

УДК 336.734

О. І. Рогач,
 д. е. н., професор, завідувач кафедри міжнародних фінансів,
 Київський національний університет імені Тараса Шевченка
 Т. В. Кутовий,
 аспірант кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин
 Київського національного університету імені Тараса Шевченка

ОСОБЛИВОСТІ І МЕТОДИ ЦІНОУТВОРЕННЯ У ПРОЦЕСІ ПЕРВИННОГО ПУБЛІЧНОГО РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ

O. Rogach,
 Doctor of Economics, Professor, Taras Shevchenko National University of Kyiv
 T. Kutoviy,
 Ph.D. Student, Taras Shevchenko National University of Kyiv

THE FEATURES AND METHODS OF PRICING IN INITIAL PUBLIC OFFERING PROCESS

Статтю присвячено аналізу феномена недооцінки акцій, поширеного при здійсненні угод первинного публічного розміщення акцій. Розглядаються мотиви, специфічні особливості та методи ціноутворення IPO.

This article examines the phenomenon of underpricing of shares distributed in transactions IPO. We consider the motives, specific features and methods of IPO pricing.

Ключові слова: первинне публічне розміщення, ціна пропозиції на акцію, ціна закриття першого дня, первинна прибутковість

Key words: initial public offering, stock offer price, first day stock closing price, initial returns.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

У травні 2011 р. на Нью-Йоркській фондовій біржі ціни акцій однієї з соціальних мереж — LinkedIn у перший день торгів злетіли від ціни розміщення 45 дол. до 122 дол. — пікового значення ціни закриття. Багато інвесторів, які мали можливість розмістити кошти в акції цієї компанії, стали мільонерами впродовж одного дня [15].

В епіцентрі уваги широкого кола потенційних інвесторів, науковців і практиків вкотре опинилася проблема ціноутворення, зокрема проблема недооцінки акцій у процесі їхнього первинного публічного розміщення, пов'язана з визначенням ціни пропозиції. В умовах ефективного ринку цей феномен є аномальним, однак трапляється на всіх фондових ринках. Практика встановлення заниженої ціни пропозиції є досить поширеною серед учасників міжнародних ринків IPO. Брак досвіду українських компаній у цій сфері через невелику кількість проведених розміщень заважає їм використовувати недооцінку акцій IPO у якості інвестиційної стратегії.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Теоретико-методологічні основи корпоративних фінансів закладені у працях відомих вітчизняних і зарубіжних вчених: І. Бланка, Р. Брейлі, О. Вільямсона, Дж. Гелбрейта, Дж. Даннінга, М. Дженсена, Р. Коуза, Д. Лук'яненка, А. Лукашова, З. Луцишин, Т. Майорової, Ю. Макогона, Є. Панченка, А. Поручника, Дж. Робінсон, О. Рогача, Т. Орехової та ін.

Теорія і практика IPO — один з найбільш суттєвих аспектів фінансового забезпечення діяльності корпоративних структур. І хоча з даної проблематики існують численні праці вітчизняних і зарубіжних вчених, найскладнішою, як з теоретичного, так і з практичного погляду залишається проблема визначення ціни пропозиції акцій при проведенні IPO.

На відмінність ціни розміщення акцій від ціни пропозиції вказували ще у 70-ті роки ХХ століття Р. Ібботсон [8], Ф. Рейлі [13], Х. Столл [16] та ін. Причини надприбутків та психологію недооцінки пояснюють Карліс [9], Ріттер [14], Меланкен, Мінгшенг і Чжен [12] та ін.

