

## Рынок ценных бумаг

УДК 336.761

# КРАТКОСРОЧНАЯ И СРЕДНЕСРОЧНАЯ ДОХОДНОСТЬ ПЕРВИЧНЫХ ПУБЛИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ АКЦИЙ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

**А. В. НАПОЛЬНОВ,**  
*аспирант кафедры ценных бумаг  
 и финансового инжиниринга  
 E-mail: andrey.napolnov@gmail.com*  
**Финансовая академия при Правительстве  
 Российской Федерации**

*В статье отмечается, что российский рынок первичных публичных размещений, ставший одним из крупнейших первичных рынков акций в мире в 2007 г., постепенно восстанавливается после своего значительного падения вследствие кризиса 2008–2009 гг., а компании, отложившие размещение акций, возобновляют подготовку эмиссий, что определяет актуальность анализа имеющегося российского опыта. В статье систематизированы теоретические подходы, объясняющие ценообразование на первичном рынке, и проанализированы краткосрочная и долгосрочная доходности первичных публичных размещений акций российских компаний в период с 1996 по 2010 г., выявлены фундаментальные причины, объясняющие различия в доходности, получаемой инвесторами при покупке акций на первичном рынке в России и других странах. Сделан вывод о том, что низкая первоначальная доходность размещений обусловлена конфликтом интересов между инвестиционным банком и эмитентом.*

**Ключевые слова:** рынки акционерного капитала, первичное публичное размещение акций, первоначальная доходность, недооценка.

### Введение

Первичное публичное размещение акций (Initial Public Offering, IPO) предполагает трансформацию компании из частной в публичную, в результате чего компания получает рыночную оценку своей стоимости. Определение цены, по которой акции предлагаются широкому кругу инвесторов, ее соотношение

с ценой, которая затем складывается на вторичных торгах, является одним из спорных вопросов теории корпоративных финансов. По данной тематике западными авторами написано значительное число работ, но исследователи на основе разных эмпирических данных (страновых и временных) иногда приходят к совершенно противоположным выводам.

Процесс ценообразования при IPO состоит из следующих этапов:

- *формирование цены на первичном рынке:*
  - определение ценового диапазона банками-организаторами;
  - установление цены размещения акций банками-организаторами;
- *формирование цены на вторичном рынке.*

Необходимо отметить, что формирование цены на вторичном рынке является составной частью процедуры первичного размещения в связи с тем, что инвестиционные банки оказывают эмитенту услуги по ценовой стабилизации.

Цена предложения акций определяется с использованием стандартных подходов к оценке стоимости бизнеса: используются методы дисконтированных денежных потоков и сравнительного анализа. Затратный подход, сфера применения которого и без того узка, при оценке компаний, готовящихся стать публичными, не используется.

Работа инвестиционного банка с клиентом начинается с индикативной оценки (определения

ценового диапазона). Предварительная оценка компании проводится уже на этапе, когда банки борются за мандаты на организацию размещения (право на участие в сделке). Впоследствии индикативная оценка уточняется в ходе комплексной проверки, а окончательная цена размещения устанавливается на переговорах между эмитентом и инвестиционными банками. Как правило, индикативная оценка основана на использовании сравнительного подхода. Однако если банк владеет непубличной информацией о компании, то возможно проведение предварительной оценки методом дисконтирования денежных потоков без построения детальной модели бизнеса. Проведение процедуры комплексной проверки и построение детальной финансовой оценки, на базе которых будет проводиться оценка денежных потоков, проводятся банками-организаторами размещения.

Специфика ценообразования при первичном размещении акций определяется способом, выбранным для данной процедуры: размещение по фиксированной цене, проведение аукциона; формирование книги заявок. Учитывая тот факт, что самым распространенным для российских размещений является метод формирования книги заявок, далее будут рассмотрены вопросы и проблемы ценообразования при использовании этого метода.

Диапазон цен предложения определяется в ходе процедуры комплексной проверки: организаторы размещения проводят оценку компании и устанавливают диапазон цен предложения акций, в пределах которого, как ожидается, и будет назначена цена на акции в процессе IPO. Этот ценовой диапазон указывается в предварительном проспекте компании. Проспект рассылается потенциальным инвесторам, а компания начинает осуществлять маркетинг, проводить так называемое «дорожное шоу» для стимулирования спроса на акции. Одновременно организаторы приступают к приему заявок и пытаются получить информацию о существующем спросе. После прекращения приема заявок (накануне размещения акций) компания и инвестиционный банк устанавливают окончательную цену предложения, которая и является ценой размещения акций компании андеррайтером среди инвесторов. С момента открытия торгов акциями фирмы на фондовом рынке начинается свободное ценообразование. С этого момента цена на акции устанавливается рынком.

Особое значение в теории IPO имеет цена закрытия первого дня торгов. Относительное из-

менение цены в первый день называется «доходностью первого дня торгов» или «первоначальной доходностью» (initial returns) и определяется по формуле

$$U = (P_c - P_o) / P_o,$$

где  $P_c$  – цена закрытия первого дня;

$P_o$  – цена размещения акций.

Впервые проблема первоначальной доходности была рассмотрена в работах Р. Ибботсона [10], Ф. Рейли<sup>1</sup>, Х. Стола и А. Керли<sup>2</sup> в 1970-е гг.

Первоначальная доходность формирует «первичные прибыли» инвесторов за счет средств, которые были недополучены продающими акционерами и эмитентом. Если бы компания продала акции инвесторам по цене закрытия первого дня торгов, а не по цене предложения, то компания и продающие акционеры получили бы больше денежных средств. Эти средства можно было бы привлечь, продав меньшее количество акций. Не зря недополученные средства на профессиональном жаргоне называют «деньгами, оставленными на столе» (money left on the table). Если оплата услуг инвестиционных банкиров является прямыми издержками проведения IPO, то «недополученные» средства – это альтернативные издержки проведения IPO.

