

**КАРТИЧАК О.І.**

аспірантка кафедри ФМФР

Одеський національний економічний університет

м. Одеса, Україна

## **ВЗАЄМОЗВ'ЯЗОК МІЖ НЕДООЦІНКОЮ ІРО ТА РІВНЯМИ ВАРТОСТІ АКЦІЙ КОМПАНІЇ**

Багаторічна практика проведення ІРО компаній на відкритому ринку створила економістам чимало проблем, пов'язаних з ефективністю використання фінансових ресурсів, віддачею на інвестиції, оцінкою компаній для цілей ІРО. Більшість з них детально пропрацьовано і результати досліджень активно використовуються в банківській діяльності та в роботі інвестиційних фондів.

В той же час при ІРО спостерігається феномен, пов'язаний з статистичною недооцінкою компаній, котра проявляється в значному зростанні ціни акції компанії на відкритих торгах по результатах першого дня торгів в порівнянні з ціною емісії. На даний час феномен недооцінки являється однією з найважчих проблем в дослідженні фінансів.

Недооцінка зазвичай розглядається як усвідомлена плата існуючих акціонерів ринку за право бути представленими на відкритому ринку, котрий вважається вершиною розвитку в фінансуванні підприємства. При цьому існуючі акціонери не обов'язково можуть бути згодні з такою платою, проте існуюча система постіндустріального суспільства практично не залишає поля для маневру. Звертаючись до праць Стівена Брега [1; с. 313], розуміємо, що ІРО – один з найдорожчих джерел фінансових ресурсів, і рішення про проведення процедури досить часто пов'язане з питаннями зростання ліквідності паперів, перерозподілом контролю.

Аналізуючи причини, що спонукають акціонерів на прийняття рішення про проведення IPO, зауважимо, що акціонер – не ефективний менеджер, а власник частки в капіталі компанії, котрий прислуховується до спеціалістів в області фінансів: генерального та фінансового директорів, аудиторів, аналітиків, оцінювачів, засобів масової інформації.

Для того, щоб акціонери прийняли рішення про проведення додаткової емісії, вони повинні бути впевнені в захисті своїх майнових інтересів, і особливо в адекватності проведеної оцінки компанії для IPO.

То чому ж, апелюючи до даних Дж.Ріттера [2], компанії швидко дорожчають на 10-20% по результатах одного дня торгів на ринку? Нам не відомо про жодний прецедент, котрий був би пов'язаний з позовами компанії через її недооцінку при IPO, а, отже, це влаштовує «старих» акціонерів. Серед причин, якими обґрунтовують швидке зростання компаній, виділяють ірраціональність нових інвесторів, позитивний фон від самого факту розміщення, іноді стверджують про обережність оцінювачів (по суті оцінка – суб'єктивне твердження оцінювача про ймовірну ціну активу на ринку, тому оцінки для IPO та оцінки інвесторів й справді можуть відрізнятися). Проте, на наш погляд, ринок не може статистично бути ірраціональним, особливо в часи розвитку математичних методів аналізу економічних систем.

Раціональне зерно недооцінки повинне бути закладене в самому процесі IPO, тож відокремлюємо значущі параметри IPO, наявні на ринках:

- При IPO реалізується до 25% простих голосуючих акцій компанії;
- Ключові акціонери часто отримують мораторій до шести місяців на реалізацію свого пакету акцій;
- Після IPO компанія стає публічною.

Після IPO всі акції компанії являються однорідними в ціноутворенні на них, і це є значимим елементом, який відрізняє ще вчора приватну компанію від сьогодні публічної. Статистично компанія, що вчора була

приватною, сьогодні, ставши публічною, дорожчає на близько 20% на розвиненому ринку. Особливістю такого подорожчання є те, що на 20% дорожчає як 40% пакет акцій, так і кожна окрема акція, що для приватної компанії є утопічною ситуацією.

Розглянемо ціноутворення на папери приватних компаній. Акції не публічних компаній можна реалізувати на позабіржових ринках або в результаті прямих угод між приватними інвесторами. Як і будь-який актив, за ціну на акції можна поторгуватися. Якісною ознакою акції в приватній компанії є рівень її впливу на прийняття рішень при діяльності компанії, рівень контролю, яким вона наділена.