МЕТА СТАТТІ

Мета статті — аналіз особливостей процесу і методів встановлення ціни акції у процесі IPO.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Залучення корпоративними структурами коштів на ринках IPO переслідує певні цілі. IPO — це канал для отримання молодими компаніями нового капіталу та спосіб для первинних інвесторів вийти з участі в капіталі та реалізувати прибутки на свої інвестиції [4, с. 21; 1, с. 11]. Інші автори вважають цілями IPO потреби в інвестиційних ресурсах для реалізації стратегії органічного зростання (розширення виробництва, розвитку мережі, відкриття філій) або фінансування операцій злиття і поглинання, модернізації виробництва або реструктуризація заборгованості [7]. До цих цілей додають також специфічні цілі емітента (створення валюти для злиттів і

поглинать емітентом, активним на ринку злиттів і поглинать, та ін.) [6, с. 19]. Наведені концептуальні підходи до визначення цілей IPO віддзеркалюють загальнови- знану думку щодо основних причин виходу компанії на ринки IPO. Другорядним позитивним ефектом часто вважається підвищення уваги потенційних інвесторів до компанії. Однак, варто зауважити, що для компаній з країн, що розвиваються, та з нових ринкових країн питання виходу на міжнародні ринки IPO є життєво важливим, зважаючи на перманентні проблеми зі станом внутрішнього фінансового сектора. У процесі підготовки та здійснення IPO компанія досягає нового ступеня свого розвитку, оскільки внаслідок обов'язку надавати періодичні фінансові звіти, своєчасно розкривати інформацію, яка може вплинути на вартість акцій, стає публічною та відкритою. Публічність компанії дає їй можливість отримати нові зв'язки, забезпечити щорічне зростання, якість та розвиток виробництва, підвищити рівень корпоративного управління через запровадження посад незалежних директорів [2].

Ціноутворення на акції при виході компанії на IPO відбувається спочатку на первинному, а потім — на вторинному ринках. Основними сучасними методами проведення IPO є метод формування книги заявок, метод аукціонів і метод фіксованої ціни. Існують також гібридні методи, за яких продаж акцій здійснюється траншами з використанням різних методів: аукціон / відкрита пропозиція; аукціон / формування книги заявок; формування книги заявок / відкрита пропозиція (найпоширеніший спосіб).

Стислий порівняльний аналіз двох найбільш поширених методів проведення первинного публічного розміщення акцій — методу формування книги заявок та методу аукціонів — дає змогу стверджувати, що особливості їхнього використання зумовлені їхніми специфічними рисами.

Метод аукціонів найчастіше застосовується для продажу урядових облігацій, що обґрунтовується мінімальними витратами на оцінку паперів, прозорістю процесу, заздалегідь відомою кількістю вигідних розміщень та регулярною участю інвесторів у торгах. Аукціони також інколи використовуються для приватизації компаній-лідерів, які мають велику кількість співробітників і значну клієнтську базу, оскільки специфічна риса аукціонів — це забезпечення широкого доступу потенційних інвесторів до його проведення.

Метод формування книги заявок, на відміну від методу аукціонів, є визнаним у світовому масштабі для проведення IPO приватних компаній. Це пояснюється можливістю контролю над витратами на інформацію, кількістю учасників торгів та розподілу акцій. Ці особливості методу формування книги заявок знижують ризики неповного розміщення емітованих акцій.

У разі використання книги заявок процес встановлення ціни при IPO складається з трьох етапів. Перший етап — це визначення фірмою-емітентом і андеррайтером цінового діапазону, у межах якого може бути встановлена ціна на акції. Інформація про ціновий діапазон розміщується у проспекті компанії і подається до органу з регулювання операцій з цінними паперами. Проспект призначений для стимулювання попиту на акції фірми-емітента, тому розсилається потенційним інвес-

торам. Водночас андеррайтер розпочинає прийом заявок, збирає і узагальнює інформацію про попит.

Другий етап — це встановлення кінцевої ціни фірмою-емітентом і андеррайтером після закриття торгів, напередодні розміщення, іншими словами, це встановлення ціни розміщення акцій компанії андеррайтером серед інвесторів.

Третій етап — відкриття торгівлі акціями фірми на фондовому ринку. З цього моменту ціна на акції встановлюється через взаємодію попиту і пропозиції, тобто ринковим шляхом.

