

10. *Chou, Yuan K.* Modeling Financial Innovation and Economic Growth: Why the Financial Sector Matters to the Real Economy // Journal of Economic Education. — 2007. — Vol. 38. № 1. — P. 78—91.

11. *Citanna Alessandro.* Financial Innovation and Price Volatility // NERC Department of Economics Working Paper № 685/1999. March 2000 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://ssrn.com/abstract=260912>

12. *Мишкин Фредерик С.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: Учебник. 7-е изд.: Пер. с англ. — М.: ООО «И. Д. Вильямс», 2006. — 880 с.

13. Global Shadow Banking Monitoring Report 2013. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_131114.htm](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131114.htm)

14. Dodd-Frank Act. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.cftc.gov/lawregulation/doddfrankact/index.htm>

УДК [336.761+336.763]:658.14/.16

*К. М. Гладчук, канд. екон. наук,  
старший викладач кафедри банківських інвестицій  
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»*

## ПРОФЕСІЙНІ ПОСЕРЕДНИКИ НА РИНКУ ПЕРВИННОЇ ПУБЛІЧНОЇ ПРОПОЗИЦІЇ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

*K. Gladchuk, PhD Senior Teacher  
of Bank Investments Department Kyiv  
National Economic University named  
after Vadym Hetman*

## PROFESSIONAL INTERMEDIARIES IN THE INITIAL PUBLIC OFFERING MARKET

Анотація. У статті розглянуто роль професійних посередників на ринку первинної публічної пропозиції цінних паперів (ІРО). Зокрема, визначено основні завдання, які переслідують учасники процесу ІРО. Досліджено функції андеррайтера, а також проаналізовано схеми його взаємодії з підприємством-емітентом. Розглянуто роль фондової біржі на ринку ІРО та здійснено порівняльну характеристику переваг і недоліків біржового і позабіржового розміщення акцій.

Annotation. The article deals with the role of professional intermediaries in the initial public offering (IPO) market. Key tasks pursued by IPO participants have been determined. Functions of underwriters, as well as schemes of their cooperation with issuers have been examined. The author has also investigated the role of stock exchange in IPO market and has conducted comparative analysis of advantages and disadvantages of stock-exchange and over-the-counter share placement.

**Ключові слова:** первинна публічна пропозиція акцій, емітент, інвестор, андеррайтер, номінований радник, корпоративний брокер, фондова біржа.

**Key words:** initial public offering of shares, issuer, investor, underwriter, nominated advisor, corporate broker, stock exchange.

**Актуальність і постановка завдання.** Сьогодні на світових ринках капіталу важливе місце серед методів залучення інвестицій посідає акціонування (збільшення статутного капіталу через проведення додаткової емісії акцій). Однією з перспе-

ктивних та інноваційних форм залучення акціонерного капіталу на міжнародних фондових ринках є первинна публічна пропозиція акцій, або IPO. Важливу роль у даному процесі відіграють професійні посередники, які допомагають емітенту досягти бажаних результатів від проведення IPO. У зв'язку з цим актуальним є дослідження їх основних завдань і функцій.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Сучасні теоретичні дослідження у сфері фінансування інвестиційної діяльності свідчать про те, що явище IPO вже протягом кількох десятиліть турбує західних учених. Сьогодні дане питання досліджують такі дослідники, як Б. Блек, С. Брег, Н. Боуер, Р. Геддес, Т. Дженкінсон, Л. Зінгалес, А. Лукашов, Дж. Ріттер, І. Фосетт та ін. Проте ролі професійних посередників на ринку IPO присвячено мало уваги, що і обумовило необхідність у дослідженні особливостей їх діяльності в сучасних умовах.

**Мета дослідження.** Метою даної статті є дослідження ролі професійних посередників у процесі первинної публічної пропозиції акцій, визначення основних завдань учасників ринку IPO, аналіз варіантів взаємодії андеррайтера та емітента, а також порівняння переваг і недоліків біржового та позабіржового розміщення акцій.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Практика доводить, що первинна публічна пропозиція акцій являє собою складний процес, який залучає не лише підприємство-емітента та потенційних покупців цінних паперів, але й низку посередників. Цілі учасників можуть відрізнятись, кожен з них у процесі підготовки та проведення IPO стикається зі своїми проблемами та вирішує свої завдання, проте усі вони зацікавлені в успішному результаті. Тому весь ряд проблем IPO розглядається з різних точок зору — підприємства-емітента, покупців і посередників.

