

УДК:330.115:336.76

ОСНОВНІ ЧИННИКИ ЦІНОУТВОРЕННЯ НА АКЦІЇ ПРИ ПРОВЕДЕННІ ПЕРВИННОГО ПУБЛІЧНОГО РОЗМІЩЕННЯ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

М. Стефанишин

*Львівський національний університет імені Івана Франка
79008 м.Львів, проспект Свободи, 18*

Висвітлено теоретичні основи ціноутворення на акції при проведенні IPO, виявлено головні чинники, які впливають на рівень цін на акції.

Ключові слова: акція, фондова біржа, асиметрія інформації, компанія, податок, інформаційна каскада, компанія – емітент, первинне публічне розміщення акцій, продаж акцій за заниженою ціною.

Актуальність. Одним з найбільш ефективних шляхів довгострокових та порівняно недорогих альтернативних джерел фінансування модернізації компаній (акціонерних підприємств) є залучення капіталу шляхом проведення первинного публічного розміщення акцій (IPO – Initial Public Offering), що нині є розповсюдженим. Український фондовий ринок наразі не є досить розвинутим і характеризується низьким рівнем активності та спекулятивністю проведення операцій, тому вітчизняні компанії змушені шукати кошти на міжнародних ринках капіталу. Таким чином, на сьогоднішній день існує проблема теоретичного обґрунтування і практичних рекомендацій щодо ціноутворення на акції при проведенні IPO, виявлення чинників, які впливають на рівень цін на акції.

Аналіз останніх досліджень та публікацій засвідчує, що питання IPO недостатньо висвітлено у вітчизняній літературі. Проблеми фондового ринку в Україні досліджували такі вчені як: М.Крупка, О. Мозговий, В. Оскольський, А. Пересада, О.Підхонний, В.Плиса, О.Сохацька, І.Школьник, О.Юркевич і інші. Натомість теоретичні підходи до аналізу основних чинників ціноутворення на акції розроблені у працях зарубіжних вчених-економістів таких як: Л. Бенвеністе, В. Бусаба, В. Вільгельм, І. Велч, К. Ханлей, Т. Луінгран, Дж. Ріттер, К. Рок, та інших.

Метою даної статті є аналіз теорій: асиметрії інформації, інституційної і управління компанією та їх вплив на ціноутворення на акції при проведенні первинного публічного розміщення на фондовому ринку.

Виклад основного матеріалу. Важливою галуззю досліджень IPO (первинного публічного розміщення акцій) є розкриття особливостей ціноутворення на акції, зумовлене як асиметрією інформації, інституційними чинниками, так і – управлінням компанією. Визначення чинників заниження вартості (underpricing) акцій компаній, яке спричиняє втрату компанією своїх можливих прибутків має місце тоді, коли компанії продають свої акції недооціненими: ціна закриття в перший день торгів, як правило, набагато вища в порівнянні з початковою ціною розміщення.

Зарубіжні учені Дж. Ріттер (Ritter J.), І. Велч (Welch I.) у 2002р. проаналізували більше 6249 угод IPO з 1980 по 2001 рр., і з'ясували, що в середньому в перший день

продажу прибуток з акції становить 18,8% [10]. Така ситуація простежується не лише в США, але загалом у всіх країнах, де акції компаній, які здійснили IPO, були занижені.

Дослідження учених підтвердили середньозважені початкові прибутки з випущених акцій через IPO для 19 європейських країн за період 1990-2003 рр. та для восьми країн Азіатсько-Тихоокеанського регіону і восьми латиноамериканських за період 1990-2001 рр.. Вони також вважають, що ступінь заниження вартості акцій компаній є різним в залежності від країни. Наприклад, у Франції є нижчим, ніж в Німеччині та вищим в Азії порівняно з країнами Латинської Америки. Цілком ймовірно, що ці різниці між країнами частково пов'язані з відмінностями в організаційній структурі, де проводиться розміщення акцій через IPO [5, с.383].

Ряд економічних теорій пробують пояснити, чому відбувається заниження вартості (underpricing) акцій компаній. Ключовими учасниками угоди з IPO є компанія, яка випускає акції, інвестиційний банк-консультант та інвестори, що купують акції і найбільш поширеними є теорії, які припускають, що один з учасників угоди знає більше, ніж інші (asymmetric models).