Эффект высокой начальной доходности также называют занижением цены IPO или «феноменом недооценки» (IPO underpricing). Феномен, хотя и считается аномалией, которой не должно быть на эффективном рынке, существует во всех странах и на всех фондовых рынках без исключения вне зависимости от степени эффективности. Например, на американском рынке, который является одним из наиболее эффективных, среднее значение первоначальной доходности в 1960–2008 гг. составило 16,9%. Экономисты А. Т. Лафран и Д. Риттер отмечают, что более чем при 70% IPO в 1980–1990 гг. и в начале 2000-х гг. цена закрытия первого торгового дня превышала цену размещения. При этом недооценка не является постоянной величиной, колеблющейся вокруг некоторого среднего значения, наблюдаются и значительные изменения этого показателя. В США средняя первоначальная доходность IPO в 1980-х гг. составляла 7,4%, в 1990–1998 гг. – 14,8%, в 1999–2000 гг. она достигла уровня в 69% и упала до 11% в 2001–2002 гг. [12].

<sup>1</sup> Reilly F. Further Evidence on short-run results for new issues investors // Journal of financial and quantitative analysis, 1973. № 8. P. 83–90.

<sup>2</sup> Stoll H., Curley A. Small business and new issues market for equities // Journal of financial and quantitative economics, 1970. № 5. P. 309–322.

Ярким примером явления недооценки служит первичное публичное размещение акций американской компании Theglobe.com, организатором которого был американский банк Bear Stearns. Размещение прошло 13.11.1998 по цене 9 долл. США за акцию. В течение первого дня торгов цена акции выросла на 1 000 %, достигнув уровня 97 долл., а затем снизилась, и торги акциями закрылись на отметке в 63 долл. И хотя компания привлекла 30 млн долл., при имевшемся спросе компания оставила 200 млн долл. «на столе».

Существует целый ряд гипотез, объясняющих феномен недооценки акций при проведении IPO. Все исследования по данной проблеме можно разделить на три большие группы. Первая и наиболее разработанная группа теоретических исследований основана на информационной асимметрии между основными участниками процесса: инвесторами, инвестиционным банком и эмитентом. Их базовое предположение заключается в том, что одна из сторон по какой-либо причине (будь то отраслевая экспертиза, тщательно проведенный анализ и т. д.) обладает большей информацией, чем другие. Вторая группа теоретических исследований основана на институциональных предпосылках, исключая информационную асимметрию институциональных предпосылок. Третье направление исследований основано на иррациональном поведении инвесторов.

### Исследования проблемы информационной асимметрии

Данные исследования включают три направления, каждое из которых исходит из предположения, что информацией о справедливой цене владеют инвесторы, эмитенты или инвестиционные банки.

**Информацией о справедливой цене владеют инвесторы.** Гипотеза «Проклятие победителя» (*the winner's curse hypothesis*). Наиболее известная асимметричная модель — это модель «проклятие победителя» К. Рока, которая по своей сути является частным случаем проблемы «рынка лимонов» Д. Акерлофа<sup>3</sup>.

Экономист К. Рок разделяет инвесторов на две группы: информированных и неинформированных, предполагая, что некоторые инвесторы лучше других осведомлены об истинной стоимости ценных бумаг в сравнении с инвестиционным сообществом

в среднем. От размещения к размещению соотношение информированных и неинформированных инвесторов меняется (в зависимости от оценки стоимости акций). Можно предположить, что информационная асимметрия возникает, когда определенные инвесторы получают доступ к более подробной информации о состоянии отрасли и на ее основе формируют правильное понимание фундаментальных факторов, определяющих движение рынка, что приводит к появлению у этих инвесторов конкурентных преимуществ перед остальными. Конкурентные преимущества определяются региональной и отраслевой специализацией, качеством аналитических прогнозов и собственной инвестиционной экспертизы, а также человеческим фактором (интуицией или заблуждениями управляющего фондом). Однако получение такого конкурентного преимущества связано с издержками. Одним из следствий модели «Проклятие победителя» является то, что в условиях наличия эффективного рынка ценных бумаг неинформированные инвесторы получают нулевую прибыль, в то время как информированные получают прибыль от размещения акций, которая достаточна лишь для покрытия издержек по получению информации.

Инвесторы приобретают акции компаний, проводящих IPO, по цене размещения в надежде на то, что они смогут в итоге получить доход от разницы между рыночной ценой и ценой размещения, т. е. они стремятся покупать недооцененные выпуски. Однако в отличие от неинформированных инвесторов информированные знают, какой выпуск недооценен, а какой — нет, а значит, будут покупать только те акции, которые продаются с дисконтом к справедливой стоимости. Неинформированные же инвесторы будут покупать все новые выпуски. Следовательно, на недооцененные выпуски спрос будет больше, так как на акции предъявят спрос все инвесторы, а заявки будут удовлетворены лишь частично (если предположить, что акции распределяются среди инвесторов равномерно). В то же время участвовать в переоцененных выпусках информированные инвесторы не будут, и все акции «достанутся» неинформированным инвесторам. Неинформированные инвесторы понимают, что если их спрос на акции каждого конкретного выпуска полностью удовлетворен и они получили столько акций, сколько было указано в заявке, то информированные инвесторы не участвовали в размещении. По мере того как у неинформированных инвесторов скапливаются акции переоцененных выпусков, их портфель показывает негативную

<sup>3</sup> Akerlof G. The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics, v. 84, August 1970.

динамику: они терпят убытки и им приходится уйти с рынка. Поэтому компания, стремясь сохранить потенциальный круг инвесторов и доверие на рынке, создать имидж доходного эмитента, вынуждена недооценивать свои акции при IPO для того, чтобы компенсировать неинформированным инвесторам потери от неправильного выбора и тем самым удерживать их на рынке.

