

*Н. П. Мацелюх,
докторант, Національний університет ДПС України*

ФАКТОРИ НЕДООЦІНКИ АКЦІЙ В ДВОРІВНЕВІЙ СИСТЕМІ ЦІНОУТВОРЕННЯ

*N. Matseluch,
BW of doctoral degree of National University of state tax service of Ukraine*

FACTORS OF UNDERESTIMATING THE SHARES IN THE TWO LEVELS SYSTEM OF PRICING

Стаття присвячена проблемам формування ціни на акції при первинному і вторинному розміщенні. Визначено ключові фактори формування цін на акції та фактори їх недооцінки. Основними факторами недооцінки визначено асиметрію ринкової інформації, відсутність інвестиційних банків в Україні, недоконалий маркетинг.

The paper deals with the problems of stock prices formation at initial and secondary public offering. The key factors of the formation of stock prices and factors of their underestimating are identified. The main factors in underestimating are asymmetry of market information, lack of investment banks in Ukraine, imperfect marketing.

*Ключові слова: акція, первинне розміщення акцій, вторинне розміщення акцій, фактор.
Key words: action, initial public offerings, secondary offerings, factor.*

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Сучасний етап розвитку ринку цінних паперів характеризується виникненням і поширенням нових фінансових продуктів, у тому числі структурованих, що суттєво ускладнює процеси ціноутворення та можливість оцінки їх об'єктивності. Удосконалення механізму функціонування ринку цінних паперів, а також пошук нових підходів до ціноутворення на інноваційні, структуровані фінансові продукти, потребує проведення якісного аналізу процесів ціноутворення на фінансові інструменти ринку цінних паперів.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

У сучасному світі визначення ціни пропозиції фінансових інструментів інвесторам є одним з найскладніших питань ринку цінних паперів. Зарубіжними вченими проведено багато досліджень з цієї проблематики, але, використовуючи різну емпіричну базу, дослідники часто приходять до абсолютно різних висновків. Окремі питання розвитку світового ринку первинних розміщень цінних паперів висвітлені в працях Д. Ріттера, Р. Геддеса, Д. Дрейхо, Т. Дженкінсона, Е. Корнеллі та ін. Українські вчені В. Базилевич, Ю. Кравченко, І.О. Лютий [1; 2] у своїх дослідженнях приділили значну увагу проблемам розвитку ринку цінних паперів, проте процесам ціноутворення на цінні папери належну увагу не було приділено. Загалом у науковій літературі відсутнє комплексне вивчення ціноутворення на ринку цінних паперів, зокрема, системних досліджень первинного та вторинного ціноутворення, факторів недооцінки акцій. Тому метою статті є оцінка факторів недооцінки акцій у дворівневій системі ціноутворення.

ВИКЛАДЕННЯ ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Сучасні умови функціонування ринків цінних паперів передбачають визначення ціни акцій на основі вартості компанії. 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 того, як визначена ціна пропозиції, акції розміщуються серед інвесторів. Після декількох днів після завершення розміщення починається торгівля цінни-

ми паперами на вторинному ринку. З відкриття торгів на біржі починається вільне ціноутворення. 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).

Первинна дохідність формує "первинні прибутки" інвесторів за рахунок засобів, які недоотримані акціонерами, і емітентом. Якщо 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 засоби можна було б притягнути, продавши меншу кількість акцій.

Якщо оплата послуг інвестиційних банків є прямими витратами проведення IPO (первинного публічного розміщення), то "недоотримані" кошти — альтернативні витрати проведення IPO. Ефект високої початкової дохідності також називають заниженням ціни IPO або "феноменом недооцінки" (IPO underpricing). Феномен, хоча 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 середнє значення первинної дохідності в 1960—2011 рр. склало 16,8%. А Т. Лафран і Д. Ріттер відмічають, що більш ніж у 70% транзакцій IPO в 80—90-х рр. XX ст. і на початку 2000-х рр. ціна закриття першого торгового дня перевищувала ціну розміщення.

Існує три базові механізми визначення ціни на первинному ринку: встановлення фіксованої ціни, аукціон і формування книги заявок. При пропозиції акцій за фіксованою ціною ціна відома заздалегідь, а інвестори подають заявки тільки за оголошеною ціною. Суттєвим недоліком цього механізму є його негнучкість: неможливість "підлаштувати" пропозицію під попит. Аукціонний механізм традиційно вважається одним з найбільш ефективних механізмів обміну. В 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.