Питання, які цікавлять емітента, зосереджені на виборі схеми IPO, торговельного майданчика (країни), на якому буде проводитися розміщення, андеррайтера, реструктуризації підприємства, розкритті інформації до та після проведення IPO. Головне, чого очікує підприємство від IPO — залучення максимального обсягу довгострокових коштів та отримання публічного статусу. Важливим завданням також є мінімізація витрат на проведення первинної публічної пропозиції акцій.

Головне завдання покупця акцій — отримання максимального доходу за мінімального ризику, а також диверсифікація інвестиційного портфеля. Для інвестора найбільш важливими є оцінка діяльності підприємства-емітента, оцінка ризиків — ринкових, фінансових, юридичних.

Основний посередник на ринку IPO — андеррайтер, або інвестиційний банк, який продає акції покупцям у процесі їх публічного розміщення від імені компанії на умовах гарантії розміщення цінних паперів або їх продажу за найвищою досяжною ціною [1]. Головне завдання андеррайтера — проведення успішного IPO, результати якого задовольнили б як самого емітента, так і інвесторів, що одержали нові акції. Серед кола питань, які стоять перед андеррайтером, ключовими є вибір схеми IPO, аналіз підприємства-емітента, підготовка та здійснення всіх юридичних процедур, інформаційний супровід, залучення інвесторів, організація роботи інших посередників, що допомагають у процесі IPO. Основний момент — це визначення ціни продажу акцій. У зв'язку з цим андеррайтер може дотримуватись у своїй діяльності однієї з двох існуючих у світовій практиці схем взаємодії з емітентом: «найкращі зусилля» — схеми, за якою андеррайтер обіцяє докласти максимум зусиль для вільного продажу акцій, але не бере на себе зобов'язання викупити нереалізовані акції; «стійке зобов'язання» — розміщення акцій, за якого андеррайтер викупує всі акції емітента та стає фінансово відповідальним за повний їх продаж [2].

У світовій практиці існує кілька моделей андеррайтингу. Головними є американська та лондонська. Цікавою та історично унікальною є лондонська модель андеррайтингу. Розглянемо її детальніше. До 1945 року в Лондоні 30 % усіх IPO

не мали андеррайтерів, а андеррайтинг міг проводитися значною кількістю промуутерів, стокброкерів, директорів компаній, промисловими трестами, синдикатами. З 1945 року андеррайтингом акцій почав займатися «капітал з репутацією» — було засновано Асоціацію шанованих банкірських будинків на чолі з банками Barings і Rothschilds. У Лондоні на той час використовувалися два види розміщення:

1. Розміщення «прав» (від англ. Rights Offering), згідно з яким публічні компанії зобов'язані були пропонувати нову емісію вже існуючим акціонерам компанії на пропорційній основі, щоб уберегти акціонерів від розмивання і зберегти їх частку в компанії (але це дуже обмежувало клас акціонерів — власників акцій і перешкоджало формуванню «акціонерної культури» в суспільстві).

2. Розміщення за фіксованою ціною (від англ. Placing) після реформи 1986 року: андеррайтери купували акції безпосередньо в емітента і потім продавали інвесторам (без комісії). Вся емісія викупувалась одночасно і ризик повністю лягав на банкірів-андеррайтерів.

Наприкінці 1980-х рр. до Лондона прийшла американська модель андеррайтингу. За уряду М. Тетчер шляхом IPO було приватизовано такі компанії, як British Telecom, British Petroleum і Cable & Wireless, у результаті чого серед інвесторів було розміщено акцій у середньому по 5 млрд дол. США за кожну компанію. Оскільки багато приватизаційних IPO виявилися занадто великими для Лондона, для їх проведення в якості андеррайтерів було залучено американські інвестиційні банки.

Незважаючи на цей факт, у Великобританії все ж таки збереглися власні риси інституту андеррайтингу, що відрізняють його від американської моделі. Зокрема, у термінології лондонської моделі андеррайтингу розрізняють поняття корпоративного брокера (від англ. Corporate Broker) і номінованого радника (від англ. Nominated Advisor), або номада. Розглянемо відмінності між ними (рис. 1).