Кожний учасник цих процесів переслідує власні цілі. З одного боку, фірма-емітент прагне максимізувати доходи з високою ціною пропозиції. З другого боку, інвестор прагне зробити свої інвестиції прибутковими. Інвестор віддав би перевагу низькій ціні з метою отримання прибутку від збільшення ціни акцій у подальшій публічній торгівлі. Між цими двома суб'єктами — інвестиційний банк, який відіграє важливу роль у задоволенні інтересів обох сторін. Таким чином, у процесі IPO має місце конфлікт цілей [6, с. 52—53].

Недооцінка акцій має місце у тому випадку, коли ціна закриття першого дня торгів перевищує ціну пропозиції. Різницю між ціною закриття першого дня торгів і ціною пропозиції прийнято називати "первинною прибутковістю" (initial returns) акцій IPO. Зазвичай фірма-емітент встановлює ціну таким чином, щоб забезпечити прибутковість першого дня.

Низка емпіричних досліджень західних учених доводить існування первинної прибутковості. Так, у період з 1990 по 1998 рр. прибутковість першого дня понад трьох тисяч IPO становила у середньому 14,1% [9]. Понад 70% угод IPO у 80-х, 90-х рр. XX століття і на початку 2000-х рр. ціна закриття першого дня торгів перевищувала ціну розміщення [11, с. 413—443].

Практика заниженої ціни пропозиції зумовлює запитання: хто несе пов'язані з цим витрати? Вважається, що первинні прибутки дорівнюють коштам, які були "недоотримані" першими акціонерами і власниками компанії. Обсяг "недоотриманих" коштів визначається як зростання котирувань акцій компанії у перший день торгів (ціна закриття першого дня — ціна пропозиції) помножене на кількість акцій, проданих інвесторам:

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

де U — первісна прибутковість, %;

P_c — ціна закриття першого дня;

P_o — ціна розміщення (ціна пропозиції).

Ці кошти також отримали серед фахівців назву "гроші, залишені для інвесторів на столі". Сутність цього виразу у тому, що за умови продажу акцій інвесторам за ціною закриття у перший день торгів (замість ціни пропозиції) різниця належала б компанії та первинним акціонерам. Останні могли б отримати подібну суму і у разі продажу меншої кількості акцій компанії та збереження великої частки компанії у власності первинних акціонерів. При обсязі світового ринку IPO майже 138 млрд дол. у 2011 році недооцінка на гіпотетичному рівні 10% означає, що емітенти недоотримали \$13,8 млрд дол. інвестиційних ресурсів. Отже, проблема недооцінки акцій IPO має величезну практичну значимість.

Причину недооцінки нової емісії можна пояснити з погляду біхейвористських фінансів. Так, встановлення

заниженої ціни і, відповідно, передбачення прибутковості першого дня має зміцнити довіру інвесторів до фірми-емітента.

Іншим шляхом до переконання інвесторів у якості IPO є використання певного андеррайтера, як правило, авторитетної інвестиційної компанії або біржового брокера. Якщо останній має намір інвестувати в акції даної компанії, ринок скоріше за все відреагує позитивно. Андеррайтер при цьому або робить підписку на певну кількість акцій, або підписує угоду про купівлю акцій.

Крім вищезазначених, існує ще й інша причина недооцінки акцій. Андеррайтер прагне контролювати ризику первинної купівлі до першого продажу їх на відкритому ринку. Очевидно, встановлення заниженої ціни зменшує ризик неповного продажу акцій.

Недооцінка акцій при IPO може бути пов'язана з особливостями функціонування молодих компаній. Припустимо, що ринкова ціна акції встановлюється на основі взаємодії попиту і пропозиції акцій, а ціна пропозиції — на основі оцінки інвестиційного банку. Якщо компанія-емітент має низький грошовий потік, то інвестиційний банк матиме проблеми із застосуванням стандартної моделі дисконтування грошових потоків, що неодмінно вплине на визначення ціни пропозиції у бік її зниження.

Для оцінки вартості акцій IPO можуть використовуватися: (1) метод дисконтованих чистих грошових потоків, (2) метод використання фірм-аналогів.