Коли компанія-емітент є більш поінформована, ніж інвестори, тоді раціональні інвестори зіштовхуються з такою проблемою: тільки емітенти з акціями, у яких є гірша за середню якість, хочуть продати свої акції за середньою ціною. Високоякісні емітенти хочуть диференціювати себе від емітентів з гіршою якістю акцій і будуть старатися сигналізувати свою якість. Ось чому, емітенти з кращою якістю навмисно продають свої акції за нижчою ціною, ніж ринкова і це заважає емітентам з нижчою якістю імітувати. Таким чином, вони показують, що вони високої якості і втрачають свої гроші під час IPO [10].

Учений Д. Барон (Baron D.) у 1982р. запропонував модель, в якій *інвестиційний банк-консультант є краще проінформований* про ситуацію на ринку капіталу, ніж емітент. Емітент не може слідкувати за зусиллями, які зроблені інвестиційним банком для продажу його акцій. Оптимальним буде делегувати більш поінформованому інвестиційному банку право визначати ціну на акції та робити невелике заниження вартості (underpricing) акцій компанії, щоб спонукати банк продавати краще [1].

Існують також теорії, які припускають, що *інвестори є поінформованіші, ніж емітент*. Інвестори можуть мати повнішу інформацію про поточний попит на ринку. Тоді емітент має проблему з розміщенням своїх акцій: він не знає, який попит буде на них. Деякі теорії намагаються змодельовувати конкретну криву попиту [10].

Коли всі інвестори однаково поінформовані, вони будуть купувати акції тільки тоді, коли їх ціна буде нижчою від звичайної ринкової оцінки. Ось чому в успішних IPO спостерігається заниження вартості (underpricing) акцій компанії. Причина, чому деякі компанії продають свої акції за завищеною ціною полягає в тому, що всі інвестори вважають, що акції будуть із завищеною ціною. Припущення, що інвестори по-різному інформовані є реалістичнішим.

К. Рок (Rock K.) у 1986р. розробив модель, де припустив, що існує група інвесторів, які є більше проінформовані за компанію-емітент, а також від усіх інших інвесторів. Якщо розміщуються нові акції за очікуваною ціною, такі поінформованіші інвестори витісняють всіх інших, коли пропонуються акції успішних компаній. У випадку, коли пропонуються акції неуспішних компаній, більш поінформовані інвестори відступають з ринку і всі ці акції дістаються непоінформованим інвесторам, які отримають нижчий за середній прибуток або

збиток з них. Компанія-емітент повинна пропонувати свої акції за заниженою вартістю (*underpriced*), щоб гарантувати, що непоінформовані інвестори їх придбають і отримають прибуток [12].

І. Велч (Welch I.) у 1992р. досліджує інформаційні "каскади". Учений зазначає, що у випадку проведення IPO акції продаються послідовно і наступні потенційні інвестори приймають рішення про купівлю акцій на основі поведінки попередніх інвесторів. Це може швидко призвести до інформаційної "каскади", в якій потенційні інвестори ігнорують власну інформацію та просто імітують попередніх інвесторів [14]. Вони вважають, що коли перший продаж був успішним, то наступні будуть теж успішними. І навпаки, невдалий початковий продаж відлякує потенційних інвесторів від купівлі, незважаючи на те, що в них є позитивна інформація про компанію. Як наслідок, попит на акції може бути на низькому або високому рівні протягом довгого часу.

Попит також може бути настільки еластичним, що навіть нейтральний до ризику компанія-емітент буде продавати свої акції за заниженою вартістю, щоб повністю уникнути невдачі. Позитивний перший продаж принесе позитивні наступні. Це може служити поясненням, чому на початку торгів спостерігається продаж акцій компанії за заниженою ціною [14].

І. Велч (Welch I.) у 1992р. показує, що для компанії-емітента краще, щоб існували інформаційні "каскади", ніж вільна комунікація між інвесторами. Запобігаючи вільному спілкуванню компанія-емітент знижує ймовірність того, що негативна інформація одного інвестора стає широко відомою і це знижує ймовірність того, що IPO не вдасться [14].