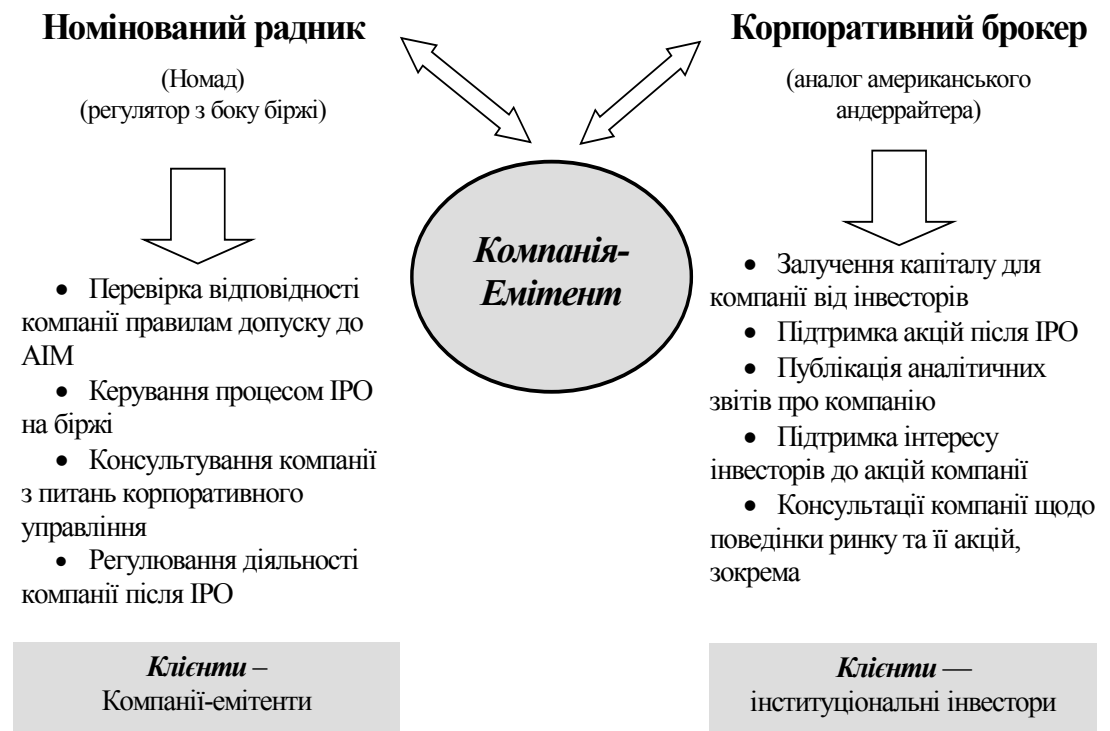


Рис. 1. Основні функції номада і корпоративного брокера у Великобританії

\* Складено самостійно за: [3].

Поняття «корпоративний брокер» унікальне для Англії. Такого інституту немає в США, де під брокером мається на увазі фондовий брокер (від англ. Stock Broker), який виконує функцію купівлі-продажу акцій для клієнтів. Основне завдання корпоративного брокера на первинному ринку акцій — допомагати компанії залучати ресурси при проведенні IPO (аналог андеррайтера в американській моделі). Брокери повинні мати міцні зв'язки з ключовими фінансовими інститутами і мають володіти навичками маркетингу цінних паперів фірми серед інституціональних інвесторів.

Інша основна функція брокера — допомагати компанії на вторинному ринку. Брокер виступає посередником між компанією і ринком і є сполучною ланкою між інвестиційним співтовариством і компанією. Брокер стимулює інтерес інвесторів до акцій компанії, з одного боку, і консультує компанію щодо оцінки її акцій, з іншого. Як посередник він виконує такі функції:

— брокер має повідомляти компанію про фінансові результати її конкурентів негайно після їх публікації, зміни в ціні акцій конкурентів, а також основні новини, пов'язані з сектором, в якому працює компанія;

— брокер має консультувати директорів і співробітників компанії щодо наслідків для ринкової ціни акцій всіх угод з акціями компанії;

— брокер має постійно інформувати компанію про умови ринку, зміни в ціні й обсягах торгівлі її акціями, тобто діяти як «очі і вуха» компанії [3].

