

Наталія П. Мацелюх
**СТРУКТУРУВАННЯ ТА ЦІНОУТВОРЕННЯ
НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

У статті проаналізовано ринок цінних паперів з позицій структурування та механізмів ціноутворення. Розглянуто дворівневу систему ціноутворення та здійснено узагальнення процесів ціноутворення на первинному та вторинному ринках акцій.

Ключові слова: ціноутворення; цінні папери; акція; IPO; SEO.

Форм. 1. Рис. 1. Літ. 23.

Наталія П. Мацелюх
**СТРУКТУРИРОВАНИЕ И ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ
НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

В статье проанализирован рынок ценных бумаг с позиций структурирования и механизмов ценообразования. Рассмотрена двухуровневая система ценообразования и осуществлено обобщение процессов ценообразования на первичном и вторичном рынках акций.

Ключевые слова: ценообразование; ценные бумаги; акция; IPO; SEO.

Nataliya P. Matselyukh¹
STRUCTURING AND PRICING AT SECURITIES MARKET

The article analyzes the stock market from the standpoint of structuring and pricing mechanisms, also considering the two-level system of pricing and generalizing the processes of pricing at primary and secondary stock markets.

Keywords: pricing; securities; share; IPO; SEO.

Постановка проблеми. Ринок цінних паперів є одним із сегментів фінансового ринку, на якому відбувається торгівля фінансовими інструментами. Через механізм ціноутворення на ринку цінних паперів відбувається залучення тимчасово вільних фінансових ресурсів одних економічних суб'єктів і надання їх в платне строкове користування іншим суб'єктам. Для вдосконалення механізму функціонування ринку цінних паперів, а також пошуку нових підходів до ціноутворення на інноваційні, структуровані фінансові продукти, необхідний якісний аналіз процесів ціноутворення на фінансові інструменти ринку цінних паперів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У сучасному глобалізованому світі визначення ціни пропозиції фінансових інструментів, представлених на ринку у вигляді цінних паперів, є одним з найскладніших питань ринку цінних паперів. Зарубіжними авторами написано чимало праць з цієї проблематики, але, використовуючи різну емпіричну базу, дослідники часто приходять до абсолютно протилежних висновків. Тому велика частина питань щодо ціноутворення носить дискусійний характер та потребує вдосконалення. Так, окремі питання розвитку світового ринку первинних розміщень цінних паперів висвітлено в працях Р. Геддеса [5], Д. Ріттера [20; 21] та ін. Деякі спроби досліджувати ринки цінних паперів здійснені і російськими вченими: В.Г. Балашовим [6], С.І. Івановою [6], В.А. Іриковим [6], А.В. Лукашовим [8], Г.Р. Марголіт [6] Я.М. Міркінім [10], А. Могінім [8].

¹ National University of the State Tax Service of Ukraine, Irpin, Ukraine.

Невирішені частини проблеми. Українські вчені В.Д. Базилевич [3], І.О. Лютий [12] у своїх дослідженнях також вивчали функціонування ринку цінних паперів. Проте в науковій літературі відсутнє комплексне вивчення ціноутворення на ринку цінних паперів, зокрема, бракує системного бачення первинного (IPO) та вторинного (SEO) ціноутворення.

Мета дослідження полягає в систематизації поглядів вчених на систему ціноутворення на ринку цінних паперів та розробці теоретичних положень щодо структурування ціноутворення ринку цінних паперів.

Основні результати дослідження. Сучасні умови функціонування фінансових ринків передбачають, як правило, визначення ціни акцій на основі вартості компанії. Оцінка акцій компаній, акцій, що мають намір провести первинну публічну пропозицію (IPO) – це стандартна процедура оцінки акцій, при якій використовуються методи дисконтованих грошових потоків і порівняльного аналізу. Попередня оцінка компанії проводиться вже на етапі, коли банки-інвестори борються за мандати на організацію розміщення. Згодом індикативна оцінка уточнюється в ході комплексної перевірки компанії, а остаточна ціна розміщення встановлюється на переговорах між емітентом і залученими банками. Після визначення ціни пропозиції акції розміщуються серед інвесторів. Після декількох днів після завершення розміщення починається торгівля цінними паперами на вторинному ринку. З відкриття торгів на біржі починається вільне ціноутворення (встановлення ціни на акції ринком під дією попиту і пропозиції). Особливе значення в теорії первинного розміщення має ціна закриття першого дня торгів. Відносна зміна ціни в перший день називається «дохідністю першого дня торгів» або «первинною дохідністю» (initial returns) і визначається за формулою:

$$U = (P_c - P_o) / P_o \times 100\%, \quad (1)$$

де U – першопочаткова дохідність, %; P_c – ціна закриття першого дня; P_o – ціна розміщення.

