

УДК 336.764

Кутовий Т.В.*

РОЗВИТОК МЕТОДІВ ПЕРВИННОГО ПУБЛІЧНОГО РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ

У статті розглянуто поширені у світовій практиці методи первинного розміщення акцій, їх переваги, недоліки та особливості в процесі залучення компанією ресурсів на зовнішніх ринках

Ключові слова: первинне публічне розміщення акцій, механізм первинного публічного розміщення акцій, методи проведення первинного публічного розміщення акцій, метод фіксованої ціни, метод аукціону, метод формування книги заявок

In the article the worldwide methods of the initial public offering, their advantages, disadvantages and features are considered within the framework of bringing in of resources by company on foreign markets

Key words: initial public offering, mechanism of initial public offering, methods of initial public offering, method of uniform price, auction method, book building method

В статье рассмотрены распространенные в мировой практике методы первичного размещения акций, их преимущества, недостатки и особенности в процессе привлечения компанией ресурсов на внешних рынках

Ключевые слова: первичное публичное размещение акций, механизм первичного публичного размещения акций, методы проведения первичного публичного размещения акций, метод фиксированной цены, метод аукциона, метод формирования книги заявок

Постановка проблеми в загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Первинне публічне розміщення акцій (initial public offering, IPO) є поширеним способом залучення компаніями фінансових ресурсів на міжнародних ринках. Найкрупніші вітчизняні компанії починають набувати досвід виходу на міжнародні ринки IPO¹. Отже формується попит на ефективне використання методів цього механізму, перспективи розвитку яких визначаються їх відносними перевагами, недоліками та особливостями.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Процес первинного розміщення акцій, його механізм та методи є слабо дослідженими у вітчизняній науці аспектами фінансової діяльності компаній. Це спонукало автора звернутися, передусім, до праць представників західної економічної думки.

¹ Ukrproduct Group – компанія, яка займається випуском, дистрибуцією і торгівлею молочною продукцією; Cardinal Resources – нафтогазовидобувна компанія; інвестиційна компанія «XXI століття»; агрохолдинг «Кернел»; «Агротон», «Агроліга» тощо.

* здобувач кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка, науковий керівник: професор Рогач О.І.

У 1990-2000 рр. з'явилася низка наукових праць, зосереджених на дослідженні сутності методу формування книги заявок та методу аукціонів: Л. Бенвеністе (L. Benveniste) [1; 2], А. Шерман (A. Sherman) [15], Ч. Спатт (Ch. Spatt) і С. Шривастава (S. Srivastava) [18].

Для праць першої декади 2000-х років притаманні пошуки підходів до створення оптимального механізму IPO. У цьому контексті особливості модифікованого аукціону *Mise en Vente* у Франції розглядають Б. Байас (B. Biais), А. Фожерон-Крузе (A. Faugeron-Crouzet) [3], Б. Байас (B. Biais), П. Боссарт (P. Bossaerts) та Дж.-Ч. Роше (J.-Ch. Rochet) [4]. Процедуру торгів та розміщення на європейських аукціонах досліджують Ф. Корнеллі (F. Cornelli) та Д. Голдрейк (D. Goldreich) [5; 6], Т. Дженкінсон (T. Jenkinson) і Г. Джонс (H. Jones) [10], на американських аукціонах IPO - Ф. Деджорж (F. Degeorge), Ф. Деррейн (F. Derrien), К. Вомак (K. Womack) [8].

Мета статті – висвітлення результатів компаративного аналізу основних методів проведення первинного публічного розміщення акцій і обґрунтування перспектив їх розвитку на основі систематизації та узагальнення теоретико-концептуальних підходів до аналізу у цій сфері.

Виклад основного матеріалу. Первинна публічна пропозиція (Initial Public Offering, IPO) – перший публічний продаж акцій компанії, у тому числі у формі продажу депозитарних розписок на акції. Іншими словами, це зроблена вперше пропозиція інвесторам стати акціонерами компанії.

За світовою практикою, первинне публічне розміщення акцій здійснюється трьома основними методами: метод фіксованої ціни, метод формування книги заявок, метод аукціону. Сформувалися також і методи, які поєднують у собі риси зазначених основних методів: аукціон / відкрита пропозиція; аукціон / формування книги заявок; формування книги заявок / відкрита пропозиція (найпоширеніший спосіб).

Зауважимо, що специфічною особливістю IPO як способу залучення фінансування є складність оцінки акцій компанії, оскільки на момент проведення IPO не існує аналітичних матеріалів минулих періодів або ринкових цін на акції даної компанії. Саме цим зумовлюється і висока вартість оцінки акцій. Участь компанії в торгах дає змогу сформувати ринкову ціну акцій.