Використання метода дисконтованих грошових потоків ускладнюється труднощами оцінки майбутніх грошових потоків і, відповідно, розрахунком правильного коефіцієнта дисконтування.

Скористатися методом фірм-аналогів можливо тільки за умов наявності таких фірм. З другого боку, на момент проведення IPO молоді компанії часто не існує аналітичних матеріалів минулих періодів або ринкових цін на її акції. Цим зумовлюється складність, а тому і висока вартість оцінки акцій компанії. Участь компанії в торгах дає змогу: сформувати ринкову ціну акцій, залучити кошти, одержати доступ до інших недорогих джерел фінансування, набути статусу публічної компанії. Крім того, цей підхід не позбавлений ризику переоцінки або недооцінки активів [3, с. 115—116].

Найчастіше застосовується метод використання мультиплікаторів фірм-аналогів, зокрема, мультиплікатор P / E (співвідношення ціни до чистого прибутку на акцію). Даний метод визначення вартості полягає у капіталізації чистого прибутку на акцію (earnings per share, EPS) за допомогою середнього значення мультиплікатора P / E для відкритих компаній-аналогів, акції яких обертаються на фондовому ринку [4, с. 32].

Першим кроком у визначенні ціни пропозиції є порівняння операційних і фінансових показників фірми-емітента з відповідними характеристиками кількох відкритих (публічних) компаній, які працюють у тій самій галузі. Рішення щодо остаточної ціни пропозиції акцій приймається фірмою та андеррайтером на основі аналізу діяльності компаній-аналогів шляхом коригування показників з урахуванням специфіки фірми-емітента та кон'юнктури ринку.

Також у практиці ринку капіталу існує поняття "IPO-дисконт", величина відхилення встановленої ціни від середини цінового діапазону, який встановлений в аналітичному звіті департаменту аналітичних досліджень ринку

акцій. Оскільки звіт містить погляд галузевого аналітика на фундаментальну вартість компанії, то інвестори використовують цю вартість лише як орієнтир і будуть готові виставити заявки тільки з дисконтом до цієї ціни [6, с. 31].

Результати аналізу точності метода фірм-аналогів, проведеного Кім і Ріттер (1999), засвідчують, що ступінь недооцінки у випадку молодих фірм, тобто обсяг коштів, недоотриманих їх власниками при продажу акцій інвесторам за ціною пропозиції напередодні початку торгів, значно вищий порівняно зі зрілими фірмами [10, с. 409—437].

Для визначення ціни пропозиції IPO може використовуватися також коефіцієнт співвідношення повної вартості фірми до продажів (the enterprise value to sales ratio, $EV / Sales$). Цей мультиплікатор застосовний і до молодих, і до зрілих фірм, оскільки, на відміну від доходів, продажі завжди є позитивними. На відміну від коефіцієнта P / E , даний коефіцієнт є придатним для порівняння фірм з різним фінансовим левериджем. Крім того, $EV / Sales$ не залежить від методу нарахування амортизації, тоді як у випадку використання коефіцієнта P / E треба враховувати, що чисті доходи залежать від методу нарахування амортизації, який може відрізнятися між різними фірмами. Завдяки зазначеним перевагам $EV / Sales$ дістав поширення як інструмента компаративного аналізу в секторах економіки, які вимагають великих інвестицій в інфраструктуру (наприклад, мобільні комунікації, кабельне телебачення).

Згідно з дослідженням Кім і Ріттер, оцінка IPO вимагає коригування ціни з урахуванням прибутковості: є необхідною премія у розмірі 10—20% для компаній, які удвічі більш прибуткові, ніж у середньому по галузі. Результати аналізу збігаються з поширеною практикою починати оцінку вартості фірми з середнього коефіцієнта-мультиплікатора для даної галузі, а потім додавати премії у розмірі 10—20% за наявності розходжень у прибутковості і темпах зростання [10, с. 409—437].

Етап визначення ціни пропозиції характеризується тим, що ціна на акції встановлюється на основі усвідомлення інвестиційними банкірами існуючого інтересу інвесторів до акцій компанії.