*Гипотеза «Обратная связь с рынком»* (the market feedback hypothesis). Согласно этой теории андеррайтеры могут намеренно занижать стоимость акций, чтобы побудить инвесторов к раскрытию их понимания стоимости акций в период, предшествующий размещению, для более точного установления цены. Своего рода платой за информацию инвесторов является недооценка выпусков. Инвесторы мотивируются андеррайтером, ожидая, что за раскрытие информации они получат дополнительное вознаграждение через недооценку выпуска и большее количество акций, которые будут переведены на их счета. Но при переподписке книги заявок, когда спрос превысил предложение, данный механизм мотивации исчерпывает себя и организатор размещения начинает подстраивать цену размещения. В случае большого интереса инвесторов андеррайтер лишь частично приспособливает цену размещения к высокому спросу. В итоге андеррайтеры недооценивают в большой степени те выпуски, относительно которых оценки инвесторов оказались положительны. Этот феномен получил название «частичного приспособления».

Другими словами, если окончательная цена предложения пересматривается в сторону повышения (по сравнению с первоначальным ценовым диапазоном), то акции недооцениваются в большей степени, чем акции, окончательная цена которых пересматривается с минусом. Это подтверждается статистикой средних доходов от первого дня торгов (США, 1990-е гг.). Если цена предложения оказывалась меньше первоначальной нижней границы ценового диапазона, то акции недооценивались в среднем на 3,5%. Если цена предложения оставалась в первоначальном ценовом диапазоне, то степень недооценки равнялась 12%. Если же цена предложения в итоге была установлена на уровне выше первоначальной верхней границы ценового диапазона, то недооценка составляла 30% [1]. Эмпирические данные свидетельствуют о том, что корректировка цены предложения (в конечном счете) максимизирует прибыль андеррайтера.

Изучением данной теории занимались Л. Бенвенисте и П. Спиндт [5], определявшие влияние

процесса формирования книги заявок на занижение цен при IPO. Ф. Корнели и Д. Голдрич [7], которые имели прямой доступ к книгам заявок IPO одного инвестиционного банка, пришли к выводу, что пересмотр цены в процессе формирования книги заявок практически не влияет на степень недооценки акций при IPO.

*Гипотеза «Эффект массового спроса»* (the bandwagon hypothesis). Эта гипотеза основана на том, что при принятии решения о покупке акций нового выпуска потенциальные инвесторы руководствуются не только своими собственными оценками перспектив компании, но и наблюдают за спросом на ее акции со стороны других инвесторов. Если инвестор наблюдает низкую активность других инвесторов, то он, скорее всего, также воздержится от покупки, даже если располагает благоприятной информацией и его собственные ожидания и оценки положительны. Действуют и обратные механизмы: если инвестор, не заинтересованный в IPO, видит вокруг акций ажиотаж, он переменит свое мнение и предъявит спрос вне зависимости от собственных оценок, видя спрос со стороны других. Недооценка проводится для того, чтобы создать массовый спрос и стимулировать активные покупки.

*Информацией о справедливой цене владеют эмитенты. Гипотеза «Сигнализирование»* (the signalling hypothesis). В ряде случаев недооценка IPO – это часть стратегического плана компании. Дело в том, что недооценка первичного выпуска создает имидж доходного эмитента, что упрощает привлечение денежных средств при последующих размещениях.

Первые исследования этой проблемы были проведены Р. Ибботсоном [10]. По его мнению, недооценка акции происходит для того, чтобы «оставить приятный вкус во рту инвесторов после IPO». М. Гринблат, С. Хванг [9] продолжили исследования в данной области, дополнив эту теорию. Сигнализирующие модели базируются на большом количестве эмпирических наблюдений, показывающих, что занижение цены положительно связано с вероятностью, размером, скоростью и эффектом от объявления о последующем размещении акций.

*Информацией о справедливой стоимости владеют инвестиционные банки. Гипотеза «Монополия инвесторского банка»* (the investment banker's monopsony power hypothesis). В основе этой теории лежит предположение о том, что андеррайтеры обладают уникальными знаниями относительно рыночной конъюнктуры и отлично представляют,



какова реальная рыночная цена предложения. А так как они вынуждены проводить серию дорогостоящих и трудоемких маркетинговых мероприятий при подготовке IPO, они предпочитают экономить средства и усилия, искусственно занизив цену нового выпуска, если они знают, что спрос на него и так будет велик.

Компания-эмитент может снизить вероятность агентской проблемы путем повышения комиссионных отчислений организатору выпуска. Организатор находится перед моральным выбором: использовать преимущество владения информацией о рыночном спросе и занижить цену выпуска, либо установить цену выпуска, которая удовлетворяет клиента более всего. Мерилом данного морального риска является величина комиссионных отчислений. В случае, если комиссионные отчисления превышают выгоды от манипулирования информацией, то инвестиционный банк выберет справедливую цену, в противном случае – установит низкую стоимость выпуска, поставив тем самым под угрозу свою репутацию среди эмитентов. Исследования в данном направлении начал Д. Барон [3], считавший, что инвестиционный банк осведомлен об условиях спроса лучше, чем эмитент, а недооценка используется для достижения оптимальных условий для продажи.

### Теории, исходящие из прочих институциональных предпосылок

*Гипотеза «Избежание судебных исков» (the lawsuit avoidance hypothesis).* В США частота и серьезность возможных будущих судебных исков может быть сокращена путем занижения цены предложения, так как инвесторы, понесшие убытки, могут претендовать на их возмещение. Изменение цены выглядит слишком дорогим способом для снижения вероятности будущих судебных исков. Более того, в странах, где риска судебных исков не существует, цены занижаются так же, как и в США.

Ранние объяснения данной гипотезы утверждали, что судебные процессы являются достаточно дорогостоящими для ответчиков. Это не только убытки, юридические выплаты, потери рабочего времени менеджмента, но также и репутационный ущерб: инвестиционные банки, вовлеченные в судебные тяжбы, непременно теряют инвесторов.

