первинне публічне розміщення акцій (ІРО) може перетворитись у реальне джерело значних фінансових ресурсів для інноваційного розвитку підприємств України. Узагальнено теоретичні підходи науковців, що є основою здійснення ІРО; встановлено, що його використання потребує врахування чинників, що обумовлюють прийняття раціональних управлінських рішень. Зроблено висновок, що стимулювання вкладення залученого пайового капіталу підприємствами на цілі інноваційного розвитку потребує використання державою дієвих фінансових інструментів.

Ключові слова: фінансове забезпечення, інноваційний розвиток, фондовий ринок, акціонування, ІРО, інвестиції, фінансові інструменти.

Исследовано состояние инновационной деятельности в Украине и структура источников ее финансового обеспечения. Показано, что первичное публичное размещение акций (ІРО) может превратиться в реальный источник значительных финансовых ресурсов для инновационного развития предприятий Украины. Обобщены теоретические подходы, являющиеся основой осуществления ІРО; установлено, что его использование требует учета факторов, обуславливающих принятие рациональных управленческих решений. Сделан вывод, что стимулирование вложения привлеченного паевого капитала предприятиями на цели инновационного развития требует использования государством действенных финансовых инструментов.

Ключевые слова: финансовое обеспечение, инновационное развитие, фондовый рынок, акционирование, ІРО, инвестиции, финансовые инструменты.

The aim of article is to study the main aspects of using an initial public offering as a financial mechanism of involvement potentially significant source of funds to implement model of innovation development Ukraine's economy in modern institutional conditions that are substantially the starting stage of the deployment process of economic development.

The state of innovation activity in Ukraine and the structure of financial security sources are studied. It is shown that an initial public offering (ІРО) could turn into a real source of considerable financial resources for innovative development of enterprises in Ukraine. It is generalized the theoretical approaches scientists about ІРО and established that its use requires consideration of factors that lead rational decision-making. It is concluded that stimulation of

investing involved share capital by companies for the purposes of innovation development requires using by state the effective financial instruments.

For the effective development of the IPOs in Ukraine is important to create a stable and predictable rules for relations in coordinates business - state power, to improve the legal framework for the protection of property rights.

Despite the fact that modern IPO technologies are complicated, because of the need and consequences of enterprises release in Ukraine to IPO market (reducing underground activities, accelerating of innovation processes, increasing the growth of foreign direct investments in Ukraine's economy, creating new jobs on the labor market, improving recognizability of the country) state power should encourage their involvement processes like the national and the global financial space.

Keywords: *financial support, innovative development, stock market, auctioning, IPO, investments, financial instruments.*

Постановка проблеми. Впровадження інновацій у різних галузях і сферах економіки є одним із способів удосконалення структури виробництва, підтримки високих темпів розвитку, підвищення прибутковості, продуктивності праці та рівня життя населення. Водночас упродовж усіх років розбудови незалежної держави в Україні спостерігається хронічна нестача фінансових ресурсів, що негативно впливає на загальний розвиток національної економіки на інноваційних засадах. За підрахунками фахівців, для досягнення рівня інтенсивного споживання інновацій в економіці співвідношення між витратами трьох головних стадій (фундаментальні дослідження – конструкторсько-технологічні розробки, створення дослідного зразка – промислове освоєння) повинно мати вигляд 1:10:100. Тобто витрати на реалізацію одного інноваційного проекту в середньому в 100 разів вищі, ніж витрати на одержання необхідних для нього результатів фундаментальних досліджень. Тому однією з головних причин затримки переходу до інтенсивної форми інноваційного розвитку та розпорошення фінансових, кадрових та матеріальних ресурсів у інноваційній сфері слід вважати саме нестачу в економіці фінансових ресурсів розвитку, так званих «довгих» грошей. Отже, питання пошуку джерел для реалізації моделі інноваційного розвитку країни із залученням стратегічних інвесторів залишаються надзвичайно актуальними.

З огляду на досвід розвинених країн та країн близького зарубіжжя, одним із важливих потенційних джерел фінансового забезпечення інноваційної діяльності підприємств та економіки країни в цілому є

такий сегмент фондового ринку, як ринок корпоративних цінних паперів, а у його складі - ринок первинного публічного розміщення акцій.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Проблеми розвитку фондового ринку й особливості формування акціонерного капіталу, засади здійснення первинного розміщення акцій та їх послідовного обігу досліджено в працях багатьох вітчизняних і зарубіжних науковців, зокрема В. Базилевича, Д. Ернста, М. Крупки, І. Лютого, О. Мозгового, І. Школьник, Дж. Ріттера, І. Велча, Р. Раяна, М. Пагано та інших. Основна увага вчених зосереджена на розгляді сутності й організаційних механізмів забезпечення діяльності підприємств, різних підходів до активізації та підвищення ефективності інноваційної діяльності, виявленні й використанні резервів та організаційних можливостей для реалізації інноваційної діяльності підприємств. Водночас крупномасштабний перехід національної економіки на засади інноваційного розвитку стримується недостатнім фінансовим забезпеченням цього процесу. Певною мірою це зумовлено недостатньою увагою до впровадження сучасних інструментів залучення інвестицій для реалізації стратегії інноваційного розвитку України, зокрема механізму первинного публічного розміщення акцій як стартового етапу кожного інноваційного проекту, успішність якого зумовлює його результат.