Інвестори, купуючи акції, сподіваються на подальше зростання їх вартості та рівень дохідності, вищий за альтернативні варіанти вкладання коштів. При цьому корпоративні інсайтери мають абсолютні часові переваги щодо обізнаності про поточний і минулий стан активів. Однак цього недостатньо для проведення коректної оцінки, яка передбачає: прогнозування майбутнього компанії, її конкурентів, галузі промисловості загалом, а також оцінку якості менеджменту та його стратегії (Sherman and Titman, 2002).

Географія і темпи поширення методів IPO ґрунтуються на їхніх специфічних якісних рисах.

При проведенні IPO за методом фіксованої ціни (відритої публічної пропозиції) ціна акцій визначається заздалегідь. При цьому методі існує період збору заявок, протягом якого інвестиційний банк збирає заявки на акції компанії. Збір заявок триває до тих пір, поки не будуть зібрані заявки на всі запропоновані до продажу акції компанії, або ж емітент не скасує розміщення акцій. Цей метод є досить поширеним за межами США, однак застосовується все рідше, особливо на більш великих і активних ринках.

В літературі найбільше дискутуються особливості методу формування книги заявок та методу аукціонів.

Метод формування книги заявок реалізується через послідовність низки етапів (рис.1).

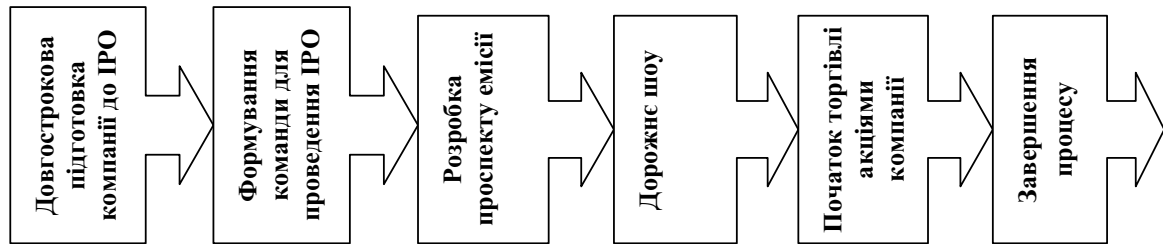


Рис. 1 Процес проведення ІРО за методом формування книги заявок

1. Довгострокова підготовка компанії до ІРО.

Приблизно за два роки до виходу на публічний ринок компанія повинна почати виконувати основні вимоги, що пред'являються до публічних компаній: розробити бізнес-план і регулярно готувати фінансову звітність.

2. Формування команди для проведення ІРО і загальних зборів.

На цьому етапі компанія повинна вибрати провідний інвестиційний банк, юридичну фірму та аудитора. Інвестиційний банк буде виступати основним радником емітента та здійснювати функції андерайтера. За шість-вісім тижнів до офіційної реєстрації в Комісії з цінних паперів проводяться загальні збори, на яких складається план-графік ІРО, і розподіляються обов'язки членів команди. Процес ІРО офіційно починається з загальних зборів.

3. Розробка проспекту емісії.

Попередній проспект є основним маркетинговим інструментом і повинен містити всю необхідну інвесторам інформацію про компанію. Як правило, він включає фінансову звітність за останні п'ять років, опис цільового ринку компанії, конкурентів, стратегії розвитку, команди менеджерів і пр. Одночасно андерайтери приступають до вивчення діяльності компанії, ретельного аналізу всіх відомостей, які будуть внесені або згадані в «комфортних листах» аудиторів та юридичних консультантів, які направляються андерайтеру.

Попередня версія проспекту друкується та подається для перевірки до Комісії з цінних паперів. Ведучий андерайтер підбирає інвестиційний синдикат, який допоможе розподілити акції компанії серед інвесторів. Попередній проспект розсилається інституціональним інвесторам.

4. «Дорожнє шоу».

Одночасно починається «дорожнє шоу» (Road Show), тобто відвідування зборів інвесторів в різних містах і презентація компанії великим інвесторам (фондам, страховим компаніям, банкам, фізичним особам). Мета даного заходу – переконати потенційних інвесторів придбати акції компанії. Його тривалість становить три-чотири тижні і включає по дві щоденні зустрічі керівництва компанії з інвесторами. Це найважливіша частина підготовки виходу на ринок. У міру проведення «дорожнього шоу» андерайтери починають формувати книгу заявок.

Після закінчення «дорожнього шоу» керівництво компанії зустрічається з інвестиційними банкірами для узгодження остаточного обсягу випуску і ціни акцій («ціна пропозиції»). Ціна і обсяг вибираються залежно від очікуваного попиту на акції компанії. Після узгодження остаточної вартості пропозиції та розміру емісії друкується фінальна

версія проспекту і цінова поправка (Price Amendment). Далі, у разі її схвалення, починається розподіл акцій серед інвесторів.