*Возможность ценовой поддержки выпуска (bank's price stabilization).* Частью договоренностей между эмитентом и инвестиционным банком является обязательство банка обеспечивать ценовую

стабилизацию и функционирование вторичного рынка акций компании. Стабилизация цены рассматривается как определенная гарантия компенсации потерь инвесторов. Если бы андеррайтеры не гарантировали ценовой поддержки, то многие инвесторы отказались бы от покупки этих акций. Если андеррайтер не выполняет своих обязательств по поддержанию цены акций, то инвесторы могут в массовом порядке сбросить акции. Кроме того, инвесторы имеют законное право отменить все свои заказы на покупку акций в течение нескольких дней, в зависимости от условий расчетов. Услуга по поддержке рынка имеет своей целью предотвращение отказов. Именно поэтому андеррайтеры, стараясь застраховаться от падения цен, предпочитают недооценивать акции при IPO.

Экономисты Д. Аскит, Д. Джонс и Р. Киншник [2] пытались определить, является ли занижение цен при IPO «побочным продуктом» ценовой поддержки акций андеррайтером после начала торгов, и в результате они нашли эту взаимосвязь. Однако существует и противоположное мнение, которое также основано на эмпирических данных. Л. Бенвенист, В. Бусаба и В. Вильгельм [6] пришли к выводу, что ценовая поддержка уменьшает необходимость занижить цену предложения акций при размещении, которое осуществляется главным образом в пользу институциональных инвесторов.

*Гипотеза «Размытие круга собственников» (the ownership dispersion hypothesis).* Итак, андеррайтеры могут специально недооценивать акции компаний, чтобы вызвать ажиотажный спрос. В таком случае у инвестиционного банка и эмитента появляется возможность равномерно распределить акции среди инвесторов, так, чтобы ни у одного не образовалось крупного пакета. Таким образом, снижается вероятность враждебных поглощений, повышается ликвидность рынка. Это один из тех немногих случаев, когда собственники компании-эмитента могут быть заинтересованы в недооценке акций. Тем самым владельцы компании, получая рыночную оценку своей собственности, сохраняют контроль над ней. Данная теория исходит из информационной симметрии на рынке акций. Две основные модели, описывающие данную гипотезу, были предложены М. Бреннаном и Д. Франксом<sup>4</sup>, Н. Стоугтоном и Д. Зечнером<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Brennan M., Franks J. Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK // Journal of Financial Economics, 1997. № 45. P. 391–413.

<sup>5</sup> Stoughton N., Zechner J. IPO mechanisms, monitoring and ownership structure // Journal of Financial Economics, 1998 № 49. 45–78.

### Поведенческие подходы

Значительное увеличение первоначальных доходностей на американском рынке в конце 1990-х гг. повлекло за собой новые направления исследований. Ученые, работавшие над проблемой, усомнились, что основное объяснение недооценки связано с институциональными подходами. К занижению цен акций при IPO был применен поведенческий подход. В основу теоретических положений этого направления легли следующие положения:

- поведение инвесторов носит иррациональный характер;
- инвесторы не всегда могут оценить справедливую стоимость акций в силу небольшой истории работы эмитента, невысокой информационной прозрачности или других факторов;
- акционеры и менеджмент эмитента не способны оказать достаточное воздействие на инвестиционный банк.

Данное направление исследований является самым новым. Основными разработчиками являются И. Уэлч, А. Лжунгвист, В. Нанда, Р. Сайн [11], Ф. Корнелли, Д. Голдерич [8].

Обилие теоретических изысканий, продолжающиеся исследования в данной области и различные выводы, к которым приходят ученые, подтверждают актуальность проблемы недооценки.

На основе указанных гипотез можно сделать вывод относительно того, какие наиболее общие меры могут предприниматься для снижения величины недооценки новых выпусков. Этими мерами могут быть:

- равномерное распределение информации среди участников рынка ценных бумаг. Для этого требуется развитое законодательство об использовании инсайдерской информации, высокие стандарты требований к раскрытию информации;
- установление более эффективной цены выпуска за счет проведения открытого конкурса на предоставление услуг андеррайтинга либо за счет привлечения нескольких инвестиционных банков;
- предоставление андеррайтером в меморандуме публичного размещения гарантий поддержки цены после начала торгов акциями выпуска в течение определенного периода времени, что позволяло бы снизить волатильность курса ценной бумаги и тем самым уменьшить спекулятивный интерес;
- наличие у инвесторов обязательств по дополнительной оплате полученных акций (в случае значительного превышения цены закрытия над

первоначальной). В этом случае инвесторы будут более осторожно использовать конкурентную информацию, и масштабы недооценки выпуска будут снижены.

Эмитента интересует объем привлекаемых средств, а инвесторов, приобретающих акции на первичном рынке, — рост стоимости акций на вторичных торгах. Основной спрос на российские размещения акций создают институциональные инвесторы, управляющие деньгами миллионов клиентов, и от качества приобретаемых бумаг зависит доходность, которую способны приносить фонды своим вкладчикам, а значит, и их позиционирование, конкурентоспособность и финансовая устойчивость.

Первоначальные доходности и динамика стоимости акций после размещения, с точки зрения процесса инвестирования, имеют принципиальное значение. У инвестора, участвующего в IPO, есть альтернатива, он может вложить средства в акции уже торгующейся компании-конкурента. Инвестор, купивший акции в процессе IPO, получает доход от прироста курсовой стоимости акции, включающий первоначальную доходность и дивиденды. Инвестор, купивший бумаги компании-конкурента, получает доход только от прироста курсовой стоимости и дивиденды и не получает так называемую первоначальную доходность. Альтернативной стоимостью вложения в акции IPO будет неполученная доходность вложений в уже торгующиеся активы, и наоборот. Какая из стратегий окажется более доходной на российском рынке? Для этого необходимо провести сравнение доходности акций в процессе IPO с доходностью рынка.