Метою статті є дослідження основних аспектів використання первинного публічного розміщення акцій як фінансового механізму задіяння потенційно

вагомого джерела коштів для реалізації моделі інноваційного розвитку економіки України в сучасних інституційних умовах, що є практично стартовим етапом розгортання процесу економічного розвитку.

Виклад основного матеріалу. Домінуючою організаційно-правовою формою господарюючих суб'єктів у ринковій економіці є акціонерні товариства. У 2012 р. в Україні відбувався процес завершення реорганізації відкритих і закритих акціонерних товариств (ВАТ і ЗАТ) у публічні та приватні (ПАТ і ПрАТ), що пов'язано з виконанням вимог Закону України «Про акціонерні товариства» [14]. Так, із 24 493 акціонерних товариств, зареєстрованих як юридичні особи в Україні, станом на кінець 2013 р. становили: 3367 -відкриті акціонерні товариства, 13067 – закриті акціонерні товариства, 3576 – публічні акціонерні товариства, 4483 – приватні акціонерні товариства [9].

Акціонерна форма господарювання передбачає пайове утворення стартового капіталу для фінансування як початкової діяльності цього типу підприємства, так і для реалізації подальших великих інвестиційно-інноваційних проєктів. Вкладення коштів у певний господарюючий суб'єкт надає інвесторам правового статусу його співвласників. З метою якомога ширшого

залучення інвестиційних ресурсів суб'єкту господарювання необхідно здійснювати активні торги на первинному, а при наявності ефективного використання вкладених коштів задля закріплення успіху і посилення своїх конкурентних переваг - і на вторинному фінансовому ринку акцій.

Для українських підприємств існує три основні джерела інвестиційно-інноваційної діяльності: 1) власні кошти (капіталізація прибутку, амортизаційні відрахування, акціонерний капітал, оренда майна); 2) бюджетні ресурси (державні капіталовкладення, кошти місцевих бюджетів); 3) залучені (іноземний капітал, ресурси позабюджетних фондів, банківські кредити, кошти тіньового сектора, заощадження населення). Залучення інвестицій шляхом випуску та розміщення акцій має низку істотних переваг перед іншими найбільш доступними формами фінансування інвестицій в інновації: комерційним банківським кредитуванням або кредитуванням під випуск корпоративних облігацій, що підтверджується багатьма дослідженнями [1; 4; 5].

Динаміка фінансування інноваційної діяльності в Україні за рахунок різних джерел залучення коштів за період 2000-2012 рр. свідчить, що домінуючим серед них джерелом є самофінансування суб'єктів господарювання (табл.1).

Таблиця 1

Динаміка фінансування інноваційної діяльності в Україні

Рік	Загальна сума витрат на інноваційні процеси, млн. грн.	У тому числі за рахунок коштів, млн. грн.			
		власних	державного бюджету	іноземних інвесторів	інших джерел
2000	1757,1	1399,3	7,7	133,1	217,0
2001	1971,4	1654,0	55,8	58,5	203,1
2002	3013,8	2141,8	45,5	264,1	562,4
2003	3059,8	2148,4	93,0	130,0	688,4
2004	4534,6	3501,5	63,4	112,4	857,3
2005	5751,6	5045,4	28,1	157,9	520,2
2006	6160,0	5211,4	114,4	176,2	658,0
2007	10850,9	7999,6	144,8	321,8	2384,7
2008	11994,2	7264,0	336,9	115,4	4277,9
2009	7949,9	5169,4	127,0	1512,9	1140,6
2010	8045,5	4775,2	87,0	2411,4	771,9
2011	14333,9	7585,6	149,2	56,9	6542,2
2012	11480,6	7335,9	224,3	994,8	2925,6

Джерело: [7].

Аналіз джерел фінансування інноваційної діяльності свідчить про те, що

протягом всього аналізованого періоду основним джерелом були власні кошти

підприємств, обсяг яких набув максимального значення в докризовий 2007 р. і становив майже 8 млрд. грн. Причому до 2012 р. цей показник так і не перевищив показника 2007 р. Обсяги фінансування інновацій за рахунок іноземних інвестицій в 2012 р. знизилися в порівнянні з 2009 р. на 96,2%. У 2011 р. відбувся різкий відтік іноземних інвестицій з України. В середньому на цей вид джерел припадало близько 3% від загальної їх суми. За рахунок державних коштів фінансувалося лише 1–2% інноваційних процесів в економіці.