Питання про первинну дохідність було поставлене в роботах А. Керлі [23], Ф. Рейлі [19], Х. Стола [23] в 1970-ті роки. Саме тоді вперше було звернено увагу, що ціна розміщення акцій відрізняється від ціни, що формується на вторинному ринку, яка є найкращим відображенням справедливої вартості компанії. Первинна доходність формує «первинні прибутки» інвесторів за рахунок коштів, які недоотримані акціонерами, що продають, і емітентом². Не даремно недоотримані кошти в професійному жаргоні називають «грошима, залишеними на столі» (money left on the table).

Ефект високої початкової дохідності називають заниженням ціни IPO або «феноменом недооцінки» (IPO underpricing). Хоча це і вважається аномалією, якої не повинно бути на ефективному ринку, проте він існує в усіх країнах і на усіх фондових ринках без виключення, незалежно від міри ефективності. Наприклад, на американському ринку, що є одним з найбільш ефективних, середнє значення первинної дохідності в 1960–2011 рр. склало 16,8%. Д. Ріт-

² Мається на увазі наступне: якби компанія продала акції інвесторам за ціною закриття першого дня торгів, а не за ціною пропозиції, то компанія і акціонери, що продають, отримали б більше грошових коштів. Ці кошти можна було б використати, продавши меншу кількість акцій.

тер [21] відмічає, що більш ніж при 70% трансакціях IPO в 1980–1990-х рр. і на початку 2000-х рр. ціна закриття першого торгового дня перевищувала ціну розміщення.

Ціноутворення на акції при виході компанії на IPO відбувається спочатку на первинному ринку. Ціноутворення на первинному ринку за загальнозживаною термінологією первинного розміщення позначимо як IPO-ціноутворення, і відповідно на вторинному – як SEO-ціноутворення (seasoned equity offering). В практиці країн існує три базові механізми визначення ціни на первинному ринку: встановлення фіксованої ціни, аукціон і формування книги заявок (book-building). Маркетинг розміщення проводиться при застосуванні будь-якого з них. При пропозиції акцій за фіксованою ціною ціна відома заздалегідь, а інвестори подають заявки тільки за оголошеною ціною. Важливим недоліком цього механізму є його негнучкість: неможливість «підлаштувати» пропозицію під попит. Аукціонний механізм³ традиційно вважається одним з найбільш ефективних механізмів обміну. У разі використання книги заявок на первинному ринку визначається ціновий діапазон, в межах якого буде призначена ціна. Після закінчення прийому заявок організатори встановлюють остаточну ціну пропозиції, яка і є ціною розміщення акцій серед інвесторів. Після розподілу акцій починаються вторинні торги – відбувається формування ціни на торгах фондової біржі. Отже, процес ціноутворення на ринку цінних паперів є структурованим, дворівневим і відбувається на первинному і вторинному ринках (рис. 1).



Рис. 1. Схема процесу ціноутворення на акції при використанні книги заявок, авторська розробка

Міжнародний досвід з IPO свідчить про два різних підходи до IPO-ціноутворення: європейський і американський. У такий спосіб підприємства виводять частину своєї власності (чи навіть її всю) у відкритий вільний продаж [5, 2]. За офіційним визначенням Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE), IPO – це випуск нових акцій, що здійснюється приватними компаніями з метою перетворення їх на публічні [18]. 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 [2]. Таким чином, IPO – один з найбільш розповсюджених у світовій практиці способів залучення коштів. Українські підприємства досить активно використовують банківські кредити і випуск облігацій. У порівнянні з цими видами

³ У угодах IPO, як правило, використовується голландський аукціон: торги розпочинаються з максимального значення ціни, яка знижується у міру подання заявок. Ціною пропозиції буде та ціна, за якою емітент зможе реалізувати увесь випуск інвесторам.

залучення фінансів IPO вважається більш цивілізованим способом фінансування [4, 67].