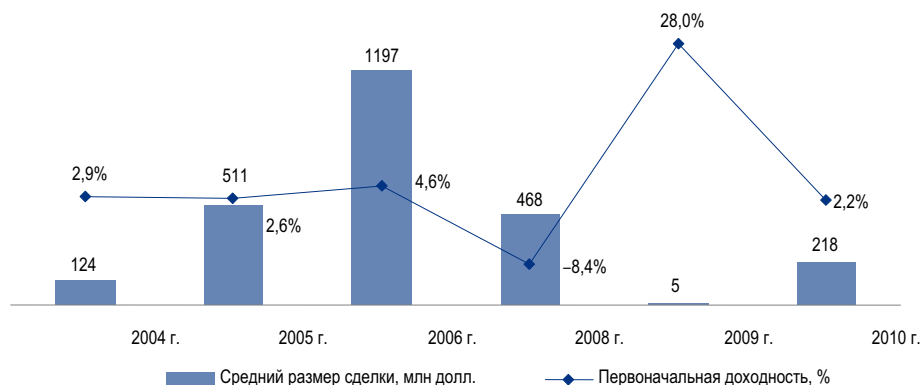
В IPO участвуют инвесторы с разными стратегиями и горизонтами инвестирования. Инвесторов, ориентированных на получение прибыли в краткосрочном периоде, в большей степени интересует непосредственная оценка акций, нежели потенциал роста выручки и прибыли компании, которые окажут влияние на долгосрочную доходность нового биржевого инструмента. И, наоборот, инвесторы, ориентированные на долгосрочное владение акциями, обращают внимание прежде всего на то, насколько адекватны стратегия развития и менеджмент компании и смогут ли они обеспечить рост финансовых показателей компании, которые, в свою очередь, повлекут за собой рост котировок акций, что позволит инвесторам получить ожидаемый доход.

Хотя опыт многих фондов показывает, что российские размещения акций часто показывают негативную динамику в первые недели торгов, полностью отказаться от участия в IPO — нереалистично. Если

инвестор намеревается приобрести крупный пакет акций, то сделать это на вторичном рынке после размещения акций очень затруднительно. Перед фондом может стоять задача по диверсификации своих активов (как в случае управления значительными объемами денежных средств, когда в портфеле уже имеются акции компаний определенной отрасли (в целях диверсификации рисков компаний), так и в случае если компания — пионер своей отрасли (в целях диверсификации отраслевых рисков). Не всегда инвесторами движут рациональные экономические мотивы. Первоначальная доходность акций и динамика их доходности после их распределения служат некими ориентирами для участников рынка в отношении самого размещения и дальнейших перспектив акций компании. Многие инвесторы, имея негативный опыт участия в IPO, задумываются о приобретении бумаг не в процессе размещения, а на вторичном рынке, после того как они упадут в цене.

Анализ доходности первого дня торгов на российском рынке показывает (рис. 1 и 2), что на нашем рынке инвесторы получают значительно меньшую доходность в первый день, чем на многих развитых рынках. Средняя доходность первого дня торгов за период с 1996 и по октябрь 2010 г. составила 4,2%<sup>6</sup>, тогда как средняя доходность американского рынка за период с 1960 по 2008 г. — 16,9%, французского рынка за период с 1983 по 2006 г. — 10,2%, британского рынка за период с 1959 по 2008 г. — 16,3%, бразильского рынка за период с 1979 по 2006 г. — 48,7%<sup>7</sup>.

Показательно, что недооценка на российском рынке отличается даже от недооценки на рынках Украины и Казахстана (рис. 3). И хотя эти два рынка находятся в процессе становления, количество эмитентов и конкуренция инвестиционных банков на них ниже, чем на российском рынке. При этом особенностью украинского рынка IPO является формирование холдинговой структуры, находящейся в иностранной юрисдикции. В отличие от России, в Украине не со-



Источник: терминал Bloomberg, данные компаний, расчеты автора.

Рис. 1. Первоначальная доходность и размер размещения акций на российском рынке IPO

здано необходимой законодательной платформы для проведения внутренних размещений.

Если рассмотреть феномен низкой первоначальной доходности на российском рынке с точки зрения экономики страны, то можно увидеть преимущества достаточно точной оценки размещений: инвесторы не получают сверхприбыли, тогда как бизнесу и продающим акционерам поступает большее количество средств. Принимая во внимание инвестиционную направленность большинства российских размещений, проводившихся в 1996—2010 гг., можно уверенно говорить о положительном внешнем макроэкономическом эффекте низкой первоначальной доходности первого дня торгов.

Для того чтобы прояснить, какие специфические причины могут лежать в основе оценки на российском рынке, необходимо провести анализ потенциального конфликта интересов между основными участниками сделки. Основными участниками процесса IPO, с точки зрения ценообразования, являются эмитент, которого могут представлять акционеры или менеджмент, инвесторы, подающие заявки, и инвестиционный банк, организующий сделку. Делается предположение о рациональном поведении инвесторов, менеджмента и акционеров эмитента, т. е. экономическим мотивом, детерминирующим их поведение, является максимизация дохода.

Компания и ее владельцы заинтересованы в максимальной цене: чем выше цена предложения, тем меньше доля в компании, с которой акционерам придется расстаться для того, чтобы получить требуемую сумму инвестиций, и тем большую сумму средств можно будет привлечь за предлагаемый к продаже пакет. Потенциальные же покупатели захотят установить минимальную цену. Будучи посредником в привлечении средств, инвестиционный банк должен обеспечить справедливую цену размещения

<sup>6</sup> При расчете первоначальной доходности учитывались данные по всем первичным публичным размещениям акций российских компаний. При исключении данных по аномально высоким первоначальным доходностям компаний «Вымпелком» (42% в 1996 г.) и ИСКЧ (28% в 2009 г.) среднее значение доходности первого дня торгов составляет 3,2%.