Переважає більшість акціонерних товариств зосереджена в промислових регіонах України, зокрема в Дніпропетровській, Донецькій областях та м. Києві. За результатами аналізу фінансової звітності акціонерних товариств (без урахування банків) за 2012 р., їх чистий прибуток становив 64,94 млрд. грн., при цьому чистий збиток склав 49,94 млрд. грн. У цілому позитивне сальдо дорівнювало 15 млрд. грн. У 2012 р. чистий прибуток акціонерних товариств (без урахування банків та суб'єктів малого підприємництва) становив 61,79 млрд. грн., чистий збиток – 48,18 млрд. грн. (позитивне сальдо – 13,61 млрд. грн.). Тобто порівняно з 2011 р. чистий прибуток підприємств зменшився на 189,95 млн. грн. Найбільший прибуток у 2012 р. отримали акціонерні товариства м. Києва (17,11% від загального обсягу чистого прибутку), Київської області (23,50%), Дніпропетровської (22,65%) та Полтавської (7,78%) областей. Власний капітал акціонерних товариств зріс на 168,43 млрд. грн. та на кінець 2012 р. склав 771,57 млрд. грн. (у тому числі суб'єктів малого підприємства – 25,22 млрд. грн. [17].

Незважаючи на зростання прибутків, суб'єкти господарювання практично не вкладали кошти в інноваційні проекти. В Україні витрати бізнесу на науково-дослідні та дослідно-конструкторські роботи становлять близько 35% від загальних асигнувань у науку, коли в розвинених країнах цей показник сягає 70% [10].

Частка підприємств України, що впроваджують інновації, з року в рік скорочується. Так, упродовж останніх десяти років цей показник коливався в межах 11,2–18,0%. У 2012 р. в Україні лише

13,8% промислових підприємств упроваджували інновації у виробництво. В основному це інноваційна товарна продукція, нова як для ринку, так і для самого підприємства. Лише 2,5% підприємств витрачали кошти на внутрішні науково-дослідні роботи (НДР), 1,4% - на зовнішні, 1,0% - на придбання нових технологій та 7,6% - на придбання машин, обладнання, установок та капітальні витрати, пов'язані з упровадженням інновацій [7]. Для порівняння - у країнах ЄС інновації впроваджували в середньому 50% підприємств [16].

У Дніпропетровській області, яка має високорозвинений корпоративний сектор, у 2012 р. обсяг реалізованої інноваційної продукції знизився на 62,5% порівняно з 2007 р., хоча інноваційні витрати за цей же період зросли з 26% до 66% [3]. Тобто інноваційна активність суб'єктів господарювання доволі низька, а інвестиції в інновації не приносять достатньої віддачі, оскільки інноваційний процес має наздоганяючий, а не випереджальний характер і зовсім обмежено впроваджуються проривні інноваційні технології.

Як відомо, інноваційна діяльність є наслідком пошуку більш прибуткових сфер укладення капіталу за умов падіння середньої норми прибутку. В Україні, в умовах гострого дефіциту інвестиційних ресурсів (які, як уже зазначалося, формуються переважно з власних доходів), механізм ринкового стимулювання інновацій не діє. Тому інновації так і не стають належним засобом підвищення конкурентоспроможності продукції та в цілому підприємства.

Зарубіжна практика свідчить, що для здійснення інвестицій в інноваційну діяльність широко застосовуються банківські кредити. Для отримання достатніх кредитів необхідно виконати дві умови: мати високий рівень рентабельності виробництва (вищий за банківський процент) та високоліквідну заставу. Такими умовами вітчизняні підприємства не характеризуються, тому отримані кредити лише збільшують їх заборгованість і погіршують імідж. Незважаючи на те, що у 2011–2013 рр. значні кошти були залучені із зовнішніх джерел фінансування,

підвищення конкурентоспроможності підприємств-інноваторів не відбулося. Адже часто інноваціями вважається проста заміна зношених активів початку минулого століття на більш нові (зразка кінця минулого століття), але з огляду на світові досягнення також морально застарілі, що не дозволяє підвищити конкурентоспроможність продукції.

Дослідження зарубіжних вчених свідчать, що якщо побудувати ієрархію переваг серед різних джерел фінансування корпорацій, то публічне розміщення акцій на фондовій біржі знаходитиметься на останньому місці за умови, що менеджери корпорації мають більше інформації щодо її реальної вартості, ніж потенційні інвестори. Це пояснюється тим, що зовнішнє фінансування завжди є дорожчим, ніж внутрішні ресурси, внаслідок виникнення додаткових ризиків і агентських витрат. Залучення зовнішніх ресурсів для підприємства є доцільним лише у випадку здійснення проривних інноваційних проектів, для чого необхідне первинне публічне розміщення акцій на фондовій біржі [21]. Тобто залучення капіталу через IPO (від англ.: *initial public offering*) для фінансування поточної діяльності не є доцільним.

