



УДК 331.101.31

Кузьменко О. Г.<sup>1</sup>

## **ІРО ЯК МЕХАНІЗМ ГАРМОНІЗАЦІЇ СТРУКТУР РИНКУ І НАЦІОНАЛЬНИХ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ УКРАЇНИ В УМОВАХ ІНФОРМАЦІЙНОГО УСТРОЮ МЕГАЕКОНОМІКИ**

*У статті розглядається український ринок ІРО в органічному взаємозв'язку з розвитком економіки України та мегаекономіки в цілому. Розглянуто особливості формування українського ринку ІРО в умовах нового інформаційного устрою. Узагальнюються переваги та недоліки ІРО для української економіки в сучасних умовах.*

**Ключові слова:** первинне розміщення, фондовий ринок, акції, банківський сектор, інвестори, інвестиційна привабливість, інвестор, «нова» економіка.

### **ВСТУП**

Фінансовий ринок України розвивається у нових умовах, оточений двома економічними союзами – економічним простором ЄС і Євразійським економічним простором. За 20 років фінансовий ринок України зазнав настільки значних перетворень, на які в звичайних

---

<sup>1</sup> Рецензент: д. е. н., професор Т. О. Селіщева



умовах розвитку Європи потрібно багато десятиліть. Практично з нуля створено фінансовий сектор ринкової економіки незалежної України, з'явився і розвивається повноцінний фондовий ринок, процес приватизації входить у завершальну стадію. Проте однією з не вирішених проблем сучасної економіки України є ефективне використання IPO.

#### **ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ**

Процес IPO в Україну після затишку в 2009 році, у 2010–2011 рр. трохи поживався. Проте слід зазначити, що за роки незалежності Україні не вдалося вийти на лідируючі позиції в країнах СНД. Проблема IPO для національної економіки України залишається однією з пріоритетних. До внутрішніх проблем ефективного застосування IPO України (неготовність емітентів, непрозора звітність, і т. д.), у 2011 році додалася нестабільна зовнішня кон'юнктура, що змушує Україну переносити плани щодо виходу на IPO. Проте ринок IPO в Україні у 2010 р. поживався на тлі спаду цього сегмента на світових фінансових ринках.

У даний час, хоча економічна обстановка в Україні залишається складною, настрої інвесторів трохи покращилися завдяки стабілізації політичної ситуації. У IPO багато національних суб'єктів господарювання побачили альтернативу загальмованому в Україні банківському кредитуванню. Крім того, капіталізація багатьох українських суб'єктів господарювання з 2009 р. істотно підвищилася, що підстобує інтерес самих емітентів до залучення коштів за допомогою IPO. Крім «живих» грошей на розвиток діючого бізнесу, IPO припускає проведення його ринкової оцінки. Втім, в окремих випадках вихід на IPO – єдиний варіант (на тлі недоступності інших джерел фінансування) знайти оборотні кошти і врятувати компанію від краху. Слід також зазначити, що в умовах стабілізації політичної обстановки пройшло успішне IPO (AgroGeneration і «Авангард»). Успіхи IPO компаній «Авангард», «Агроліга», «Дакор Агро Холдинг», «Мрія Агро Холдинг», Т.М.М., OstChem, «Галнафтогаз», UDC Holding, «Баядера», «Воля» та ін. виявилися скромнішими. З урахуванням перенесених розміщень і вже оголошених планів у 2011 році можна прогнозувати залучення коштів в обсязі 1,5–2,5 млрд USD. Однак до радикального поліпшення ситуації ще далеко, а український ринок IPO зможе досягти вагомих позицій серед країн СНД через 2–3 роки, та й то при позитивній ринковій кон'юктурі.

#### **РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ**

В даний час IPO є однією з найбільш обговорюваних проблем в економічній науці і практичній діяльності всіх суб'єктів економіки. Що слід розуміти під категорією Initial Public Offering у сучасній економіці? Економічна теорія трактує IPO як первинне публічне



розміщення, коли суб'єкт господарювання вперше випускає свої акції на ринку, а їх купує досить широке коло інвесторів. Однак у практиці господарської діяльності в Україні категорія IPO трактується більш широко, зараховуючи часом до нього і вторинне розміщення на ринку значного пакета акцій через механізм публічного розміщення, які іноді (теоретично не цілком обґрунтовано) також відносять до цього поняття:

- приватне розміщення серед вузького кола заздалегідь відібраних інвесторів з отриманням лістингу на біржі (placing, private offering);
- розміщення суб'єктів господарювання, чії акції вже торгуються на біржі, додаткового випуску акцій на відкритому ринку – так зване дорозміщення (follow-on);
- публічний продаж великого пакета акцій діючих акціонерів – [secondary public offering (SPO)] – друге публічне розміщення;
- прямі публічні розміщення від емітента (і силами емітента) безпосередньо первинним інвесторам, минаючи організований ринок [direct public offering (DPO)].