Ще одна можливість для інвестиційного банку, який проводить розміщення акцій, отримати більше інформації від поінформованих інвесторів – це процес формування замовлень (*bookbuilding*). Після визначення початкового діапазону ціни на акції інвестиційний банк та компанія-емітент проводять "роуд-шоу", щоб розрекламувати компанію серед майбутніх перспективних інвесторів. За допомогою цього можна визначити попит з боку потенційних інвесторів. Якщо попит буде високим, інвестиційний банк встановить вищі ціни на акції, але інвестори не хочуть показати свою високу зацікавленість і отримувати набагато вищі ціни на акції. Ось чому, щоб спонукати інвесторів говорити правду щодо своєї зацікавленості в купівлі акцій компанії, інвестиційний банк повинен запропонувати їм продаж акцій за заниженою вартістю (*underpricing*) [2; 3; 13].

К. Ханлей (Hanley K.) у 1993р. документально підтвердив науковий висновок, що випуски акцій, кінцева ціна яких перевищувала ліміти початкової ціни, встановленої в проспекті, мають, зазвичай, більшу занижену вартість (*underpricing*) в порівнянні з іншими IPO, і володіють більшою ймовірністю того, що зросте кількість випущених акцій [6]. Ці результати підтверджують вищезазначене ученими Л. Бенвеністе (Benveniste L.) і П. Спіндт (Spindt P.) [3]. Незважаючи на те, що акції продаються за заниженою вартістю, компанія-емітент отримує вигоду з цих домовленостей з інвестором. Процес прийому заявок (*bookbuilding*) дозволяє компанії-емітенту брати позитивну інформацію від інвесторів і, відповідно, підвищити ціну на акції. Чим позитивнішою є інформація (і тим самим є більше стимулів не розкривати її), тим більше грошей потрібно віддати у формі заниження ціни на акції (*underpricing*). Таким чином, перегляд ціни протягом процесу прийому

заявок (bookbuilding) та розміром заниження ціни в перший день торгів має позитивну кореляцію.

Поряд з **теорією асиметрії інформації**, представники якої припускають, що один з учасників угоди знає більше, ніж інші, існують **інституційні теорії**, які зосереджуються на трьох важливих характеристиках фондового ринку: судові спори, податки, діяльність інвестиційних банків, яка спрямована на стабілізацію ціни [5, с.379].

Для компанії, яка планує проведення IPO, потенційні витрати на судові позови є суттєвими. Крім стандартних витрат є ще непрямі витрати, такі як збитки на відновлення репутації компанії та її менеджерів, втрати від нереалізованих альтернативних можливостей використання часу менеджерів. Саме тому компанія хоче застрахуватися від можливих втрат шляхом проведення комплексної юридичної оцінки (due diligence) всіх потенційних ризиків в бізнесі, фінансах, менеджменті та в майбутніх прогнозах перед виходом на біржу. Однак, важко передбачити всі можливі події.

Учені М. Ловрі (Lowry M.) і С. Шу (Shu S.) у 2002р. провели тестування зв'язку між ризиком судових спорів та продажем акцій за заниженою вартістю. Вони досліджували два аспекти: 1) компанії з високим ризиком судових спорів продають акції за більш заниженою вартістю, що виступає як форма страхування (ефект страхування); 2) більш занижена вартість зменшує очікувані кошти на судові спори завдяки зменшенню ймовірності подачі судового позову (ефект стримування). М. Ловрі (Lowry M.) і С. Шу (Shu S.) за допомогою системи рівнянь знайшли підтвердження обох аспектів гіпотези ризику судових позовів [7].

Наступним напрямком досліджень в інституційних теоріях є діяльність інвестиційних банків, спрямована на стабілізацію ціни (умисне уникнення спадів цін на акції на кілька днів чи тижнів). Початкова ціна на акцію компанії визначається на основі інформації від зацікавлених великих інвесторів. Інвестиційні банки зацікавлені у виставленні завищеної ціни на акцію, так як їхній прибуток із проведення IPO залежить від цього. Л. Бенвеністе (Benveniste L.), В. Бусаба (Busaba W.) і В. Вільгельм (Wilhelm W.) у 1996р. проаналізували та довели, що бажання інвестиційного банку у встановленні завищеної ціни на акції можна уникнути, коли інвестиційний банк бере на себе зобов'язання проводити стабілізацію ціни після початкових торгів і тим самим переконає потенційних інвесторів, що ціна не буде спеціально завищена. Стабілізація ціни на акції може розглядатися як зв'язуючий механізм, що робить початкові торги на ринку ефективнішими [2].