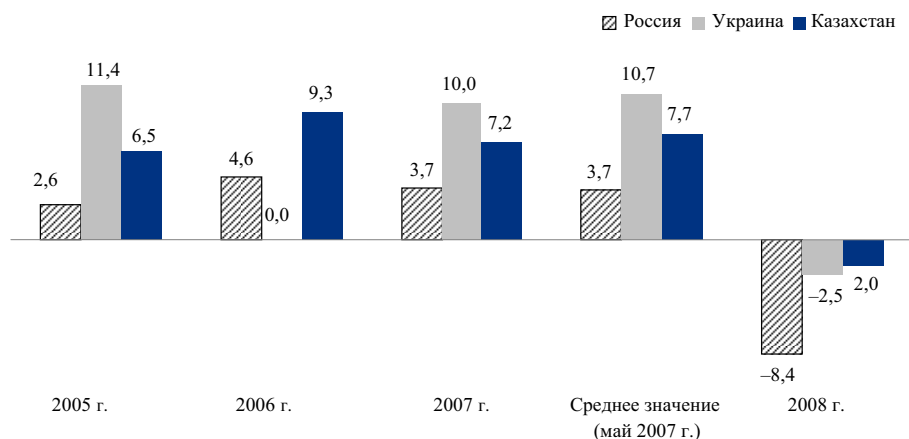
<sup>7</sup> URL: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>.



Источник: терминал Bloomberg.

Рис. 2. Первоначальная доходность российских первичных публичных размещений акций компаний:

- 1 – среднее значение первоначальной доходности рынка IPO США;
- 2 – среднее значение первоначальной доходности рынка IPO Великобритании;
- 3 – среднее значение первоначальной доходности рынка IPO Франции;
- 4 – среднее значение первоначальной доходности рынка IPO России



Источник: терминал Bloomberg, данные компаний, расчеты автора.

Рис. 3. Сравнение первоначальной доходности рынков стран СНГ, %

акций, которая была бы выгодна как эмитенту, так и инвестору. Вне зависимости от настойчивости клиента инвестиционный банк дорожит отношениями с инвесторами и, соответственно, репутацией, которая оказывается под угрозой, если банк соглашается на условия акционеров по размещению акций по завышенной цене. При этом у инвестиционного банка есть и свои экономические интересы (максимизация комиссии). Конфликт указанных интересов в сделке IPO представлен на рис. 4.

Таким образом, на российском рынке действуют специфические фундаментальные факторы, определяющие низкие значения первоначальной доходности.

их готовность идти навстречу эмитенту, в том числе и при определении ценового диапазона размещения.

**Фактор менеджмента.** Процессом IPO российских компаний, как правило, руководит ее собственник, а не менеджмент, что объясняется сложившейся структурой акционерного капитала, когда компания контролируется небольшой группой акционеров – физических лиц. Практически всегда менеджмент получает опционы на выкуп акций по цене размещения, и в результате он, как и обычный инвестор, заинтересован в скором росте акций. В этом случае нельзя исключать возможности искусственного занижения стоимости акций (в целях получения

**Взаимодействие эмитента и инвестиционных банков.** Эмитент на российском рынке имеет более сильную переговорную позицию по сравнению с инвестиционным банком.

**Фактор конкуренции.** Российский рынок первичных размещений еще молод и, следовательно, принимая во внимание масштабы экономики страны, перспективен. Серьезная конкуренция между инвестиционными банками, стремящимися занять свою нишу, определяет



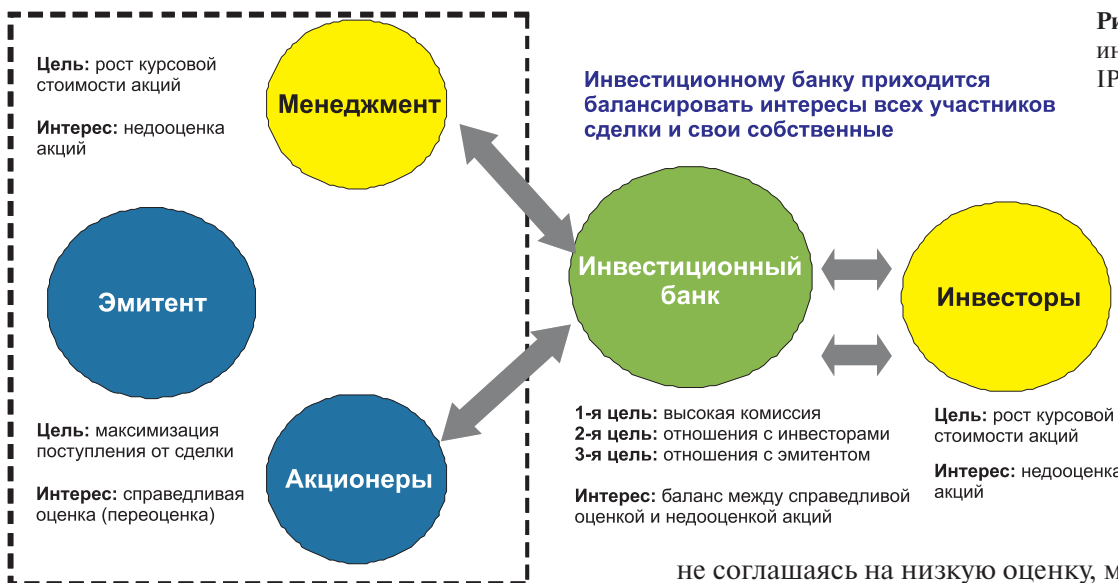


Рис. 4. Конфликт интересов в сделке IPO

Источник: авторская разработка.