Слід зазначити, що ми згодні з економістами, які відрізняють теоретичне і практичне розуміння категорії IPO у сучасній економіці. Тим не менш для цілей аналізу і оцінки стану даного інструменту в економіці України ми іноді, з різних причин, змушені відходити від цього правила. Основною причиною є особлива суспільна і економічна значимість процедури первинного розміщення для розвитку фондового ринку, та й економіки України в цілому. До того ж слід мати на увазі, що термін IPO, спочатку розроблений і застосований у США, в економічних умовах Європи втратив своє оригінальне значення і розуміється як процедура випуску пайових цінних паперів у перший раз і розповсюджуються серед необмеженого кола інвесторів [6:114]. На лондонській фондовій біржі (LSE) аббревіатурою IPO прийнято позначати будь-яке розміщення акцій, вперше запропоноване переважно саме на цьому майданчику.

Економічне явище IPO слід розглядати як один з інструментів інвестиційної політики суб'єктів господарювання в сучасній «новій» економіці з одного боку, і розвитку всієї структури галузевих (регіональних) ринків – з іншого. При цьому IPO є методом розв'язання суперечності фінансових обмежень і можливостей суб'єктів господарювання та ринкових обмежень галузі в площині фінансового ринку. Це особливо важливо для України, оскільки будь-який національний суб'єкт господарювання, який прагне до досягнення максимальної довгострокового прибутку, постійно стикається з численними обмеженнями, властивими як у галузевому розрізі національної економіки, так і в цілому по фондовому ринку України. Одним з головних методів подолання цих обмежень є інвестування. У зв'язку з цим IPO є одним із способів інвестування в умовах «нової»



економіки. У «новій» економіці ІРО володіє своїми перевагами і недоліками, причому ефективність ІРО залежить від багатьох факторів, основними з яких є:

- загальноекономічні (ступінь розвитку економіки країни в цілому – макроекономічний рівень, ступінь розвитку регіонів та ринків – макроекономічний рівень, ступінь розвитку суб'єктів господарювання та інших суб'єктів економіки – мікроекономічний рівень);
- фінансові (ступінь розвитку фінансових ринків, фінансових інвесторів, фондового ринку, банківського сектора економіки);
- кон'юнктурні (особливості ділового циклу в мегаекономіці і рівень відкритості реального сектора національної економіки).

Перш за все особливості проведення ІРО в «новій» економіці залежать від специфіки організаційної побудови суб'єкта господарювання (фірми). На рис. 1 наведено класифікацію суб'єкта господарювання за організаційною ознакою.

Суб'єкт господарювання			
Господарські товариства		Господарські товариства	Виробничі кооперативи
			Державні та регіональні унітарні підприємства
ТОВ		ЗАТ	ВАТ

Рис. 1. Переваги виходу суб'єктів господарювання на ринок акцій, облігацій і банківського кредиту

Суб'єкти господарювання – це підприємницькі одиниці, які здійснюють господарську діяльність з метою отримання прибутку (незалежно від приналежності за типом власності). Господарські товариства – це об'єднання фізичних осіб для спільної підприємницької діяльності. Їх члени поєднують цю діяльність з іншою постійною роботою. Виробничі кооперативи – добровільні об'єднання громадян для спільної господарської діяльності. Для організації господарської діяльності члени кооперативу вносять вклади в натуральній та грошовій формі і за результатами діяльності одержують крім заробітної плати відповідну частину прибутку. Господарські товариства і виробничі кооперативи як джерела зовнішнього фінансування вдаються найчастіше до послуг банківського кредиту. Це пояснюється тим, що дані комерційні організації є учасниками ринку монополістичної конкуренції, як правило, за масштабами своєї діяльності не є великими, не мають



відповідного іміджу і хорошій кредитній історії. Державним і регіональним унітарним підприємствам, з іншого боку, краще для зовнішнього фінансування звертатися на ринок облігацій. Товариства з обмеженою відповідальністю (ТОВ), а також закриті акціонерні товариства (ЗАТ) можуть діяти на ринках монополістичної конкуренції, на олігополістичних ринках і бути монополіями. Для них джерелами зовнішнього фінансування можуть бути як банківські кредити, так і випуск облігаційних позик. IPO, як джерело і спосіб зовнішнього фінансування, найбільш прийнятний для суб'єктів господарювання в умовах «нової» економіки. При цьому ТОВ і ЗАТ повинні пройти досить складну попередню підготовку. Для ВАТ ця підготовка може бути не настільки тривалою і складною, але також є суттєвою. Відкриті акціонерні товариства можуть вдаватися до всіх трьох джерел зовнішнього фінансування: 1) банківських кредитів; 2) випуску облігацій; 3) випуску акцій. ВАТ також можуть діяти на ринках монополістичної конкуренції, на олігополістичних і бути монополістами.