Первинне публічне розміщення акцій - це один із найбільш розповсюджених у світовій практиці способів залучення коштів, що передбачає виведення частини власності підприємства у відкритий продаж та є первинною публічною пропозицією акцій на біржових майданчиках для необмеженого кола акціонерів підприємства.

Відповідно до ст. 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», первинне публічне розміщення цінних паперів – це 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 [13]. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України визначає публічне розміщення акцій як розміщення серед інвесторів акцій публічного акціонерного товариства, при якому пропозиція акцій адресована більш як 100 фізичним та/або юридичним особам,

крім акціонерів товариства, і при цьому існуючі акціонери емітента не мають переважного права на придбання розміщуваних акцій [15]. Отже, первинне публічне розміщення акцій в Україні – це перше публічне розміщення акцій акціонерних компаній у формі публічних акціонерних товариств для широкого кола приватних та інституційних інвесторів.

Крім первинного, існують інші способи публічного розміщення: Follow-on – процес розміщення додаткового (вторинного публічного розміщення) випуску акцій компанії, яка вже котирується на відкритому ринку; SPO – вторинна публічна пропозиція крупного пакета основних акцій, власниками яких є інші інвестори, та ряд інших. Водночас, у випадку проведення вторинного публічного розміщення акцій (SPO) дохід отримують акціонери, а не саме підприємство-емітент. Тобто ці кошти не можна використати на розвиток підприємства [18].

Приватне (закрите) розміщення (PP) - це збільшення фінансування за рахунок продажу акцій (часток) компанії одному інвестору або обмеженому колу інвесторів. Приватне розміщення важливе для компаній, які шукають конкретного інвестора, і в цьому процесі важливо не тільки розмір інвестицій, а й знання і розуміння інвестором стану компанії.

Як свідчать дослідження, IPO має ряд переваг при залученні додаткових фінансових ресурсів з метою модернізації та розвитку підприємства [11; 19]. Тому для вітчизняних підприємств цей інструмент може стати вагомим джерелом при розробці та реалізації ефективної довгострокової стратегії інноваційного розвитку, але він використовується доволі пасивно [12].

Спеціалісти міжнародної консалтингової та аудиторської компанії Deloitte вважають, що криза іпотечного кредитування у країні може змусити українські компанії надавати більшу перевагу пайовим інструментам фондового ринку, ніж борговим [2]. Такий сценарій ще не набув чинності, однак слід відмітити роки найбільшої активності на первинному ринку акцій українських підприємств - 2007, 2010 та 2011 рр. Упродовж 2005-2012 рр. первинне публічне розміщення акцій на міжнародних ринках цінних паперів стало вагомим ресурсом

капіталу для модернізації виробничої бази підприємств національної економіки.

З часу проведення першого IPO українським емітентом закріпилася тенденція до виходу на міжнародні фондові ринки з метою IPO компаній із аграрного сектора. Зокрема, за даними ДКЦПФР, 42% всіх проведених в Україні IPO виконані підприємствами, що займаються сільським господарством, по 15% - компанії металургійної промисловості та тих, що працюють з нерухомістю, по 7,5% - компанії нафтогазової і харчової промисловості та близько 11,5% розподіляються між підприємствами сфери транспорту і логістики, надання фінансових послуг та промислового виробництва (близько по 3,8% кожна). У 2012 р. ще одна українська компанія «KDM Shipping» розмістила свої акції на «NewConnect», що дозволило їй залучити 7,4 млн. дол. США іноземних інвестицій, хоча проспектом емісії було передбачено розміщення 3,5 млн. акцій (35%) на суму 36 млн. дол. США. Тим не менш, продаж акцій компанії «KDM Shipping» відкрив дорогу на польську біржу компаніям з морських перевезень вантажу [20].

Взагалі у 2012 р. відбулося загальне зниження котирувань акцій українських компаній та значний відтік іноземних інвестицій з країни (показник неготовності інвесторів вкладати в економіку країни). Вийти на IPO зважилася лише «KDM Shipping», яка, як уже зазначалося, замість очікуваних 36 млн. доларів отримала лише 7,4 на Варшавській біржі [20]. Найвдалішими IPO серед українських компаній вважають: «Астарта» (319% прибутку за 5 років), АТ «Кернел Груп» (162% прибутку за 3 роки), Ferrexporlc (154% прибутку за 3,5 роки) [14].