Ще одним напрямком досліджень в інституційних теоріях є взаємозв'язок переваг від оподаткування та втрат від продажу за заниженою ціною. К. Райдфіст (Rydqvist K.) у 1997р. проаналізував IPO, проведені у Швеції, до змін в Податковому кодексі в 1990р. та після них і показав значний спад в середньому прибутку на акцію від 41% до 8% відповідно. До 1990р. в Швеції зарплата більше оподатковувалася, ніж прибуток з капіталу, що сприяло тому, що оплата працівникам проводилася за рахунок виділення певної кількості акцій замість вищої зарплати. Це означало, що продаж акцій за заниженою ціною служив непрямою компенсацією. К. Райдфіст (Rydqvist K.) зробив висновок, що саме податкове законодавство до 1990 р. частково спричинило продаж акцій за заниженою ціною до його зміни в 1990р. [11].

Поряд з **асиметричними** та **інституційними** групами теорій існують також **теорії управління компанією**, які стверджують, що продаж акцій за заниженою

ціною допомагає сформувати базу акціонерів, щоб зменшити втручання інших зовнішніх інвесторів, коли компанія стає публічною [5, с.379].

М. Бренан (Brennan M.) і Дж. Франкс (Franks J.) у 1997р. показав на вибірці 69 IPO, проведених у Великобританії, що продаж акцій за заниженою ціною використовувався для забезпечення значного попиту на акції з боку великого числа інвесторів, щоб тим самим збільшити розподіл власності та контроль над компанією. Це, в свою чергу, зменшило ймовірність володіння пакетом акцій для блокування серед нових інвесторів [4].

Теорії аналізу поведінки інвесторів зосереджують свою увагу на впливі ірраціональних, тобто так званих „інвесторів настрою“ на ціни акцій, які можуть його спричинити і ціна акції стане нижчою за їх реальну вартість [5, с.379].

А. Люїнгвіст (Ljungqvist A.), В. Нанда (Nanda V.), Р. Сінг (Singh R.) у 2004р. розробили модель оптимальної реакції компанії, яка провела IPO, на наявність „інвесторів настрою“ на фондовому ринку. Оптимальним механізмом для компанії, на їх думку, буде передати свої акції інвестиційним банкам, які згодом продадуть їх „інвесторам настрою“. Попит на акції цього типу інвесторів може зникнути передчасно, тримати акції в запасі і не продавати є ризиковано, тому для інвестиційних банків оптимальним буде продавати за заниженою ціною. Компанія-емітент все одно отримує прибуток, так як він закладений в цінах інвестиційного банку. Це пояснює, чому компанія, яка виходить на IPO, не ставить агресивні ціни на акції в „гарячих“ ринках [8].

Т. Луінгран (Loughran T.), Дж. Ріттер (Ritter J.) у 2002р. запропонували теорію перспектив, щоб пояснити, чому компанія-емітент не переймається втратою можливих доходів, коли акції компанії продаються за заниженою ціною на початку торгів. Теорія перспектив вважає, що компанія-емітент цікавиться більше зміною в їхньому багатстві, ніж рівнем багатства. Теорія перспектив прогнозує, що в більшості випадків, які стаються на ринку IPO, компанія-емітент буде додавати втрати доходу під час продажу за заниженою вартістю на початку набагато більший прибуток від акцій, які залишилися, за рахунок стрибка в ціні вгору. Загалом виходить збільшення доходу [9].

Т. Луінгран (Loughran T.), Дж. Ріттер (Ritter J.) емпірично довели, що IPO, які багато втрачають на продажу за заниженою вартістю на початку, є тими IPO, які продають пізніше уже за вищою ціною від тої, яка очікувалася під час підготовки проспекту про компанію. Ціна пропозиції поступово збільшується у відповідь на попит, який зростає. Власники акцій отримують позитивні сигнали з ринку, що їхній прибуток є набагато більшим, ніж вони очікували [9].