Незважаючи на численні наукові дослідження та публікації, все ж таки залишаються відкритими питання: чому IPO можуть вважатися прийнятним способом збільшення акціонерного капіталу і чому мотивація виходу на ринок IPO в різний час і в різних ситуаціях варіюється досить істотно [7:250].

*Переваги публічного розміщення акцій.* Для оцінки переваг IPO перед іншими джерелами інвестицій [4:52] необхідно порівняти їх з альтернативними джерелами залучення інвестицій:

- нерозподілений прибуток (одне з найбільш поширених джерел фінансування інвестиційних проєктів в умовах інформаційного устрою мегаекономіки);
- бюджетні кошти і державні позики (досить ємне джерело, хоча доступ до нього багатьох суб'єктів господарювання в Україні досить проблематичний);
- банківські кредити (в умовах порівняно швидкого розширення банківської системи це джерело стало досить популярним, але прямо пов'язане із системною кризою зони євро);
- облігаційні позики, що розміщуються на відкритому ринку (рис. 2).

Розглянемо представлені на рис. 2 джерела залучення капіталу з механізмом IPO. Нерозподілений прибуток сильно залежить від складної економічної кон'юнктури, фінансово-виробничого становища суб'єкта господарювання. Розраховувати на це джерело при здійсненні довгострокового проєкту, віддача від якого стане відчутною через кілька років, досить проблематично. Разом з тим дані статистики свідчать, що протягом всієї історії незалежності України дане джерело забезпечувало до 45% фінансування національних підприємств.



		Суб'єкт господарювання			
Кошти від емісії цінних паперів		Банківський кредит		Державна підтримка	
				Нерозподілений прибуток	
Фондовий ринок		Один, або декілька інвесторів			
				Єдиний інвестор	
ІРО		Облігації			
Всі категорії інвесторів		Здебільшого інституційні інвестори			

Рис. 2. Джерела інвестування суб'єктів господарювання в умовах інформаційного устрою мегаекономіки

Друге джерело – отримання бюджетних коштів – завжди пов'язане з бюрократичною тяганиною, втратою часу, значними витратами, але на це джерело можуть претендувати тільки системоутворюючі підприємства реального сектора економіки України. Банківські кредити – це, з одного боку, відчутна залежність від одного кредитора, а з іншого – необхідність повернення залучених коштів за досить високими відсотковими ставками. Третім джерелом є облігаційні позики, що передбачають забезпечення необхідного потоку платежів по купонним виплатам, що в разі довготривалого проекту може стати досить обтяжливим. До того ж облігаційні позики у сучасних економічних умовах України супроводжуються вимогою оффери, що також ускладнює їх використання для фінансування капіталомістких інноваційних проектів.

Таблиця 1

**Переваги ІРО перед іншими інвестиційними джерелами в умовах «нової» економіки**

Джерело інвестицій	Переваги ІРО
Нерозподілений прибуток	Велике разове надходження капіталу. Незалежність від майбутньої економічної кон'юнктури
Бюджетні кошти і державні позики	Оперативність надходження ресурсів, відсутність бюрократичних зволікань. Відсутність зобов'язань (у тому числі і за соціальними програмами)
Банківські кредити	Незалежність від конкретного фінансового інституту. Відсутність майбутніх виплат
Облігаційні позики	Відсутність зобов'язань з обслуговування позики. Необмежений термін притягнення капіталу



Говорячи про явні переваги IPO (переваги IPO перед іншими інвестиційними джерелами представлені в табл. № 1), слід відзначити і «потенційні переваги» для суб'єкта господарювання, що здійснює публічне розміщення, а саме:

- IPO покращує фінансову репутацію емітента;
- створює умови для більш вигідного розміщення боргових емісійних паперів, а також для залучення кредитів під заставу акцій;
- сприяє отриманню ефективного інструменту оцінки поточної ринкової вартості і вигідного механізму операцій M & A;
- дозволяє суб'єкту господарювання посилювати свій лобістський потенціал за рахунок включення до складу акціонерів впливових фінансових інститутів;
- підвищує престиж суб'єкта господарювання як партнера і контрагента при роботі з вітчизняними та іноземними фірмами.