У 2013 р. серед українських підприємств, які здійснили IPO, було лише два емітенти - компанія «Агроліга» та «KDM Shipping». Компанія «Агроліга» здійснила IPO ще у 2010 р. і за відносно невеликий пакет акцій (16,67%) змогла отримати 1,4 млн. дол. США [8]. Упродовж досить короткого періоду часу ця невелика харківська компанія перейшла на новий етап свого розвитку. Такі успішні IPO не тільки дають можливість українським підприємствам залучити бажані фінансові

ресурси, але й стимулюють національну економіку країни загалом, приваблюючи інвесторів зі всього світу та їхні капітали для участі в розвитку українських підприємств.

Ситуацію, що мала місце на фондовому ринку України в 2013 р. і яка внаслідок політичної та економічної нестабільності, анексії Криму Росією та військових дій на Донбасі продовжується у поточному, можна охарактеризувати як стагнація. Це супроводжується падінням основних фондових індексів, скороченням обсягів біржової торгівлі цінними паперами та згортанням емісійної діяльності. Упродовж 2012 р. Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) було зареєстровано лише 237 випусків акцій на загальну суму 46,88 млрд. грн., що майже на чверть менше емісії акцій, здійсненої у 2011 р. Переважна частина випущених акцій припадала не на виробничі підприємства, а на комерційні банки, що наросували свої статутні капітали.

В умовах недостатнього розвитку українського фондового ринку вітчизняні компанії змушені шукати кошти на міжнародних ринках капіталу. Залучення капіталу шляхом проведення IPO на зарубіжних біржах для України залишається найбільш ефективним механізмом. Через IPO в Європі фінансується 10% усіх інвестицій в основний капітал, а у цілому на розвинених ринках цей показник сягає біля 15% [20]. Крім того, що IPO дозволяє здійснити залучення коштів для розвитку економіки, сам факт здійснення IPO виступає показником високої ефективності запропонованого інноваційного проекту, адже перш ніж будуть придбані акції, інвестори прораховують доцільність своїх дій.

При цьому вихід акцій на міжнародний ринок сприяє якісним змінам у компанії, підвищенню прозорості, наближенню звітності до міжнародних стандартів та активному діалогу з інвесторами. Найбільш важливими факторами, що впливають на успішність IPO, є якість підготовки до лістингу, вибір організаторів та біржі, наявні ринкові умови. Втім широкому використанню цього методу фінансування бізнесу перешкоджає

низка обмежень національного законодавства та висока вартість послуг, пов'язаних з організацією процесу IPO [6].

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 нерівномірний характер їх запровадження в реальну українську економіку. Крім того, у 2014 р. розроблено проект «Програми розвитку фондового ринку України на 2015-2017 рр.», метою якого є стимулювання притоку інвестицій в

економіку України через інтеграцію фондового ринку у світові ринки капіталу.

Попри різні рекомендації підприємствам щодо практичних шляхів здійснення IPO, належної уваги потребує вивчення теоретичного підґрунтя цього процесу, що сприятиме підвищенню фахового рівня, конкурентності та професіоналізму вітчизняних фінансових менеджерів в освоєнні механізму розміщення акцій як найбільш доречного способу фінансування бізнесу. Узагальнення положень основних теорій зарубіжних вчених, на яких ґрунтуються основи організації первинного публічного розміщення акцій підприємствами на фондових ринках, наведено в табл. 2.

Таблиця 2

Теорії обґрунтування організації первинного публічного розміщення акцій на фондових ринках

Теорії	Зміст	Дієвість в інституційних умовах України
Життєвого циклу підприємства	Підприємства вирішують провести первинне публічне розміщення своїх акцій на фондовій біржі на певному рівні свого розвитку	Більшість підприємств України провела первинне публічне розміщення акцій, функціонуючи на ринку 10 - 15 років, незалежно від галузі
Вибір моменту виходу на біржу	Підприємства проводять первинне публічне розміщення акцій у найбільш сприятливий момент часу (відкрите «вікно можливостей»)	Найбільшою мірою скористалися підприємства аграрної сфери
Теорія 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), а публічне розміщення акцій на фондовій біржі використовують в останню чергу	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 року), 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.
	Розвиток підприємства після проведення первинного публічного розміщення акцій	Є різнонаправленим (залежить від приналежності підприємства до галузі національної економіки, ситуації на ринку та внутрішніх чинників розвитку підприємства)

Складено авторами за: [24].

Той факт, що більшість підприємств України провели первинне публічне розміщення акцій уже тоді, коли були на ринку понад 10 років (не зважаючи на те, до якої галузі вони належали), підтверджує справедливості теорії життєвого циклу.