Т. Луінгран (Loughran T.), Дж. Ріттер (Ritter J.) також показали, що доходи з продажу акцій в перший день торгів можна передбачити, так як відбувається часткове пристосування до наявної публічної інформації на ринку. Компанії, які проводять IPO, коли ринок зростає, мають більші, ніж середні ринкові прибутки та в той же час більше втрачають від продажу за заниженою вартістю в перший день торгів. В свою чергу, коли ринок падає, прибутки є нижчими [9].

Висновок. Результати проведеного аналізу сучасних зарубіжних теорій

дозволяють виокремити такі основні чинники і врахувати їх вплив на рівень цін на акції при проведенні IPO: 1) повна і своєчасна поінформованість інвестиційних банків, інвестора чи групи інвесторів та компанії-емітента; 2) інституційні чинники(судові спори, податки та діяльність інвестиційних банків, яка спрямована на стабілізацію ціни); 3) поведінка інвесторів (раціональна та ірраціональна).

1. Baron D.P. A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues. //Journal of Finance.– 1982. – 37.–P. 955–976.
2. Benveniste L.M., Busaba W.Y., Wilhelm Jr., W.J., Price stabilization as a bonding mechanism in new equity issues. //Journal of Financial Economics.–1996. – 42.–P.223–255
3. Benveniste L.M., Spindt P. A.How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. //Journal of Financial Economics.– 1989. – 24.–P.343–361.
4. Brennan M.J., Franks J. Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the U.K. //Journal of Financial Economics.–1997.– 45.–P.391–413.
5. Eckbo Espen B. Corporate Finance, Empirical Corporate Finance . Handbook . Volume 1. - Elsevier B.V. - 2007 - 532p.
6. Hanley K.The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon.//Journal of Financial Economics .– 1993.– 34.–P.231–250.
7. Lowry M., Shu S. Litigation risk and IPO underpricing. //Journal of Financial Economics.– 2002.– 65.– P.309–335
8. Ljungqvist A., Nanda V., Singh R., Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing. //Journal of Business, in press. 2004.
9. Loughran T., Ritter J.R., Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? //Review of Financial Studies.–2002. – 15. –P.413–443.
10. Ritter, J.R., Welch, I. A review of IPO activity, pricing, and allocations.// Journal of Finance.– 2002.– 57.– P. 1795–1828.
11. Rydqvist K.IPO underpricing as tax-efficient compensation. //Journal of Banking and Finance.– 1997.–21.–P. 295–313.
12. RockK. Why new issues are underpriced. Journal of Financial Economics 15, 187–212.
13. SpattC., Srivastava S. Preplay communication, participation restrictions, and efficiency in initial public offerings.// Review of Financial Studies.–1991. – 4.– P.709–726.
14. Welch I., 1992. Sequential sales, learning and cascades.// Journal of Finance –1986.– 47. P.695–732.

MAIN INFLUENCE FACTORS OF SHARES PRICING DURING THE INITIAL PUBLIC OFFERING ON THE STOCK MARKET

M. Stefanyshyn

Ivan Franko National University of Lviv, Prospect Svobody 18, UA-79008, Ukraine

The main goal of the article is to cover the theoretical foundations of shares pricing during the IPO, to identify the factors that have influence on the level of stock prices.

Keywords: stock, stock exchange, information asymmetry, company, tax, informational cascades, company - issuer, initial public offering, underpricing of shares.

**ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ НА АКЦИИ
ПРИ ПРОВЕДЕНИИ ПЕРВИЧНОГО ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ
НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ**

М. Стефанишин

*Львовский национальный университет имени Ивана Франко
79008 г. Львов, проспект Свободы, 18*

Освещены теоретические основы ценообразования на акции при проведении ПРО, выявлены основные факторы, влияющие на уровень цен на акции.

Ключевые слова: акция, фондовая биржа, асимметрия информации, компания, налог, информационная каскада, компания - эмитент, первичное публичное размещение акций, продажа акций по заниженной цене.

*Стаття надійшла до редколегії 28.11.2013,
прийнята до друку 02.12.2013.*