5. Початок торгівлі акціями компанії.

Після узгодження ціни акцій і не раніше, ніж через два дні після випуску остаточної версії проспекту компанії, оголошується про вступ IPO в силу (зазвичай після закриття торгів). Певна кількість акцій компанії розподіляється між членами інвестиційного синдикату, брокерами та їх клієнтами. Торгівля акціями компанії на біржі починається на наступний день після оголошення IPO. Ведучий андеррайтер відповідає за організацію торгівлі та забезпечення цінової стабільності акцій компанії.

6. Завершення процесу.

Угода з андеррайтингу (діяльність інвестиційних посередників по гарантованому випуску цінних паперів на первинному ринку) вважається завершеною, коли компанія передає свої акції андеррайтеру, а він переводить отримані гроші на рахунок компанії (зазвичай через три дні). Через сім днів після дебюту компанії IPO оголошується таким, що відбулося. Через 25 днів з моменту початку торгівлі закінчується так званий «період мовчання».

Тільки після закінчення цього періоду андеррайтер та інші члени синдикату можуть робити публічні прогнози і визначати вартість компанії, а також давати рекомендації інвесторам щодо покупки акцій компанії.

Переважає більшість науковців відзначає стійкі відносні переваги методу формування книги заявок. Зокрема, за висновками деяких авторів, цей метод, завдяки гнучкості ціноутворення та розміщення акцій, дає змогу андеррайтерам отримувати реальну інформацію від поінформованих інвесторів.

Головна перевага цього методу, доведена методологічно і обґрунтована емпіричним шляхом, полягає в можливості для андеррайтера (найчастіше – інвестиційного банку) контролювати розподіл акцій компанії з-поміж потенційних інвесторів.

Зазначені переваги забезпечуються власне порядком формування книги заявок, яке розпочинається з визначення і оголошення діапазону ціни акцій (Price Range). При цьому остаточна ціна часто може виходити за межі первісного інтервалу.

Формальна процедура збору заявок передбачає, що інвестиційні банкіри-андеррайтери пропонують потенційним інвесторам «висловити інтерес» у купівлі акцій компанії через укладання заявки (Bid) на певну кількість акцій компанії. Потенційний інвестор може обирати з трьох типів заявок:

- проста заявка (Strike Bid). Укладається за умови купівлі певної кількості акцій незалежно від їх остаточної ціни;
- заявка із зазначенням максимальної ціни (Limit Bid). Укладається в разі визначення інвестором максимальної ціни, за якою він готовий купити акції;
- ступінчаста заявка (Step Bid). Укладається для купівлі акцій з урахуванням рівня цін.

Потенційні інвестори можуть вказати максимальну ціну, яку вони готові заплатити за акцію (Limit Price). Час формування книги заявок триває в середньому два – чотири місяці. Книга містить назву і заявку (Bid) кожного потенційного інвестора, кількість необхідних акцій та максимальну ціну. У ній також зазначена дата внесення заявки і дата всіх наступних переглядів заявки.

Наявність цієї інформації створює ще одну важливу перевагу методу формування книги заявок – відносно нижчу невизначеність щодо кількості учасників торгів, що, своєю

чергою, знижує ймовірність неповного розміщення акцій. І хоча андеррайтер не може забезпечити примусове вподобання інвесторами того чи іншого випуску, він може обіцяти розумне розміщення за достатньо низькою ціною, гарантуючи, що ряд інвесторів принаймні розглянуть пропозицію [17, с. 4].

Метод аукціонів за своїми характеристиками контрастує з методом формування книги заявок. Спроби проведення IPO методом аукціонів були здійснені в Італії, Нідерландах, Португалії, Швеції, Швейцарії та Великобританії в 1980-х рр. і в Аргентині, Малайзії, Сінгапурі, Тайвані і Туреччині в 1990-х рр., але всі ці країни відмовились від IPO аукціонів ще до того, як книга заявок набула популярності. У Франції IPO аукціони з фіксованою ціною використовувалися поряд з обмеженою формою книги заявок упродовж багатьох років. Однак, і там IPO аукціони були скасовані на користь стандартного методу формування книги заявок та деяких гібридних методів [17, с. 5].

Метод аукціону характеризується браком координації інвесторів. Відсутність поінформованості щодо кількості учасників торгів створює для інвесторів та емітентів підвищений ризик в процесі прийняття рішень. Як результат, може виявитися занадто мало потенційних інвесторів і розміщення не відбудеться, або може бути занадто багато учасників, що мінімізує потенційні прибутки та унеможливить компенсацію інвесторам вартості інформації [13]; кількість потенційних учасників IPO, яке проводиться методом аукціону, набагато перевищує кількість вигідних розміщень, які може надати аукціон [17, с. 2]. Наявність цих ризиків знижує кількість учасників торгів.