Після встановлення ціни пропозиції, менеджер IPO визначається із розподілом акцій між інвесторами, які подали заявки. Жорстких правил розподілу не існує. Статистично підтверджується перевага інституціональних інвесторів відносно роздрібних [4, с. 37].

ВИСНОВКИ

Метод формування книги заявок дає змогу інвесторів брати участь у торгівлі у межах заданого цінового діапазону. Отже кінцева ціна є результатом домовленості між андеррайтером та фірмою-емітентом.

Встановлення обґрунтованої ціни у процесі IPO вимагає проведення аналізу наявних і потенційних ризиків ціноутворення. Ці процеси ускладнюються через невизначеність щодо майбутніх грошових потоків компанії. Тому для визначення вартості фірми можуть використовуватися різні змінні. Зокрема, у компаративному аналізі компаній однієї галузі зазвичай використовуються: P / E (співвідношення ціни до чистого прибутку на акцію), $EV / Sales$ (співвідношення повної вартості фірми до продажів).

Ступінь недооцінки у випадку молодих фірм, тобто обсяг коштів, недоотриманих їх власниками при прода-

жу акцій інвесторам за ціною пропозиції напередодні початку торгів, значно вищий порівняно зі зрілими фірмами.

Література:

1. Геддес Р. IPO и последующие размещения. — М.: Олимп-Бизнес — Экмос, 2007. — 352 с.
2. Кутовий Т.В. Первинне розміщення акцій у практиці українських компаній / Т.В. Кутовий // Ефективна економіка. — 2011. — № 8. — Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/index.php?operation=1&iid=663> (дата звернення 01.08.2013).
3. Кутовий Т.В. Передумови і чинники розвитку ділової активності на ринках IPO / Т.В. Кутовий // Актуальні проблеми міжнародних відносин: політичні, економічні, правові аспекти: матеріали II Міжн. (заоч.) наук.-практ. конф. (Львів, 19 вер. 2012 р.) / Рада молодих вчених ф-ту міжн. відн. Львів. нац. ун-т ім. І. Франка. — Львів: Львів. нац. ун-т ім. І. Франка, 2012. — 175 с.
4. Лукашов А.В. Процесс приобретения капитала: первичное публичное размещение акций компании / А.В. Лукашов // Управление корпоративными финансами. — 2004. — № 4. — С. 21—41.
5. Напольнов А.В. Российский рынок IPO: механизмы ценообразования / А.В. Напольнов // Инвестиционный банкинг. — 2008. — № 1 (11). — С. 54—69.
6. Напольнов А.В. Структурирование первичных публичных размещений акций российских компаний: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 / А.В. Напольнов. — М., 2011. — 227 с.
7. Рубцов Б.Б. Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития [Электронный ресурс] / Б.Б. Рубцов, А.В. Напольнов // Эффективное антикризисное управление. — 2011. — № 5 (68). — Режим доступа: http://www.e-c-m.ru/magazine/68/eau_68_113.htm (дата обращения 01.08.2013).
8. Ibbotson R. Price performance of common stock new issues / R. Ibbotson // Journal of Financial Economics. — 1975. — № 2. — P. 235—272.
9. Karlis P. L. IPO Underpricing / P.L. Karlis // The Park Place Economist. — 2000. — № 8. — P. 81—89.
10. Kim M. Valuing IPOs / Kim M., Jay R. Ritter // Journal of Financial Economics. — 1999. — Vol. 53. — P. 409—437.
11. Loughran T. Why don't issuers get upset about leaving money on the table / Loughran, Tim, Jay R. Ritter // Review of Financial Studies Special 2002. — Vol. 15. — № 2. — P. 413—443.
12. Mingsheng L. Underpricing, share retention, and the IPO aftermarket liquidity / Mingsheng L., S. X. Zheng, M. V. Melancon // International Journal of Managerial Finance. — 2005. — Vol. 1. — № 2. — P. 76—94.
13. Reilly F. Further Evidence on short-run results for new issues investors / F. Reilly // Journal of financial and quantitative analysis, 1973. — Vol. 8. — P. 83—90.
14. Ritter J. R. Initial Public Offerings / J.R. Ritter // Contemporary Finance Digest. — 1998. — № 2. — P. 5—30.
15. Selyukh A. LinkedIn IPO prices at \$45 per share, but risks real [Електронний ресурс] / Alina Selyukh and Clare Baldwin. — Режим доступу: <http://www.reuters.com/article/2011/05/18/us-linkedin-ipo-risks-idUSTRE74H0TL20110518>