Підприємствами аграрного сектора економіки було зроблено найбільшу кількість публічних (ІРО) та приватних (РР) розміщень акцій, а також залучено найбільше грошового капіталу за період 2005-2011 рр. Основний пік залучень інвестицій припав на 2007–2008 рр. та 2010 р. Це було зумовлено високим попитом і, відповідно, зростанням цін на сільськогосподарську продукцію, коли українським провідним агрохолдингам і корпораціям став необхідним капітал для істотної модернізації виробництва на інноваційній основі. Причиною звернення до ІРО на зарубіжні площадки був низький рівень розвитку й низька ліквідність українського фондового ринку, що не дозволяло проведення великих первинних публічних розміщень акцій у межах України.

Таким чином, теорія ієрархії (pecking order), описана С. Майерс і Н. Майлюф, підтверджується для українських агропідприємств, які провели первинне публічне розміщення акцій у 2007-2008 рр.

М. Пагано, Ф. Панетта та Л. Зінгалес емпірично проаналізували, як первинне публічне розміщення акцій (ІРО) на італійському ринку впливає на інвестиційну й фінансову політику підприємства. Вони порівняли стан інвестиційної і фінансової політик підприємств до та після ІРО з такими ж великими за розміром компаніями, але які не проводили первинного публічного розміщення своїх акцій та були у приватній власності. Вчені виявили, що новий, залучений за допомогою ІРО, капітал не використовувався для фінансування подальших нових інвестицій, а лише для зменшення наявної заборгованості.

На основі аналізу фінансових балансів українських підприємств, які провели ІРО, перевірка результатів емпіричного дослідження М. Пагано, Ф. Панетта та Л. Зінгалеса [22] на українському ринку

засвідчила, що на переважній більшості підприємств у наступний рік після проведення первинного публічного розміщення акцій простежувалося збільшення запозичення капіталу. Тобто залучені завдяки ІРО кошти вітчизняні підприємства використали не на погашення вже існуючої заборгованості. Іншими словами, український досвід аграрних підприємств не підтверджує закономірність, визначену дослідженнями М. Пагано, Ф. Панетта та Л. Зінгалесом.

Висновки. В умовах посилення глобалізації фінансового простору зростає мобільність фінансово-спекулятивних потоків, що створює загрози їх негативного впливу на національні економіки. Це зумовлює необхідність удосконалення регуляторних заходів держави та активізації як екзогенних, так і ендегенних джерел фінансового капіталу. ІРО є одним із потенційних інструментів як з точки зору залучення фінансових ресурсів, так і якісного розвитку корпоративного управління та інноваційного розвитку підприємств. На основі оцінки досвіду проведення ІРО українськими підприємствами встановлено, що акціонування є одним з економічно привабливих способів інвестування розвитку українських підприємств. Це дає змогу залучити довгострокові інвестиційні кошти. Крім того, розвиток ринку ІРО сприяє зростанню економіки України в цілому. Масове проведення ІРО сприяє переливу капіталу в економіку, структурній перебудові, розвитку переробних і наукоємких галузей.

Для ефективного розвитку ринку первинних розміщень в Україні важливо створити стабільні і передбачені правила відносин у координатах бізнес - влада, удосконалити законодавчу основу для захисту прав власності. Також важливою умовою для розвитку ІРО буде створення ефективної інфраструктури українського фондового ринку та формування сприятливого правового середовища, при якому проведення ІРО буде ефективним для емітентів і привабливим для інвесторів.

Критерієм для визначення ступеня готовності підприємства до ІРО є виконання

ним певних вимог, а саме: біржових, прийнятих на певній біржі, обраної у якості майданчика для ІРО (правила, документи); юридичних (дотримання законодавства, що регулює функціонування ринку акцій); обов'язкових аудиторських вимог за стандартами країни розміщення; мінімально необхідних вимог щодо забезпечення публічності підприємства та корпоративної структури управління.

Незважаючи на те, що сучасні технології ІРО є складними, з огляду на

необхідність та наслідки виходу підприємств України на ринок ІРО (зниження тіньової діяльності, пожвавлення інноваційних процесів, збільшення приросту прямих іноземних інвестицій в економіку України, створення нових вакансій на ринку праці, покращання пізнаваності країни), держава має стимулювати процеси їх залучення як до національного, так і до світового фінансового простору, що є перспективою подальших досліджень.