У разі використання книги заявок на первинному ринку визначається ціновий діапазон, в межах якого буде при-

значена 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.

У світовій практиці застосовується два різні підходи до IPO-ціноутворення: європейський і американський. У такий спосіб підприємства виводять частину своєї власності (чи навіть її всю) у відкритий вільний продаж [3]. IPO — один з найбільш розповсюджених у світовій практиці способів залучення коштів і передбачає первинне розміщення не лише акцій корпорацій, але й інших емісійних цінних паперів, зокрема облігацій, депозитарних розписок, паїв. Хоча на практиці, як правило, застосовується для акцій. Тому, процес встановлення IPO ціни слід визнати як IPO-ціноутворення та загальний підхід сформувавши щодо акцій, як одного з основних фінансових інструментів, з метою поширення таких підходів до ідентичних фінансових інструментів.

IPO-ціноутворення може мати місце як на фондовій біржі (як локальний так і іноземний), так і поза біржовим ринком — серед інвестиційних фондів. У класичному розумінні IPO є розміщенням акцій підприємства на фондовій біржі (лістинг). Процедура лістингу включає в себе комплекс заходів, спрямованих на оцінку інвестиційної привабливості, надійності та ліквідності цінних паперів, фінансового стану емітента, а також низки інших показників, які можуть впливати на параметри цінного паперу. Стабільність ринку цінних паперів багато в чому залежить від ретельності проведення процедури лістингу організаторами торгівлі та від рівня вимог, яким повинен відповідати цінний папір для допуску його до офіційних торгів та котирувань. Саме тому в лістинг потрапляють далеко не всі емітенти цінних паперів. Обов'язкові вимоги до включення цінних паперів у лістинг визначаються національним законодавством та контролюються регулятором (в Україні — Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку). Динаміка перебування цінних паперів у різних рівнях лістингу представлена у таблиці 1.

Інформація представлена за 2007—2014 рр., оскільки до 2006 р. включно механізм лістингу передбачав включення цінних паперів до одного з чотирьох рівнів лістингу, з 2007 р. існує тільки два рівні лістингу. Варто зазначити, що виходячи із звітів Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2004—2006 рр., цінні папери, які перебували у 3-му та 4-му рівнях лістингу опинилися поза лістингом. Як видно з даних, представлених у таблиці 1, частка цінних паперів, які перебувають поза лістингом поступово скорочується, але вона все ще є досить високою — більше 70%. Позитивні зміни намітилися у перерозподілі цінних паперів між рівнями лістингу — у 2014 р. кількість цінних паперів першого рівня лістингу перевищувала кількість цінних паперів другого рівня лістингу. Збереження зазначених тенденцій сприятиме зростанню довіри до ринку цінних паперів, зменшуватиме інформаційну асиметрію та ризики дисбалансів у ціноутворенні на цінні папери.

Щодо механізму IPO-ціноутворення, то в європейській практиці процес встановлення ціни розміщення починається з попереднього маркетингу, у процесі 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 з'ясування попередньої думки інвесторів по оцінці компанії [4]. 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 [5].

Визначення цінового діапазону є питанням складним і ризиковим, та відповідно до застосовуваних методик, по-

Таблиця 1. Динаміка обсягів цінних паперів на організаторах торгів за рівнями лістингу в Україні у 2007—2014 рр.

Рік	Усього	Перший рівень лістингу	Другий рівень лістингу	Позалістингові цінні папери	Частка цінних паперів, які перебувають поза лістингом
2007	1989	18	159	1812	91,10
2008	2167	15	252	1900	87,68
2009	1472	16	274	1182	48,35
2010	1520	146	247	1127	74,14
2011	2196	194	318	1684	76,68
2012	2963	274	407	2282	77,02
2013	3517	377	497	2643	75,15
2014	3645	568	482	2595	71,19

Джерело: складено автором за даними звітів Національної (Державної) комісії з цінних паперів та фондового ринку

лягає у визначенні допустимих меж ціни. Враховуючи переважання в європейських книгах попиту заявок без цінового ліміту (strike orders) і відслідковуючи тенденцію до встановлення ціни ближче до верхньої межі цінового діапазону, можна зробити висновок, що в Європі процес побудови книги заявок (bookbuilding) важливий не стільки для потреб ціноутворення, а скоріше всього для розподілу акцій між інвесторами (allocation).