Оскільки акціонер має рівень впливу на прийняття рішень пропорційний пакету акцій у володінні, то пакети акцій є контрольні, мажоритарні, неконтрольні. Корпоративний контроль проявляється в праві перерозподілу фактично більшої частини часткових майнових інтересів акціонерів компанії при юридичному володінні меншою частиною компанії. Право на делегування повноважень закріплено законодавчо за більшістю голосів простих акцій. Абсолютний контроль зі сторони одного акціонера може призвести до зловживань і виведення ресурсів компанії при схемах з трансферним ціноутворенням, виведенням активів, рознесенням центрів прибутку чи перерозподілом затрат в холдингових структурах.

Таким чином, корпоративний контроль є не просто юридично-правовою основою при призначенні менеджменту компанії, але й має свою цінність для акціонерів, котрі в залежності від його наявності можуть непропорційно своїй частці капіталу збільшити свої статки, чи навпаки, зазнати збитків різного розміру.

В залежності від пакету акцій у власності, при укладені угод застосовується система знижок та премій. При продажу контрольного пакету акцій застосовується премія за наявність контролю. При продажу

неконтрольного пакету застосовується дисконт як врахування ризиків володіння неконтрольним пакетом акцій. Ця спрощена схема знаходить своє підтвердження в працях Козиря Ю.В, К. Мерсера [3], а також в практиці оцінки бізнесу.

Особливістю публічної компанії є те, що існує незалежна рада директорів, котра працює в інтересах всіх акціонерів компанії однаково, тобто створює систему, яка надає кожній окремій акції повноваження фінансового контролю. При недотриманні даного інтересу акціонери просто почнуть позбуватися своїх акцій на ліквідному ринку, що призведе до проблем ради директорів.

Таким чином, недооцінка компанії – досить умовне поняття, оскільки компанія, котра не планує виходити на IPO, планує IPO та провела IPO – три різні компанії з точки зору стратегії фінансового менеджменту по управлінню своєю вартістю. Графічно вартість компанії можна зобразити на Рисунку 1:

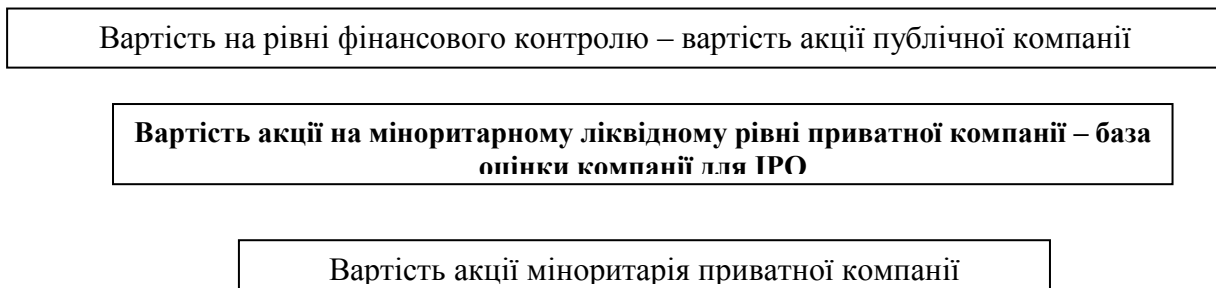


Рис. 1: Вартість компанії в залежності від стратегії фінансового менеджменту по управлінню її вартістю для акціонерів

Таким чином, акції приватної компанії якісно відрізняються від акцій публічної компанії, а недооцінка – зовнішній прояв переходу вартості акцій компанії з одного рівня на інший, більш дорожчий.

Література:

1. Стивен Брег. Настольная книга финансового директора / *Брег Стивен* // Пер. с англ. - 5-е изд. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. - 536 с

2. Kristian Rydqvist, Tim Loughran, Jay R. Ritter. Initial Public Offerings: International Insights, published in the June 1994. Pacific-Basin Finance Journal Vol. 2, pp. 165-199, Updated March 1, 2013

3. Z. Christopher Mercer. Valuing Enterprise and Shareholder Cash Flows: The Integrated Theory of Business Valuation. Peabody Publishing, 2004, p. 263