16. Stoll H. Small business and new issues market for equities / H. Stoll, Curley A. // Journal of financial and quantitative analysis. — 1970. — Vol. 5. — № 3. — P. 309—322.

References:

1. Geddes, R. (2007), IPO i posledujushhie razmeshhenija [IPO and subsequent placement], Olimp-Biznes- Jekmos, Moscow, Russia.
2. Kutoviy, T.V. (2011), "Initial Public Offering in practice of ukrainian companies", Efektyvna ekonomika, [Online], vol.8, available at: <http://www.economy.nauka.com.ua/index.php?operation=1&iid=663> (Accessed 01Aug 2013).
3. Kutoviy, T.V. (2012), "Preconditions and factors of business activity in IPO market", Zbirka dopovidej na Mizhnarodnij ekonomichnij konferentsii [Conference Proceedings of the International Economic Conference], Mizhnarodna Ekonomichna konferentsiya [International economic conference], National University, Lviv, Ukraine, pp. 115—116.
4. Lukashov, A.V. (2004), "The process of acquiring capital: the initial public offering of the company", Upravlenie korporativnymi finansami, vol. 4, pp. 21—41.
5. Napol'nov, A.V. (2008), "The Russian market IPO: pricing mechanisms," Investicionnyj banking, vol. 1(11), pp. 54—69.
6. Napol'nov, A.V. (2011), " Structuring the initial public offerings in Russian companies", Abstract of Ph.D. dissertation, Finance, monetary circulation and credit, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia.
7. Rubcov, B.B. and Napol'nov, A.V. (2011), "World and Russian markets IPO: analysis of trends and prospects, Jeffektivnoe antikrizisnoe upravlenie [Online], vol. 5 (68), available at: http://www.e-c-m.ru/magazine/68/eau_68_113.htm (Accessed 01Aug 2013).
8. Ibbotson, R. (1975), "Price performance of common stock new issues", Journal of Financial Economics, vol. 2, pp. 235—272.
9. Karlis, P.L. (2000), "IPO Underpricing", The Park Place Economist, vol.8, pp. 81—89.
10. Kim, M. and Ritter, J.R. (1999), "Valuing IPOs", Journal of Financial Economics, vol. 53, pp. 409—437.
11. Loughran, T. and Ritter, J.R. (2002), "Why don't issuers get upset about leaving money on the table?", Review of Financial Studies, vol. 15, No 2, pp. 413—443.
12. Mingsheng L., Zheng, S. X. and Melancon, M. V. (2005), "Underpricing, share retention, and the IPO aftermarket liquidity", vol. 1, No 2, pp. 76—94.
13. Reilly, F. (1973), "Further Evidence on short-run results for new issues investors", Journal of financial and quantitative analysis, vol. 8, pp. 83—90.
14. Ritter, J. R. (1998), "Initial Public Offerings", Contemporary Finance Digest, vol. 2, pp. 5—30.
15. Selyukh, A. and Baldwin, C. "LinkedIn IPO prices at \$45 per share, but risks real", [Online], available at: <http://www.reuters.com/article/2011/05/18/us-linkedin-ipo-risks-dUSTRE74H0TL20110518> (Accessed 01Aug 2013).
16. Stoll, H. and Curley, A.J. (1970), "Small business and new issues market for equities", Journal of financial and quantitative analysis, vol. 5, No 3, pp. 309—322.

Стаття надійшла до редакції 19.08.2013 р.