На відміну від заявок, які подаються в книгу попиту синдикату, відзиви інвесторів на етапі попереднього маркетингу відрізняються фрагментарністю (не всі інвестори готові надати свою думку про оцінку) і упередженістю (з аналітиками синдикату дуже часто зустрічаються аналітики фондів, а не портфельні менеджери, які приймають остаточні рішення). Можливе широке розмежування думок; також можлива ситуація, коли для прийняття зваженого рішення по ціновому діапазону відзвів буде недостатньо. Такі труднощі ведуть до того, що ціновий діапазон може бути переглянутим [6].

Визначення цінового діапазону притаманне не тільки IPO-ціноутворенню, але також і SEO-ціноутворенню. У своїх статтях Ф. Корнеллі і Д. Голдрайх [7] доходять висновку, що ціна розміщення визначається з урахуванням лімітованих заявок і встановлюється близько точки різкого падіння попиту на акції. Пізніше дослідження книги заявок 27 IPO за 1996—2001 рр., проведених емітентами із 6 європейських країн здійснювали Т. Дженкінсон і Г. Джонс [8]. У результаті вони не знайшли підтвердження тому, що лімітованим заявкам слід надавати перевагу. Крім цього, Т. Дженкінсон і Г. Джонс оприлюднили результати опитування 49 провідних фондів Великобританії про практику передмаркетингу, букбіндінгу і алокації [9]:

- на етапі попереднього маркетингу завжди надають відгуки про оцінку компанії 21%, в більшості випадків 40% респондентів;

- вибір інвесторами типу заявки в ході букбіндінгу залежить від того, чи вважається рівень перепідписки розміщення значимим чи ні. Інвестори також відмітили, що зустрічі з аналітиками і менеджерами часто використовуються для того, щоб мати уяву про рівень перепідписки розміщення;

- 63% респондентів вказали, що заявки без цінового ліміту подаються тому що верхня межа цінового діапазону відповідає очікуванням по оцінці;

Загалом, у 71% випадків ціна лімітованої заявки вказується нижче дійсних оціночних очікувань, а лише у 26% опитаних коефіцієнт заниження є постійною величиною; в інших випадках варіативність існує залежно від рівня перепідписки розміщення.

Дворівневий підхід до ціноутворення на ринку цінних паперів дає можливість структурувати ціноутворення в біржовому та позабіржовому сегменті ринку цінних паперів. Біржовий сегмент ринку має такі особливості як лістинг цінних паперів; включення біржево 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.

Індикатором ціноутворення на акції її курс. 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.

Біржові ціни є основними інформаційними індикаторами ціноутворення на ринку цінних паперів. Особливого значення при цьому набуває інформаційно-аналітичне обслуговування, яке сприяє розкриттю інформації про емітентів, інвесторів та найпопулярніших операторів ринку з метою прийняття цінових рішень.

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 узгодження угоди між двома учасниками. Діючі правила торгівлі не мають системи взаємних лімітів учасників, і кожен учасник сам бере на себе ризик вибору контрагента.

Ринок цінних паперів через фінансові інструменти реалізовує механізм викупу в інвесторів належних їм фінансових активів і тим самим підвищує ліквідність цих активів. Вкуп у 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 постійний викуп і продаж фінансових активів, фінансові посередники забезпечують їх ліквідність, стабілізують ринок, протидіють значним коливанням цін, які не пов'язана зі змінами в реальній вартості фінансових активів та змінами в діяльності емітентів цих активів.

На ринку цінних паперів для кожного окремо взятого покупця і продавця індивідуальний попит представлений окремою точкою, а криві (прямі) сукупного попиту і пропозиції не перетинаються. А це означає, що завжди існує різниця між ціною попиту і ціною пропозиції, а рівноважна ціна може змінюватися від укладення попередньої угоди до наступної та говорить про те, що ринкова рівновага на ринку цінних паперів є короткостроковою, а ринок є волатильним. На відміну від споживчого ринку, де ідентичні товари протягом одного 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 і в одній і тій же торговельній системі різним покупцям може бути проданий за різними цінами.