IPO-ціноутворення може мати місце як на фондовій біржі (локальній або іноземній), так і поза біржовим ринком – серед інвестиційних фондів. У класичному розумінні IPO є розміщенням акцій підприємства на фондовій біржі з внесенням їх у список акцій, що котируються на даній біржі (лістинг). При розміщенні акцій покупцями можуть бути будь-які фізичні і юридичні особи, а сам процес торгівлі опосередковує рух акцій як фінансових інструментів в обмін на грошові ресурси та, як правило, включає наступні етапи взаємовідносин, пов'язані з андеррайтером. Андеррайтер по своїй суті є посередником при первинному розміщенні цінних паперів. Його дії визначені в Україні на законодавчому рівні [2].

Щодо механізму IPO-ціноутворення, то в європейській практиці процес встановлення ціни розміщення починається з перед-маркетингу, в ході якого до інвестора доводиться думка аналітиків синдикату інвестиційних банків відносно діапазону дійсної вартості (fair value range) компанії, а інвестори повідомляють інвестиційним банкам свої попередні очікування по оцінюванню; з урахуванням останніх визначається ціновий діапазон розміщення.

У США проведення маркетингу до випуску попереднього проспекту не допускається, тому процес встановлення ціни починається безпосередньо з оголошення цінового діапазону, тобто до в'яснення попередньої думки інвесторів щодо оцінки компанії [20]. Аналогічний досвід практикує і Росія: до 2002 р. російський ринок розвивався в лоні американської, а з 2004 р. – в лоні європейської практик. У відповідності до європейської цінової практики ціни російських розміщень переважно встановлювалися в межах цінових діапазонів, але, на протигагу Європі, розподіляються рівномірно, при цьому виділити тут будь-які закономірності не представляється можливим [9].

Різниця між європейським і американським підходом також пояснює, чому в США ціна встановлюється поза ціновим діапазоном частіше, ніж в Європі, і чому процент обмежених по ціні заявок (limit orders) в книгах попиту (book of demand) американських розміщень значно вище, ніж в європейських [16].

Визначення цінового діапазону є питанням складним і ризиковим та, у відповідності до застосовуваних методик, полягає у визначенні допустимих меж ціни, що притаманне не тільки IPO-, а також і SEO-ціноутворенню. Ф. Корнеллі і Д. Голдрайх [13] приводять вибірку із 39 розміщень 1995–1997 рр., де зазначені емітенти 20 країн (IPO – 23 розміщення, так і SEO – 16 розміщень). Пізніше, вони ж [14] використали розширену вибірку (37 IPO і 26 SEO за 1995–1999 рр., 24 країни) і прийшли до висновку, що ціна розміщення визначається з урахуванням лімітованих заявок і встановлюється близько точки різкого падіння попиту на акції. Дослідження книги заявок 27 IPO за 1996–2001 рр., проведених емітентами з 6 європейських країн, здійснили Т. Дженкінсон і Г. Джонс [17]. Вони не знайшли підтвердження тому, що лімітованим заявкам слід надавати перевагу при алокації.

Як показує аналіз досліджень, в IPO- і SEO-ціноутворенні не можна не брати до уваги чутливість інвесторів до ціни, оскільки чутливість і очікування

інвесторів є головним ціноутворюючим фактором, що залежить від таких обставин [9]: макроекономічного фону; стану фондового ринку; стану галузі, яку представляє емітент; унікальності пропозиції (нова індустрія, новий інструмент; краща з вибірки компанія; компанія «must have»), а якщо вона відсутня – місце емітента серед порівнювальних компаній; моменту пропозиції (у зв'язку з наявністю в інвесторів лімітів по країнах і індустріях).

Таким чином, рекомендації при формуванні цінової політики на первинному ринку будуть мати наступні обмеження: 1) встановлення верхньої межі цінового діапазону, яка повинна відповідати цільовому рівню оцінки, але при цьому має бути реалістичною; 2) встановлення нижньої межі цінового діапазону, яка повинна бути привабливою для інвесторів, які демонструють високу чутливість до оцінки; 3) ціновою політикою по встановленню цінового діапазону має бути визнана політика переміщення очікувань інвесторів і нижньої межі цінового діапазону у верхню⁴.