Номад — це так званий куратор компанії-емітента з боку біржі, наявність якого (як і корпоративного брокера) є обов'язковою вимогою для розміщення на альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі (AIM). Мета AIM — створення гнучкої процедури лістингу для невеликих компаній, що розвиваються. Беручи до уваги те, що керівництво таких компаній не має досвіду в управлінні публічними компаніями і не бажає при цьому наймати додаткових контролерів, Біржа вирішила передати відповідальність за поточне регулювання AIM третім особам, однією з яких і є номад. На відміну від основного майданчика Біржі, де відповідність компанії вимогам лістингу перевіряється Управлінням Великобританії з Лістингу (від англ. UKLA — United Kingdom Listing Agency), рішення про те, чи підходить компанія для допуску на AIM, повністю покладається на номада. Його основна функція — переконатися в тому, що виведення даної компанії на AIM та її супровід негативно не позначиться на репутації біржі [4].

Номад виконує три основні категорії завдань:

- приймає рішення, чи відповідає компанія правилам допуску;
- керує процесом розміщення акцій компанії на біржі;
- після розміщення консультує керівництво компанії з питань корпоративного управління і забезпечує її відповідність правилам AIM [3].

Роль номада при здійсненні IPO настільки велика, що компанії змушені постійно користуватися його послугами. Якщо компанія відмовляється від послуг номада, то її діяльність фактично не контролюється, і за правилами AIM акції вилучаються з обігу, а допуск до біржі припиняється [4].

Слід чітко розуміти відмінності в ролі номада та корпоративного брокера. Незважаючи на те, що одна і та ж організація може одночасно виконувати ролі номада і брокера, між ними існують значні відмінності. Роль номада — давати компанії рекомендації з різноманітних питань, пов'язаних з корпоративними фінансами, керувати процесом розміщення акцій на біржі і виступати регулятором з боку біржі по відношенню до компанії. Головні завдання брокера — залучати капітал для компанії від інституціональних інвесторів, забезпечувати стабільність торгівлі акціями компанії після розміщення, публікувати аналітичні звіти про компанію та забезпечувати підтримку постійного інтересу інвесторів до її акцій. Клієнтом номада є компанія, і всі відносини між ними є конфіденційними. Клієнтом же брокера є інституціональні інвестори. Брокер не посвячений у конфіденційні відносини між номадом і компанією. У випадку, якщо одна і та ж фірма є одночасно і номадом, і брокером, то між відповідними її підрозділами має

існувати чіткий розподіл обов'язків і так звана «китайська стіна» щодо нерозголошення інформації [3].

Варто зазначити, що андеррайтер — не єдиний професійний учасник, який забезпечує успішність проведення первинної публічної пропозиції акцій. Окрім нього у процесі IPO беруть участь юридична компанія, аудиторська фірма, PR-агентство, фондова біржа. До речі, до вибору останньої необхідно підходити вкрай уважно.

Вибір фондової біржі для здійснення первинної публічної пропозиції акцій є ключовим рішенням компанії і залежить напряму від прийнятої стратегії та цілей IPO, а також можливостей біржі їм відповідати. У світовій економіці розрізняють два типи фондових бірж: глобальні та регіональні.

Глобальні біржі — це біржі, які домінують в економічному співтоваристві. Вони характеризуються найбільш високою капіталізацією та обсягами торгів, найбільшою ліквідністю. На глобальній біржі котируються цінні папери та похідні фінансові інструменти найвідоміших компаній, а також депозитарні розписки та вторинні пропозиції акцій іноземних компаній.

Прикладами глобальних бірж є Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE) і Лондонська фондова біржа (LSE). В Азії статус глобальної біржі має Токійська фондова біржа. Всесвітньо відомою є американська електронна біржа NASDAQ.

Регіональні фондові біржі — це біржі, які обслуговують один регіон і домінують у локальній економічній системі. Вони спеціалізуються на обмеженій кількості продуктів, ринків та інвесторів. Серед регіональних європейських бірж найбільший інтерес представляють Франкфуртська фондова біржа, фондова біржа Люксембургу, Віденська фондова біржа, Euronext (пан'європейський майданчик, створений в результаті об'єднання ринків акцій і деривативів Амстердама, Парижу, Брюссельської і Португальської бірж), Єдина біржа балтійського регіону (OMX), що поєднує в собі систему торговельних майданчиків Стокгольма, Копенгагена, Гельсінкі, Вільнюса, Риги і Талліна [5].