Водночас відсутність відзначених вище переваг, які обґрунтовуються можливістю контролю над витратами на інформацію, кількістю учасників торгів та розподілу акцій, пояснює, чому аукціони не настільки привабливі для розміщення акцій приватних компаній, як для інших цінних паперів, передусім, державних облігацій. При розміщенні останніх вартість оцінки паперів є мінімальною, отже перевага контролю над витратами зводиться нанівець. Крім того, якщо інформація вже існує, то контроль над її вартістю взагалі не є проблемою.

Щодо переваги контролю над кількістю учасників, то вона, по-перше, втрачає своє значення в умовах відносно невеликої їх кількості; по-друге, є стабільною щодо числа можливих вигідних розміщень. Наприклад, в аукціонах з торгівлі казначейськими векселями у США, які відбуваються на регулярній основі, беруть участь лише 22 дилери [17, с. 4].

Таким чином, аукціони є найпоширенішим способом продажу урядових облігацій, а також часто застосовується при приватизації, однак для проведення первинного розміщення акцій приватних компаній використовується відносно рідко – для приватизації відомих компаній в галузях, які добре вивчені і зрозумілі інвесторам, мають велику кількість співробітників і значну клієнтську базу.

Висновки. 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 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.

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.

Список використаних джерел

1. Benveniste L. How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues / L. Benveniste, and P. Spindt // *Journal of Financial Economics*. – 1989. – № 24. – P.343-361.
2. Benveniste L. A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Regimes / L. Benveniste, and W. Wilhelm // *Journal of Financial Economics*. – 1990. - № 28. – P. 173-207.
3. Biais B. IPO Auctions: English, Dutch, French and Internet, / B. Biais, and A. Faugeron-Crouzet // *Journal of Financial Intermediation*. – 2002. – № 11. – P. 9-36.
4. Biais B. An Optimal IPO Mechanism / B. Biais, P. Bossaerts and J.-Ch. Rochet // *Review of Economic Studies*. – 2002. – № 69. – P. 117-146.
5. Cornelli F. Book Building and Strategic Allocation / F. Cornelli, and D. Goldreich // *Journal of Finance*. – 2001. – № 56. – P. 2337-2369.
6. Cornelli F. Book Building: How Informative Is the Order Book? / Cornelli, F. and D. Goldreich // *Journal of Finance*. – 2003. – №58. – P. 1415-1444.
7. Derrien F. Auctions vs. Book-Building and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets, / F. Derrien, F. and K. Womack // *Review of Financial Studies*. – 2003. – № 16. – P. 31-61.
8. Degeorge F. Auctioned IPOs: The U.S. Evidence / F. Degeorge, F. Derrien, K. L. Womack // *Swiss Finance Institute Research Paper*. – 2009. – № 08-38. – 53 p.
9. Jagannathan R. Why Do IPO Auctions Fail? [Електронний ресурс] / R. Jagannathan, and Ann Sherman // *NBER Working Paper*. – 2006. – № 12151. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w12151.pdf>.
10. Jenkinson T. Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding / T. Jenkinson, and H. Jones // *Journal of Finance*. – 2004. – Vol. 59. – № 5. – P. 2309-2338.
11. Kandel Sh. The Demand for Stock: An Analysis of IPO Auctions / SH. Kandel, O. Sarig and A. Wohl // *Review of Financial Studies*. – 1999. – № 12. – P.227-247.
12. Klemperer Paul. What Really Matters in Auction Design / P. Klemperer // *Journal of Economic Perspectives*. – 2002. – № 16. – P. 169-189.
13. Levin D. Equilibrium in Auctions with Entry / D. Levin, and J. L. Smith // *American Economic Review*. – 1994. – № 84. – P. 585-599.
14. Sherman A. The Pricing of Best Efforts New Issues / A. Sherman // *Journal of Finance*. – 1992. – № 47. – P. 781-790.
15. Sherman A. IPOs and Long Term Relationships: An Advantage of Book Building / A. Sherman // *Review of Financial Studies*. – 2000. – № 13. – P. 697-714.
16. Sherman A. Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits With Costly Information / Ann E. Sherman and Sheridan Titman // *Journal of Financial Economics*. – 2002. – № 65. – P. 3-29.

17. Sherman A. Global Trends in IPO Methods: Book Building vs. Auctions with Endogenous Entry / Ann E. Sherman // *Journal of Financial Economics*. – 2005. – Vol. 78. – № 3. – P. 615-649.
18. Spatt Ch. Preplay Communication, Participation Restrictions, and Efficiency in Initial Public Offerings / Ch. Spatt, and S. Srivastava // *Review of Financial Studies*. – 1991. – № 4. – P. 709-726.