ВИКОРИСТОВУВАНА ЛІТЕРАТУРА

1. *Возняк, Г.В.* Тенденції розвитку та основні форми фінансового забезпечення інноваційної діяльності в Україні // Вісник Української академії банківської справи. – 2004. – № 2 (17). – С. 19-24.
2. *Власенко, В.* Вийти на ІРО українським підприємствам допоможе світова криза // Інтернет-видання «Економічна правда», 11.03.2008. ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/5024/1/157.pdf
3. Головне управління статистики у Дніпропетровській області [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.dneprstat.gov.ua/>.
4. *Гулькин, П.* Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (ІРО) / П. Гулькин. - СПб : Аналитический центр «Альпари СПб», 2004. - 238 с.
5. *Диба, О.* Тенденції та еволюція ІРО в умовах глобалізації / О. Диба // Ринок цінних паперів України. – К., 2013. - № 3-4. - С. 87-92.
6. *Лысенко, Д.* Выбор юрисдикции для проведения ІРО: юридические аспекты / Д. Лысенко, Ю. Кирпа [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.kisilandpartners.com>.
7. Наукова і інноваційна діяльність в Україні : статистичний збірник. – К.: Держкомстат України, 2013. – 287 с.
8. Огляд ІРО українських компаній з 2005 р. по серпень 2013 р. [Електронний ресурс]: звіт Price Waterhouse Coopers. – Режим доступу: http://www.pwc.com/en_UA/ua/services/capitalmarkets/assets/an_overview_of_ukranian_ipos_rus.pdf.pdf
9. Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/fund/info>.
10. *Патон, Б.Є.* Наука – інноваціям / Б.Є. Патон // Наука та інновації. – 2008. – № 5. – С. 19-20.
11. *Петров, В.* Преимущества ІРО перед прочими источниками инвестиций / В. Петров // Рынок ценных бумаг. – 2011. – № 15 – С. 23–25.
12. *Петухова, О.М.* Забезпечення інноваційного розвитку підприємств шляхом використання первинного публічного розміщення акцій [Електронний ресурс] / О.М. Петухова, Г.В. Сілакова // Проблеми системного підходу в економіці. – 2012. – №1. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/20121/Petuhova_112.htm.
13. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України № 3480-IV від 23.02.2006 [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: Офіційний веб-портал. - Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.
14. Про акціонерні товариства : Закон України № 514-VI від 17.09.2008 [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: Офіційний веб-портал. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/514-17>.

15. Про порядок збільшення (зменшення) розміру статутного капіталу акціонерного товариства : Положення, затверджене рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.02.2007 № 387 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0280-07>.
16. Рейтинг інноваційності країн ЄС- Innovation Union Scoreboard 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/innovation/files/ius-2013_en.pdf.
17. Річний звіт НКЦПФР за 2013 рік: Рух ринку цінних паперів України до світових стандартів задля економічного зростання держави. – К., 2014. – 90 с.
18. Смоляр, Л.Г. Розвиток інноваційного потенціалу як фактор забезпечення конкурентоспроможності вітчизняних підприємств / Л.Г. Смоляр // Економіка & Держава. – 2007. – № 4. – С. 24-26.
19. Фищук, І.М. Переваги та недоліки первинного розміщення акцій в умовах глобалізації фондового ринку / І.М. Фищук // Формування ринкових відносин в Україні. – 2010. - № 9. – С. 46-55.
20. Шелехов, К.В. Переваги первинного публічного розміщення акцій (ІРО) як інвестиційного інструменту залучення капіталу виробничим підприємством / Шелехов К.В., Тарасенко А.О. // Ефективна економіка : електр. наук. фахове вид. – 14.03.2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?operation=1&iid=1019>.
21. 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.
22. Pagano, M. Why do companies go public? An empirical analysis / Pagano M., Panetta F., Zingales L. // Journal of Finance. – 1998. – № 53. – P. 27-64.
23. Rajan, R.G. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm'slength Debt // Journal of Finance. – 1992. – № 47. – P. 1367-1400.
24. Ritter, J.R. A review of IPO activity, pricing, and allocations / Ritter J.R., Welch, I. // Journal of Finance. – 2002. – № 57. – P. 1795-1828.

REFERENCES

1. Voznyak, G.V. Tendencii rozvitku ta osnovni formi finansovogo zabezpechennya innovacijnoï diyalnosti v Ukraïni // Visnik Ukraïnskoï akademii bankivskoï справи. – 2004. – № 2 (17). – S. 19 – 24/
2. Vlasenko, V. Vïjti na ipo Ukraïnskimi pidpriemstvami dopomozhe svitova kriza // Internet-vidannya «Ekonomichna pravda», 11.03.2008 ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/5024/1/157.pdf
3. Golovne upravlinnya statistiki u dniproperovskij oblasti [elektronnij resurs]. – Rezhim dostupu: <http://www.dnestrstat.gov.ua/>.
4. Gulkin, P. Prakticheskoe posobie po pervonachalnomu publichnomu predlozheniyu akcij (ipo). / P. Gulkin. - SPb : Analiticheskij centr «Alpari spb», 2004. - 238 s.
5. Diba, O. Tendencii ta evolyuciya ipo v umovax globalizacii [tekst] / O. Diba // Rynok cinnix paperiv Ukraïni. — Kiïv, 2013. — № 3-4. — S. 87-92.
6. Lysenko, D. Vybór yurisdikcii dlya provedeniya ipo: yuridicheskie aspekty / D. Lysenko, Yu. Kirpa [Elektronnij resurs]. – Rezhim dostupu: <http://www.kisilandpartners.com>
7. Naukova i innovacijna diyalnist v Ukraïni: statistichnij zbirnik. – K.: Derzhkomstat Ukraïni, 2013. – 287 s.
8. Oglyad ipo Ukraïnskix kompanij z 2005 r. po serpen 2013 r. [Elektronnij resurs]: Zvit price waterhouse coopers. – Rezhim dostupu: http://www.pwc.com/en_ua/ua/services/capitalmarkets/assets/an_overview_of_ukrainian_ipos_rus.pdf.pdf
9. Oficijnij sayt derzhavnoï komisii z cinnix paperiv ta fondovogo rinku [Elektronnij resurs]. – Rezhim dostupu : <http://www.ssmc.gov.ua/fund/info> elektronnij resurs.