дохода от роста котировок в краткосрочной перспективе со стороны менеджмента). Однако когда процессом руководит собственник, то он наоборот, заинтересован в наиболее справедливой оценке бизнеса именно при размещении акций.

**Эффект массового спроса.** В российской практике существуют факты давления на инвестиционные банки со стороны эмитентов, которые имеют следующую цель: заставить банки «нарисовать» от своего имени крупные заявки уже в первые дни «роуд-шоу». Впоследствии эта информация анонсируется, что стимулирует ажиотажный спрос. Юридические консультанты по сделке следят за тем, чтобы анонсированная информация соответствовала действительности.

**Размеры размещения.** На российском рынке IPO в 1996–2010 гг. размещались преимущественно акции крупных компаний, в то время как на развитых рынках (и на многих развивающихся) к публичному размещению акций чаще прибегали средние и малые компании.

Таким образом, российские компании имеют весьма сильную переговорную позицию при общении с инвестиционными банками и при установлении цены размещения оказывают влияние на банк, который, опасаясь потери клиента, соглашается на диктуемые им условия относительно установления цены размещения. Тем более что ожидания эмитента по цене обсуждаются уже на этапе подписания мандата, хотя юридически это никак не закрепляется. Инвестиционный банк стремится сохранить хорошие отношения с клиентом, так как крупные компании возвращаются на рынки капитала со вторичными размещениями. Собственник,

не соглашаясь на низкую оценку, может отменить размещение. И хотя существует мнение, что андеррайтеры, которые недооценивают стоимость акций (как слишком сильно, так и слишком слабо), теряют свою долю рынка [4], на российском рынке это утверждение оказывается неверным.

Необходимо отметить обстоятельства, ослабляющие значимость полученных выводов. Выборка, на основании которой проводился анализ, имеет небольшой объем в сравнении с общей выборкой по крупнейшим рынкам IPO, несмотря на то, что использовались данные по всем российским IPO, начиная с 1996 г. Ликвидность многих акций после публичного размещения не высока. Поэтому поведение цен на акции в краткосрочном периоде после проведения IPO подвержено влиянию цены отдельной сделки из-за незначительного количества самих сделок.

Долгосрочные результаты первичных размещений (1–2 года после размещения) также не однозначны. Исследования американских ученых, в том числе профессора Университета Флориды Д. Риттера<sup>8</sup>, показывают, что акции новичков финансового рынка не приносят достаточного дохода. Акции, предлагаемые на IPO, демонстрируют не такие успешные результаты, как рынок в целом и прежде выпущенные акции сопоставимых компаний. Согласно исследованиям Д. Риттера, на основании статистической базы по размещениям на 13 рынках в конце прошлого столетия только на двух из них инвесторы получили доходность, превышающую среднюю доходность рынка, однако значение данной аномальной доходности незначительно: в Корее оно составило 2%, а в Швеции – 1,2%. Акции компаний США, Канады, Франции,

<sup>8</sup> Ritter J. R. Initial Public Offering, Contemporary Finance Digest, 1998.

Германии и ряда других стран показывали трехлетний аномальную доходность до – 20 %, а в Бразилии она составила порядка – 45 % [1].

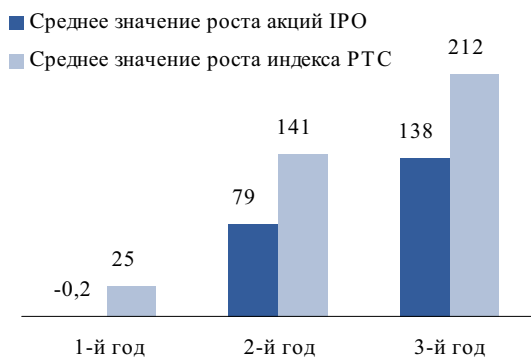
Анализ доходности российских размещений показывает, что первоначальная доходность составляет значительную долю капитализированного дохода в периоде до нескольких месяцев. Российская эмпирическая база подтверждает заключения Д. Риттера о меньшей доходности акций IPO в долгосрочной перспективе.

Рост акций компаний, ставших публичными в 2004 и 2005 гг., в течение первых трех лет уступал росту индекса РТС. Для расчета доходности рост стоимости акций сопоставлялся с ростом индекса за тот же период. Усредненные данные по доходности акций компаний, ставших публичными в 2004–2007 гг., приведены на рис. 5–8.

Проверку гипотезы о более низкой доходности акций IPO можно дополнительно подкрепить сравнением роста стоимости акций после их размещения с ростом индекса РТС.

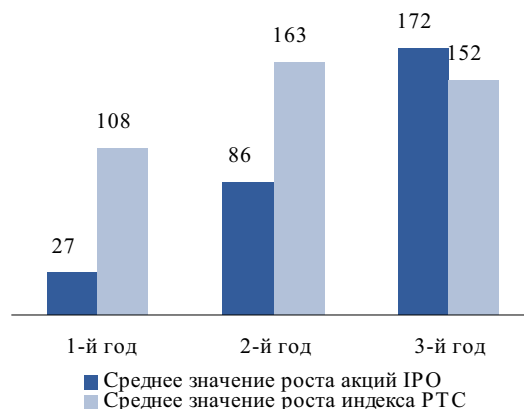
Из 10 крупнейших российских IPO только 3 компании на протяжении среднесрочного периода после размещения показывали более высокую доходность в сравнении с индексом РТС: «Трубная металлургическая компания» (ТМК), «Магнитогорский металлургический комбинат» (ММК) и «Северсталь». Акции других компаний показывали более низкую доходность в сравнении с индексом РТС. Сравнительный анализ роста стоимости акций после их размещения с ростом индекса РТС представлен на рис. 9–18.