Загалом, фондова біржа є організаційно оформленим, постійно діючим ринком, на якому створюються сприятливі умови для вільної купівлі-продажу цінних паперів за ринковими цінами на регулярній та впорядкованій основі [6]. Тобто біржова торгівля цінними паперами є однією з форм організованого ринку, що діє за визначеними правилами, де в результаті укладання цивільно-правових угод відбувається зміна права власності на цінні папери.

Основні функції, які виконує фондова біржа для забезпечення процесу первинної публічної пропозиції цінних паперів:

- ✓ прискорення обігу надлишкових ресурсів і забезпечення їх акумуляції для подальших інвестицій;
- ✓ акумулювання вільних коштів населення, тимчасове вилучення їх з обігу зі спрямуванням в інвестиції;
- ✓ організація біржових зборів для проведення публічних торгів;
- ✓ визначення ринкової ціни акцій, що котируються на біржі;
- ✓ гарантування виконання умов біржових угод;
- ✓ забезпечення учасників ринку оперативною та аналітичною інформацією про стан і тенденції розвитку фондового ринку;
- ✓ забезпечення виходу національного капіталу на світовий ринок через розповсюдження серед іноземних інвесторів акцій вітчизняних підприємств;
- ✓ запобігання виникненню на фондовому ринку зловживань, шахрайств, кримінального середовища [7].

Часто підприємства розглядають можливість позабіржового розміщення акцій, керуючись низькими витратами, відсутністю необхідності реєстрації клієнтів на біржі та обмежень щодо параметрів угод з боку торговельних платформ, можливістю здійснювати угоди з акціями емітентів, які не допущені до торгів на фондовій біржі, або за якими не вдається знайти контрагента. Але позабіржове розміщення має низку недоліків у порівнянні з біржовим. Це зокрема: ризики у зв'язку з відсутніс-

тю налагодженої інфраструктури; висока премія за ризики, які можуть виникнути внаслідок невиконання угоди; тривалий процес обміну акцій і грошових коштів між продавцем і покупцем (табл. 1).

Таблиця 1

## ПОРІВНЯЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА БІРЖОВОГО ТА ПОЗАБІРЖОВОГО РОЗМІЩЕННЯ АКЦІЙ\*

Біржовий ринок	Позабіржовий ринок
<i>Переваги</i>	
1. Біржа приймає участь в розміщенні як незалежна сторона (розкриває обсяги торгів та угод з акціями, публікує прес-релізи) 2. Біржа допомагає розробити регламент розміщення. 3. Біржа допомагає брокеру в пошуку інвесторів. 4. Проходження лістингу є своєрідною рейтинговою оцінкою емітента. 5. Прозорий та зрозумілий рівень комісійної винагороди. 6. Можливість гарантованого отримання покупцем акцій, а продавцем — грошових коштів в найкоротший термін (протягом одного дня).	1. Немає обмежень щодо параметрів угод з боку торговельних систем (відсутність обмежень щодо ціни, вимог до термінів постачання (розрахунків) та інших додаткових умов). 2. Можливість здійснювати угоди з акціями емітентів, які не допущені до торгів на фондовій біржі, або за якими не вдається знайти контрагента. 3. Відсутня необхідність в реєстрації клієнтів на біржі.
<i>Недоліки</i>	
1. Розміщення акцій на біржовому ринку тягне за собою додаткові витрати на інфраструктуру. 2. Необхідність реєстрації клієнтів на біржі.	1. Висока премія за ризики, що можуть виникнути внаслідок невиконання угоди. 2. Ризики, що виникають у зв'язку з відсутністю налагодженої інфраструктури, яка забезпечує перехід прав власності (інвестори — організатор IPO-емітент). 3. Отримання продавцем грошових коштів, а покупцем — акцій розтягнуто в часі.

\* Складено самостійно за: [8, с. 105—106].