Другий рівень ціноутворення (SEO) на ринку цінних паперів дає можливість структурувати ціноутворення в біржовому та позабіржовому сегменті. Біржовий сегмент ринку має такі особливості: як лістинг цінних паперів; включення біржею цінних паперів в котирувальний список після експертизи їх інвестиційних якостей; гарантія укладення та виконання угод на основі попереднього депонування грошових коштів і цінних паперів перед початком торгівлі; аукціонна торгівля: простий, подвійний аукціони; незначні і регламентовані цінові спреди по операціях; гласність здійснюваних торгових операцій тощо. Політика біржового ціноутворення при встановленні курсу передбачає дотримання певних правил: біржовий курс встановлюється на рівні, що забезпечує найбільшу кількість угод; заявки «продати за будь-яким курсом», «купити за будь-яким курсом» здійснюються тільки після першої пропозиції ціни; здійснення заявок, що містять максимальні ціни під час купівлі і мінімальні під час продажу; заявки, у яких зазначаються ціни, що наближаються до максимальних при купівлі і мінімальних при продажу, можуть реалізовуватися частково; заявки, де зазначені ціни нижче бажаного курсу під час купівлі або вище при продажу, не реалізуються.

Аналізуючи дані реєстрації угод і заявки інвесторів, котирувальна комісія визначає верхній і нижній рівні цін за видами цінних паперів. При цьому вона виключає ціни, непоказові для ринкової кон'юнктури.

Позабіржовий ринок – неорганізований ринок цінних паперів, на якому їх котирування здійснюється не в результаті дії ринкових чинників, а самою компанією. Перш за все, слід звернути увагу на те, що позабіржовий ринок не може гарантувати виконання угоди. Позабіржова торгова система виступає як місце угоди між двома учасниками. Діючі правила торгівлі не мають системи взаємних лімітів учасників, кожен учасник сам бере на себе ризик вибору контрагента.

Ринок цінних паперів через фінансові інструменти реалізовує механізм викупу в інвесторів належних їм фінансових активів, тим самим підвищуючи

⁴ В даному випадку метод дисконтування визначає верхню межу діапазону, а порівняльний метод – нижню межу дійсної вартості.

ліквідність активів. Викуп в інвесторів фінансових інструментів, як правило, забезпечують фінансові посередники. Фінансові посередники завжди готові не тільки викупити фінансові активи, а й продати їх інвесторам у разі потреби. Здійснюючи на постійній основі викуп і продаж фінансових активів, фінансові посередники забезпечують ліквідність фінансових активів, що є в обігу на ринку, стабілізують ринок, протидіють значним коливанням цін, які не пов'язані зі змінами в реальній вартості фінансових активів та змінами в діяльності емітентів цих активів. Основними функціями фінансових посередників на ринку цінних паперів є розподіл та перерозподіл вільних фінансових ресурсів, консолідація заощаджень індивідуальних інвесторів в цінні папери; забезпечення рівноваги на ринку; підвищення ліквідності вкладень у цінні папери; зниження фінансових ризиків, їх диверсифікація; легалізація прав власності; зниження вартості операцій з надання фінансових послуг, інше [7].

Головною функцією ціноутворення на вторинному ринку цінних паперів є функція збалансування попиту і пропозиції. Ця функція має виконуватися через встановлення рівноважної ціни. На відміну від споживчого ринку, де ідентичні товари протягом певного періоду часу продаються за ідентичними цінами і коливання цін є незначним, для ринку цінних паперів характерним є те, що на один і той самий цінний папір у один і той самий час в одній торговельній системі різними покупцями може бути проданий за різними цінами. Тому ринки цінних паперів з високим спредом і нерегулярними торгами, як правило, характеризуються високою еластичністю попиту.

Алгоритм IPO-ціноутворення в подальшій його реалізації є співставним з алгоритмом SEO-ціноутворення, оскільки на етапі оцінювання акцій, як у механізмі IPO-ціноутворення, так і у механізмі SEO-ціноутворення виникає явище недооцінки акцій.

Щодо недооцінки SEO деякі автори [15] відмічають його зміни в часі: так, для фондового ринку США 1980-х рр. була характерна середня недооцінка в розмірі -1,15%, тоді як той же ринок у період 1990–1998 рр. продемонстрував середній дисконт на рівні -2,92%. Ще в 1970-х рр. К. Сміт, аналізуючи вибірку з 328 американських SEO за 1971–1975 рр. встановив наявність дисконту між ціною розміщення і ціною закриття попереднього дня торгів (-0,45%) і наявність премії між ціною розміщення і ціною закриття першого дня торгів (+0,82) [22].