Алгоритм IPO-ціноутворення в подальшій його реалізації є співставним з алгоритмом SEO-ціноутворення, оскільки, на етапі оцінки акцій, як у механізмі IPO-ціноутворення, так і у механізмі SEO-ціноутворення виникає явище недооцінки акцій. Дослідження цього феномену супроводжувалося виникненням таких гіпотез (табл. 2).

Дослідники відмічають недооцінку IPO в короткостроковому періоді (short-run underpricing) і, як наслідок, створення першої дохідності (initial return), яка визначається як різниця розміщення і ціни закриття першого дня торгів [6, с. 70]. Рівень першої дохідності зазнає впливу значних коливань. Так, якщо в 1980-х роках середня дохідність першого дня торгів американських IPO складала 7%, то в 1990—1998 рр. вона вдвічі збільшилась і сягала 15%, а в період "Інтернет-бульбашки", в 1999—2000 рр. підскочила до 65% [16].

З недооцінкою тісно пов'язані явище "гарячих випусків" (hot issues): на основі, в першу чергу, американського досвіду було встановлено, що за місяцем значних попередніх домовленостей, як, правило, настає місяць IPO-активності [19; 20]. Багато дослідників також приходять до висновку про відставання динаміки котирувань у довгостроковій перспективі, проте наголошують про те, що спостереження буде залежати від застосованих методів і регіону.

Щодо недооцінки SEO, то дослідники [21] відмічають, що рівень недооцінки SEO змінюється в часі: так, для фондового ринку США 80-х років була характерна середня недооцінка в розмірі — 1,15%, тоді як той же ринок з 1990 по 1998 рр. продемонстрував середній дисконт, який дорівнює — 2,92%. Адаже, ще в 70-х рр. К. Сміт, аналізуючи вибірку з 328 американських SEO 1971—1975 рр., встановив на-

явність 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 точочної 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 їх низькою ліквідністю (і відповідно, недооцінюваністю). У цілому ціна SEO визначається з урахуванням середнього дисконта, 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

Ринок цінних паперів структурується за різними ознаками, пов'язаними з ціноутворенням: за рівнями ціноутворення — первинний, вторинний; за організацією ціноутворення — біржовий та позабіржовий. На таких ринках процеси ціноутворення взаємопов'язані та реалізуються через механізми IPO — і SEO-ціноутворення, які мають як спільні, так і відмінні риси. Зокрема, в ціновому механізмі має місце діапазон встановлення ціни та явище недооцінки (переоцінки акцій). Основними факторами недооцінки акцій є асиметрія ринкової інформації та невдалий маркетинг. В Україні дію цих факторів підсилює ще один — відсутність інвестиційних банків. Рекомендації при формуванні цінової політики на ринку цінних паперів мають наступні застереження:

1) встановлення верхньої межі цінового діапазону повинна відповідати цільовому рівню оцінки, але при цьому має бути реалістичною;

2) встановлення нижньої межі цінового діапазону має бути привабливою для інвесторів, які демонструють високу чутливість до оцінки. Ціновою політикою по встановленню цінового діапазону має бути визнана політика переміщення очікувань інвесторів з нижньої межі цінового діапазону у верхню.

Література:

1. Базилевич В.Д. Формування фондового ринку у трансформаційній економіці / В.Д. Базилевич // Порівняльний аналіз деяких економічних проблем КНР та України у перехідний період. — Ухань: Вид. Ун-ту економ. і права Зонган, 1999. — С. 18—23.
2. Лютий І.О. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: монографія / І.О. Лютий, Т.В. Грищенко, О.В. Любка та ін. — К.: Центр учбової літератури, 2008. — С. 183.
3. Геддес Р. IPO и последующие размещения акций / Росс Геддес. — К.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2007. — С. 2
4. Ritter J. Differences between European and American IPO Markets / J. Ritter // European Financial Management. — 2003. — Vol. 9. — № 4, December. — P. 421—434.
5. Jenkinson T. Why are European IPOs so Rarely Priced Outside the Indicative Price Range? / T. Jenkinson, A. Morrison, W. Wilhelm // Journal of Financial Economics. — 2006. — Vol. 80. — Issue 4. — P. 185—209.
6. Мальков А.В. Размещение акций: структурирование и ценообразование / А.В. Мальков. — М.: — Альпина Бизнес Букс/МИФ, 2012. — С. 67.
7. Cornelli E. Bookbuilding; how informative is the order book? / E. Cornelli, D Goldreich // The Journal of Finance. — 2001. — Vol. LVI. — № 6, December. — P. 2337—2369.
8. Jenkinson T. Bids and allocations in European IPO-bookbuilding / T. Jenkinson T., H. Jones // The Journal of Finance. — 2004. — Vol. IJX. — № 5, October. — P. 2309—2338.
9. Jenkinson T. IPO pricing and allocation: a survey of the views of institutional investors / T. Jenkinson, H. Jones // Review of Financial Studies. 2009. — Vol. 22. — Issue 4. — P. 1477—1504.
10. Baron P. The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation of the incentive problem / P. Baron, B. Holmstrom // Journal of Finance. — 1980. — Vol. 34. — P. 1115—1138.
11. Beatty R. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings / R. Beatty, J. Ritter // Journal of Financial Economics. — 1986. — Vol. 15. — P. 213—232.