**Висновки та напрями подальших досліджень.** Розглянувши роль основних професійних посередників на ринку первинної публічної пропозиції акцій, можна дійти висновку, що даний інструмент залучення інвестицій потребує залучення багатьох фахівців зі знанням специфіки процесу, що врешті-решт допоможе підприємству-емітенту досягти бажаного результату — отримання довгострокових ресурсів для розвитку бізнесу за мінімальних витрат. Важливе значення відіграє схема взаємодії емітента з андеррайтером, або інвестиційним банком, який організовує продаж акцій інвесторам. Пріоритетним також є питання вибору місця для розміщення акцій — на фондовій біржі або поза нею. Встановлено, що біржове розміщення має ряд переваг, серед яких: можливість отримання більших премій до чистої вартості активів; якісні інвестори; висока ліквідність акцій; низькі ризики; покращення міжнародного іміджу компанії-емітента. У подальшому планується глибоке дослідження інструменту первинної публічної пропозиції акцій та його ролі у фінансовому забезпеченні інвестиційної та інноваційної діяльності.

## Література

1. Пионеры IPO. Выпуск 4. Обзор и анализ всех IPO из России и стран СНГ в 2008 году — The PBN Company — [www.pbnco.com](http://www.pbnco.com).
2. Материалы Третьего Всероссийского IPO-Конгресса. — г. Москва. — 13 апреля 2007. — [www.ipo-congress.ru](http://www.ipo-congress.ru).

3. Лукашов А.В. Роль профессиональных участников рынка ценных бумаг в процессе привлечения компаний инвестиций // Conference: Investment in Russia: Trends, methods and best practices (Moscow, 25—26 September 2006).
4. Хоррокс П., Тихонова Ю. Функции номинированного Советника при выходе компании на альтернативную площадку // «Капитал.kz». — №07 (94). — 22.02.07 г. / [Электронный ресурс]. — Доступно з: <<http://afk.kz/rus/articles/2004>>.
5. Лукашов А. Популярные в России зарубежные фондовые биржи // Финансовый Форум. — 2006. — №7.
6. Корнеев В.В. Цінні папери в системі фінансового ринку: Фінансовий ринок та ринок цінних паперів. Операції з цінними паперами / В. В. Корнеев, С. В. Глущенко // Науково-дослідний фінансовий ін-т. — К. : НДФІ, 1999. — 68 с. — С. 49.
7. Фінансовий ринок : навчальний посібник / О. Ю. Смолянська ; Мін-во освіти і науки України, Полтавська держ. аграрна академія. — К. : ЦНЛ, 2005. — 384 с. — С. 278—279.
8. Базовый курс по рынку ценных бумаг: учебное пособие / О.В. Ломтатидзе, М.И. Львова, А.В. Болотин и др. — М.: КНОРУС, 2010. — 448 с.

### References

1. IPO Pioneers. 4th Issue. Review and Analysis of IPO Deals in Russia and CIS Countries in 2008. — The PBN Company. — [Electronic resource]. — Available at : [www.pbnco.com](http://www.pbnco.com)
2. The 3rd All-Russian IPO Congress : Synopsis. — Moscow. — April, 13th, 2007. — [Electronic resource]. — Available at : [www.ipo-congress.ru](http://www.ipo-congress.ru)
3. A.V. Lukashov. The role of professional securities market participants in the process of investment attraction // Conference: Investment in Russia: Trends, methods and best practices (Moscow, 25-26 September 2006).
4. P. Khorrox, Yu. Tykhonova. The functions of Nominated Advisor in the alternative stock market platform // «Capital.kz». — #07 (94). — 22.02.2007 / [Electronic resource]. — Available at : <http://afk.kz/rus/articles/2004>
5. A. Lukashov. Foreign stock exchanges popular among Russian companies // Financial Forum. — 2006. — №7.
6. V. Korneyev. Securities in financial market system: Financial and Securities Markets. Deals with Securities / V. Korneyev and others // Scientific & Research Financial Institute. — Kyiv, 1999. — 68 p. — P. 49.
7. Financial Market : tutorial / O. Smolyanska ; Poltava State Agrarian Academy. — Kyiv, 2005. — 384 p. — P. 278—279.
8. Basic Course on Securities Market : tutorial / O. Lomtadidze, M. Lvova, and others. — Moscow, 2010. — 448 p.