Отже, при визначенні ціни SEO необхідно виходити з поточної ринкової вартості емітента. Як правило, ціна SEO встановлюється з дисконтом до ринку, проте іноді акції розміщуються з нульовим дисконтом, що може бути пов'язано з наявністю попиту на акції, який не задовольняє емітента або з низькою ліквідністю (і відповідно, недооцінюваністю). Загалом, ціна SEO визначається з урахуванням середнього дисконту, який склався на ринку на момент розміщення і скорегованого в бік збільшення чи зменшення в залежності від інвестиційної привабливості емітента і рівня попиту на акції.

Висновки. Необхідною передумовою структурування ціноутворення на ринку цінних паперів є наявність емітентів, зацікавлених у мобілізації вільних коштів; інвесторів, що мають вільні кошти і бажають їх розмістити; посередників, що забезпечують обмін зобов'язань (цінних паперів) емітентів на гро-

шові кошти. На ринку цінних паперів існує дворівнева система ціноутворення, яка реалізується через механізми IPO- і SEO-ціноутворення. Ринковою ціною акцій є курс акцій, тобто ціна, за якою акція конвертується у грошовий вираз на вторинному ринку цінних паперів. Як правило, її розмір відрізняється від номінальної вартості і є прямо пропорційним отриманому дивідендові з урахуванням перспектив його зростання в майбутньому та обернено пропорційним величині позичкового процента.

1. Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо розкриття інформації на фондовому ринку: Закон України від 21.04.2011 №3264-VI // zakon.rada.gov.ua.
2. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 22.02.2007 №387 // zakon.rada.gov.ua.
3. *Базилевич В.Д.* Формування фондового ринку у трансформаційній економіці // Порівняльний аналіз деяких економічних проблем КНР та України у перехідний період: Збірник. – Ухань, Китай, Університет економіки та права ЗОНГАН, 1999. – С. 18–28.
4. *Гвардин С.В.* IPO. Стратегия, перспективы и опыт российских компаний. – М.: Прогресс, 2006. – 262 с.
5. *Геддес Р.* IPO и последующие размещения акций. – К.: Олимп-Бизнес, 2007. – 352 с.
6. IPO и стоимость российских компаний. Мода и реали / В.Г. Балашов, В.А. Ириков, С.И. Иванова, Г.Р. Марголит. – М.: Дело, 2008. – 336 с.
7. *Квасова О.Л.* Підвищення ефективності організаційно-економічного механізму діяльності фінансових посередників на ринку цінних паперів // Формування ринкових відносин в Україні. – 2011. – №5. – С. 65–69.
8. *Лукашов А., Могин А.* IPO от I до O. Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 370 с.
9. *Мальков А.В.* Размещение акций :структурирование и ценообразование. – М.: Альпина Бизнес Букс, Манн, Иванов и Фербер, 2011. – 224 с.
10. *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – 532 с.
11. Правова природа договору андеррайтингу // archive.nbuv.gov.ua.
12. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: Монографія / І.О. Лютий, Т.В. Грищенко, О.В. Любкіна та ін. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.
13. *Cornelli, E, Goldreich, D.* (2001). Bookbuilding and strategic allocation. The Journal of Finance, 56(5): 2337–2369.
14. *Cornelli, E, Goldreich, D.* (2003). Bookbuilding; how informative is the order book? The Journal of Finance, 58(4): 1415–1444.
15. *Corwin, S.* (2006). The determinants of under pricing for seasoned equity offers The Journal of Finance, 58(8): 2250–2279.
16. *Jenkinson, T, Morrison, A., Wilhelm, W.* (2006). Why are European IPOs so Rarely Priced Outside the Indicative Price Range? Journal of Financial Economics, 80: 185–209.
17. *Jenkinson, T., Jones, H.* (2004). Bids and allocations in European IPO bookbuilding. The Journal of Finance, IJX(5): 2309–338.
18. New York Stock Exchange Euronext // www.nyse.com.
19. *Reilly, F.* (1973). Further Evidence on short-run results for new issues investors. Journal of financial and quantitative analysis, 8: 83–90.
20. *Ritter, J.* (2003). Differences between European and American IPO Markets. European Financial Management, 9(4): 421–434.
21. *Ritter, J.R.* (1998). Initial Public Offerings. Contemporary Finance Digest, 1: 5–30.
22. *Smith, C.* (1977). Alternative methods for raising capital. Rights versus underwritten offerings. Journal of Financial Economics, 5: 288.
23. *Smith, C.* (1970). Small business and new issues market for equities. Journal of financial and quantitative economics, 5: 309–322.

Стаття надійшла до редакції 16.02.2015.