Таблиця 2. Гіпотези щодо недооцінки акцій (IPO і SEO)

IPO	SEO
<p>- інформаційна асиметрія між емітентом і інвестиційним банком: користуючись своїми знаннями про ринок, інвестиційний банк упереджено недооцінює розміщення, щоб полегшити маркетинг і дати можливість заробити своїм клієнтам – інвесторам [10];</p> <p>- інформаційна асиметрія між емітентом і інвесторами: неповне володіння інвесторами інформацією призводить до того, що ціна розміщення в кінцевому підсумку стає нижче ціни на вторинному ринку [6];</p> <p>- недооцінка повинна нагородити інвесторів за те, що вони надають відгуки про вартість компанії, тим самим допомагають визначити ціну розміщення [11];</p> <p>- інформаційна асиметрія між інвесторами: недооцінка повинна забезпечити участь у розміщенні не інформованих інвесторів, які стикаються з «прокляттям переможця» (winners curse), отримуючи більші алокації менш бажаних випусків, в яких не хочуть брати участь не інформовані інвестори [12];</p> <p>- захист від потенційних оскаржень інвесторів [13];</p> <p>- сприяння маркетингу: недооцінка розміщення підвищує його привабливість в очах інвесторів, забезпечуючи при цьому збільшення попиту на акції [14];</p> <p>- виявлення перспективи: емітенти, які продають акції приємно здивовані розміром ресурсів, які залучені в ході IPO, і тому не заперечують недоотримати частину цих коштів [16]</p>	<p>- гіпотези про існування між учасниками розміщення інформаційних асиметрій в цілому не відрізняються від гіпотез російських дослідників [6], проте вони передбачають, що в середньому рівень невизначеності по відношенню до публічних компаній нижче, ніж по відношенню до приватної, тому для SEO характерна менша недооцінка, ніж для IPO;</p> <p>- наступні розміщення акцій порушують баланс попиту і пропозиції, тому учасники збалансування попиту і пропозиції інвестори повинні отримати компенсацію у формі недооцінки SEO [17];</p> <p>- при встановленні ціни андеррайтери схильні до її округлення в бік зменшення [19]</p>

Джерело: систематизовано автором.

12. Benveniste I. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues / I. Benveniste, P. Spindt // Journal of Financial Economics. — 1989. — Vol. 24. — P. 343—362.

13. Rock K. Why new issues are underpriced / K. Rock // Journal of Financial Economics. — 1986. — Vol. 15. — P. 187—212.

14. Tinic S. Anatomy of initial public offerings of common stock / S. Tinic // Journal of Finance. — 1988. — Vol. 43. — P. 789—822.

15. Welch I. Sequential sales, learning, and cascades / I. Welch // Journal of Finance. — 1992. — Vol. 47. — P. 695—732.

16. Loughran T. Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? / T. Loughran, J. Ritter // Review of Financial Studies. — 2002. — Vol. 15. — P. 413—444.

17. Scholes M. The market for securities: substitution versus price pressure and the effects of information on share prices / M. Scholes // Journal of Business. — 1972. — № 45. — P. 179—211.

18. Mola S. Discounting and Clustering in Seasoned Equity Offering Prices / S. Mola, T. Loughran // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2004. — Vol. 39. — March. — P. 1—23.

19. Ibbotson R. Hot issue' markets / R. Ibbotson, J. Jaffe // Journal of Finance. — 1975. — Vol. 30. — P. 1027—1042.

20. Ritter J. The Hot issue Market of 1980 / J. Ritter // The Journal of Business. — 1984. — Vol. 57. — № 2 (April). — P. 215—240.