*Недоліки публічного розміщення акцій.* До істотного недоліку національних суб'єктів господарювання, перш за все, слід віднести поспішність і недостатній економічний аналіз, який призводить до нанесення серйозної шкоди репутації як окремих емітентів, так і для України в цілому. Під час підготовки до розміщення, на перших етапах найпильніша увага має приділятися стратегії і організації. Другою проблемою при розміщенні IPO може стати проблема несанкціонованого поглинання [3:115]. Поглинання IPO відбуваються хвилями. Цикли пов'язані з можливістю отримання дешевого капіталу і низькою вартістю активів. Оскільки ціна капіталу і вартість акцій залежить від великих економічних циклів, то в процесі виходу суб'єктів господарювання на біржу і догляду може спостерігатися деяка закономірність, обумовлена циклічністю.

### **ВИСНОВКИ**

Первинне публічне розміщення (IPO) стало принципово новим методом залучення інвестицій в Україну. Українські аналітики спочатку підійшли до «нового» методу інвестування з перебільшеним романтизмом, всіляко переоцінюючи його переваги та зменшуючи недоліки. До теперішнього часу українською економічною наукою і практикою нагромаджено певний досвід у галузі IPO, що дозволяє аналізувати дане економічне явище не тільки в рамках загальносвітових досягнень, але й спостерігати безсумнівну специфіку, породжену особливостями розвитку економіки і товариств в Україні, її специфічне географічне розташування, особливості структури реального сектора національної економіки України і т. д. В умовах «нової» економіки процес IPO слід розглядати не тільки як один із методів залучення капіталу і не тільки у вузькому руслі інвестиційних процесів. IPO в умовах нового VI інформаційного укладу мегаекономіки є багатомірною фінансово-економічною категорією з



яскраво вираженою соціальною спрямованістю та державною приналежністю.

Використовуючи механізм IPO, суспільство стає більш «корпоративним», а проведення «народних IPO» може сприяти згуртуванню економічних інтересів різних суспільних груп і зробити істотний внесок у забезпечення сталого економічного розвитку України. Специфіка конкретного IPO в умовах «нової» економіки визначається не тільки загальною макроекономічною кон'юнктурою, обраною моделлю економічного розвитку, а й галузевими особливостями будови ринку, що є одним з найважливіших чинників, що формує ринок IPO в галузевому та часовому аспектах. При зміні технологічного укладу на перше місце в області проведення IPO виходять саме ті галузі, формальна структура яких оптимально відповідає сучасним вимогам економіки. У цьому сенсі IPO слід розглядати як найважливіший інструмент гармонізації структур ринку і технологічного укладу суб'єктів господарювання: за допомогою IPO в умовах інформаційного устрою досягається відповідність макроекономічної та мегаекономічної (галузевої та регіональної) зрілості економіки з одного боку, і конкурентних позицій національних суб'єктів господарювання (їх технологічним рівнем) – з іншого.

Більше того, IPO сприяє підвищенню прозорості українського ринку в цілому, і фондового зокрема. Це, безсумнівно, буде сприяти зміцненню авторитету української економіки як однієї з великих економік на пострадянському економічному просторі, а в перспективі – і держав Європи.

#### **СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ**

1. Абрамов А. Проблемы конкурентоспособности российского фондового рынка // Вопросы экономики. – № 12. – 2005. – С. 32–50.
2. Варанис Д., Швандэр О. Листинг ценных бумаг на рынке AIM. // Рынок ценных бумаг. – № 15. – 2005. – С. 34–35.
3. Ковзанадзе. Уроки мирового кризиса: необходима новая модель регулирования экономики. // Вопросы экономики. – № 4. – С. 113–120.
4. Петров В. Преимущества IPO перед прочими источниками инвестиций // Рынок ценных бумаг. – № 15. – 2005. – С. 52–53.
5. Росс Г. IPO и последующие размещения акций. – М. : Дело, 2007. – 387 с.
6. Cjrneli F., Ljungqvist A., Goldreich D. Investor sentiment and pre-IPO markets // Journal of Finance, 61. – 2006. – P. 112 -125.
7. Selishchev A.S. Russian IPO // Intrepreneurial finance and financial environment. – Tartu, 2009. – P. 247–262.