10. *Paton, B.E.* Nauka – innovaciyam / B.E. Paton // Nauka ta innovacii. – 2008. – № 5. – S. 19-20.
11. *Petrov, V.* Preimushhestva ipo pered prochimi istochnikami investicij / V. Petrov // Rynok cennyx bumag. – 2011. – № 15 – s. 23–25.
12. *Petuxova, O.M.* Zabezpechennya innovacijnogo rozvitku pidpriemstv shlyaxom vikoristannya pervinnogo publichnogo rozmishhennya akcij [Elektronnij resurs] / O.M. Petuxova, G.V. Silakova // Problemi sistemnogo pidxodu v ekonomici. – 2012. – №1. – Rezhim dostupu: http://www.nbu.gov.ua/e-journals/pspe/2012_1/petuhova_112.htm.
13. Pro cinni paperi ta fondovij rinok: Zakon Ukraïni № 3480-IV vid 23.02.2006 [Elektronnij resurs] // verxovna rada ukraïni: oficijnij veb-portal. - rezhim dostupu: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.
14. Pro akcionerni tovaristva: zakon ukraïni № 514-VI vid 17.09.2008 [Elektronnij resurs] // Verxovna Rada Ukraïni: oficijnij veb-portal. – Rezhim dostupu: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/514-17>.
15. Pro poryadok zbilshennya (zmenshennya) rozmiru statutnogo kapitalu akcionernogo tovaristva: Polozhennya, zatverdzhene rishennyam derzhavnoï komisii z cinnix paperiv ta fondovogo rinku (vid 22.02.2007// № 387) [elektronnij resurs]. – Rezhim dostupu: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0280-07>.
16. Rejting innovacijnosti kraïn es- innovation union scoreboard 2013 [Elektronnij resurs]. – Rezhim dostupu: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/innovation/files/ius-2013_en.pdf.
17. Richnij zvit nkcpfr za 2013 rik: rux rinku cinnix paperiv ukraïni do svitovix standartiv zadlya ekonomichnogo zrostannya derzhavi. – K., 2014. – 90 s.
18. *Smolyar, L.G.* Rozvitok innovacijnogo potencialu yak faktor zabezpechennya konkurentospromozhnosti vitchiznyanix pidpriemstv // Ekonomika & derzhava. – 2007. – № 4. – s. 24-26.
19. *Fishhuk, I.M.* Perevagi ta nedoliki pervinnogo rozmishhennya akcij v umovax globalizacii fondovogo rinku / I.M. Fishhuk // Formuvannya rinkovix vidnosin v Ukraïni. – 2010. – № 9. – S. 46-55.
20. *Shelexov, K.V.* Perevagi pervinnogo publichnogo rozmishhennya akcij (ipo) yak investicijnogo instrumentu zaluchennya kapitalu virobnichim pidpriemstvom - [Elektronnij resurs] / Shelexov K.V., Tarasenko A.O. // Efektivna ekonomika: Elektr. nauk. faxove vid. – 14.03.2012. Rezhim dostupu: <http://www.economy.nayka.com.ua/?operation=1&iid=1019>.
21. *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. – S. 187-221.
1. *Pagano, M.* Why do companies go public? An empirical analysis / Pagano M., Panetta F., Zingales L. // Journal of Finance. – 1998. – № 53. – S. 27-64.
2. *Rajan, R.G.* Insiders and outsiders: The choice between informed and arm'slength Debt // Journal of Finance. – 1992. – № 47. – S. 1367-1400.
3. *Ritter, J.R.* A review of IPO activity, pricing, and allocations / Ritter J.R., Welch, I. // Journal of Finance. – 2002. – № 57. – S. 1795–1828.

Стаття надійшла до редакції 10.10.2014