21. Corwin S. The determinants of underpricing for seasoned equity offers / S. Corwin // The journal of Finance. — 2003. — Vol. LVIII. — № 8, October. — P. 2250—2279.

22. Smith C. Alternative methods for raising capital. Rights versus underwritten offerings / C. Smith // Journal of Financial Economics. — 1977. — № 5. — P. 288.

References:

1. Bazilevich, V.D. (1999), Formuvania fondovogo rynku u transformatsiyniy ekonomitsi [The formation of the stock market in a critical transformation economy], vyd-vo instytutu ekonomicy i prava, Uhan, China.

2. Liuty, I. Grishchenko, T. and Liubkina, O. (2008), Rynok borhovoyh tsinnyh paperiv v Ukraini: supechnosti ta tendentsii rozvytku [The market for debt securities in Ukraine: contradiction and development trends], Tsentr uchbovoi literatury, Kyiv, Ukraina.

3. Geddes, P. (2007), IPO i posleduyushchee razmeshchenie aktsiy [IPO and subsequent placement of shares], ZAO "Olimp-Bisness", Kiev, Ukraina.

4. Ritter, J. (2003), "Differences between European and American IPO Markets", European Financial Management, vol.9, № 4. December, pp. 421—434.

5. Jenkinson, T. Morrison, A. and Wilhelm, W. (2006), "Why are European IPOs so Rarely Priced Outside the Indicative Price Range?", Journal of Financial Economics, vol. 80, Issue 4, pp. 185—209.

6. Malkov, A.V. (2012), Razmeshchenie aktsiy: strukturovanie i tsenoobrazovanie [Offering shares: structuring and pricing], Alpina Bisnes Buks, Moscow, Russia.

7. Cornelli, E. and Goldreich, D. (2001), "Bookbuilding; how informative is the order book?" The Journal of Finance, vol. LVI, № 6, December, pp. 2337—2369.

8. Jenkinson, T. and Jones, H. (2004), "Bids and allocations in European IPO-bookbuilding", The Journal of Finance, Vol. LIX, № 5, October, pp. 2309—2338.

9. Jenkinson, T. and Jones, H. (2009), "IPO pricing and allocation: a survey of the views of institutional investors", Review of Financial Studies, vol. 22, Issue 4, pp. 1477—1504.

10. Baron, P. and Holmstrom, B. (1980), "The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation of the incentive problem", Journal of Finance, vol. 34, pp. 1115—1138.

11. Beatty, R. and Ritter, J. "Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings", Journal of Financial Economics, vol. 15, pp. 213—232.

12. Benveniste, I. and Spindt, P. (1989), "How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues", Journal of Financial Economics, vol. 24, pp. 343—362.

13. Rock, K. (1986), "Why new issues are underpriced", Journal of Financial Economics, vol. 15, pp. 187—212.

14. Tinic, S. (1988), "Anatomy of initial public offerings or common stock", Journal of Finance, vol. 43, pp. 789—822.

15. Welch, I. (1992), "Sequential sales, learning, and cascades", Journal of Finance, vol. 47, pp. 695—732.

16. Loughran, T. and Ritter, J. (2002), "Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?", Review of Financial Studies, vol. 15, pp. 413—444.

17. Scholes, M. (1972), "The market for securities: substitution versus price pressure and the effects of information on share prices", Journal of Business, № 45, pp. 179—211.

18. Mola, S. and Loughran, T. (2004), "Discounting and Clustering in Seasoned Equity Offering Prices", Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 39, March, pp. 1—23.

19. Ibbotson, R. and Jaffe, J. (1975). "Hot issue' markets", Journal of Finance, vol. 30, pp. 1027—1042.

20. Ritter, J. (1984). "The Hot issue Market of 1980", The Journal of Business, Vol. 57, № 2 (April), pp. 215—240.

21. Corwin, S. (2003). "The determinants of underpricing for seasoned equity offers", The journal of Finance, vol. LVIII, № 8, October, pp. 2250—2279.

22. Smith, C. (1977). "Alternative methods for raising capital. Rights versus underwritten offerings", Journal of Financial Economics, № 5, p. 288.

Стаття надійшла до редакції 15.01.2016 р.