Наиболее очевидным объяснением отстающей динамики акций российских компаний, ставших публичными, в сравнении с индексом РТС является переоценка стоимости акций при IPO. По мере того, как на российский первичный рынок будут выходить



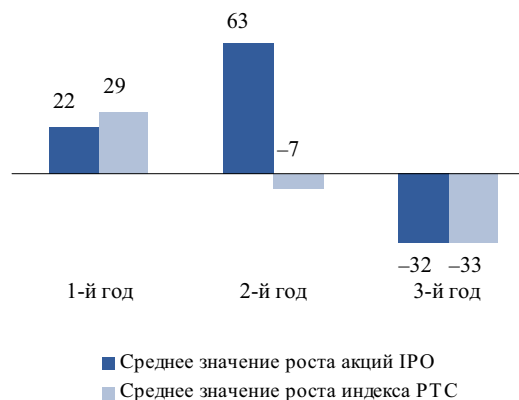
Источник: терминал Bloomberg, расчеты автора.

Рис. 5. Сравнительный анализ доходности акций после IPO и индекса РТС в среднесрочном периоде (на примере компаний, ставших публичными в 2004 г.), %



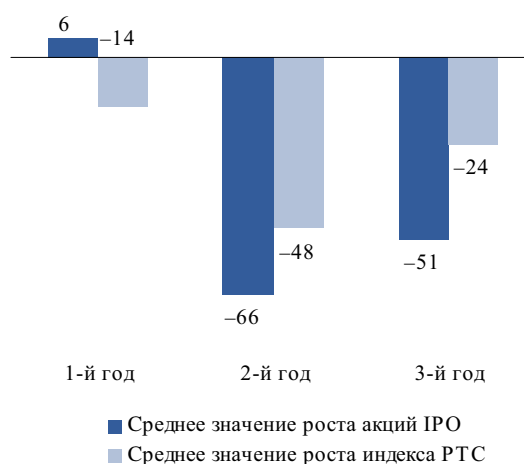
Источник: терминал Bloomberg, расчеты автора.

Рис. 6. Сравнительный анализ доходности акций после IPO и индекса РТС в среднесрочном периоде (на примере компаний, ставших публичными в 2005 г.), %



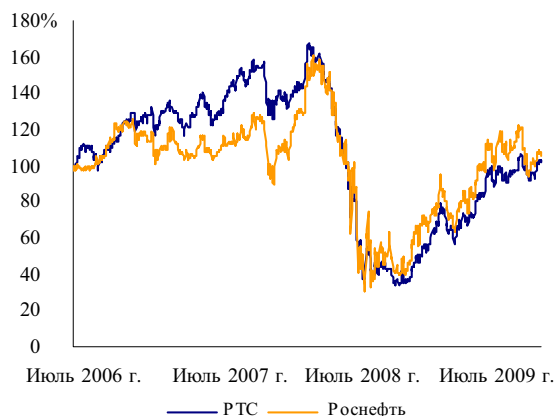
Источник: терминал Bloomberg, расчеты автора.

Рис. 7. Сравнительный анализ доходности акций после IPO и индекса РТС в среднесрочном периоде (на примере компаний, ставших публичными в 2006 г.), %



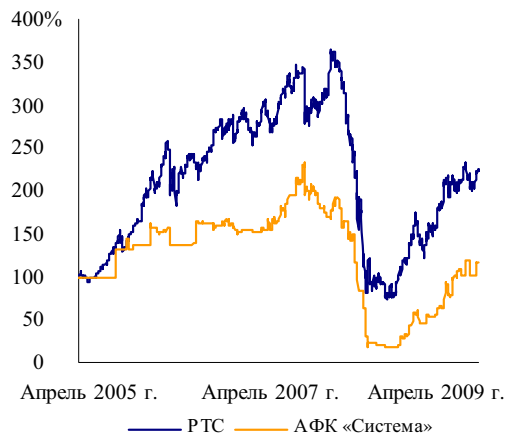
Источник: терминал Bloomberg, расчеты автора.

Рис. 8. Сравнительный анализ доходности акций после IPO и индекса РТС в среднесрочном периоде (на примере компаний, ставших публичными в 2007 г.), %



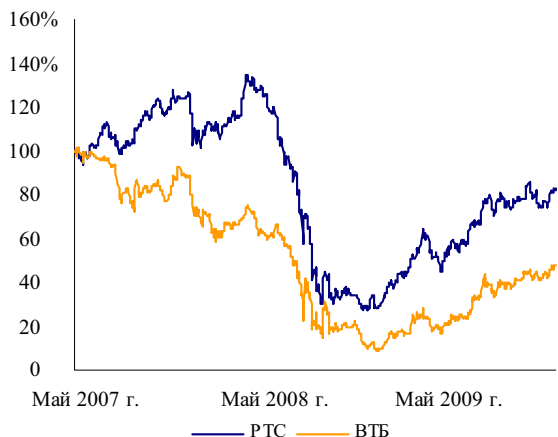
Источник: терминал Bloomberg, расчеты автора.

**Рис. 9.** Сравнительная динамика котировок акций компании «Роснефть» и индекса РТС



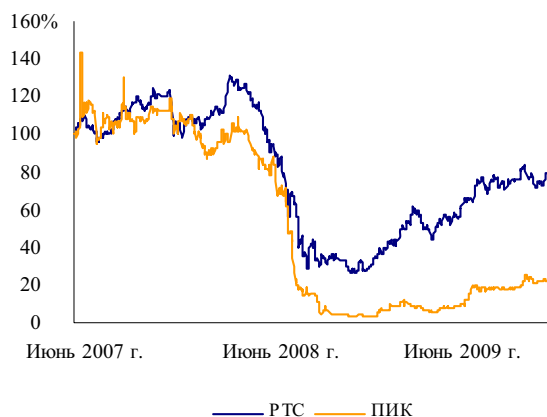
Источник: терминал Bloomberg, расчеты автора.

**Рис. 12.** Сравнительная динамика котировок акций АФК «Система» и индекса РТС



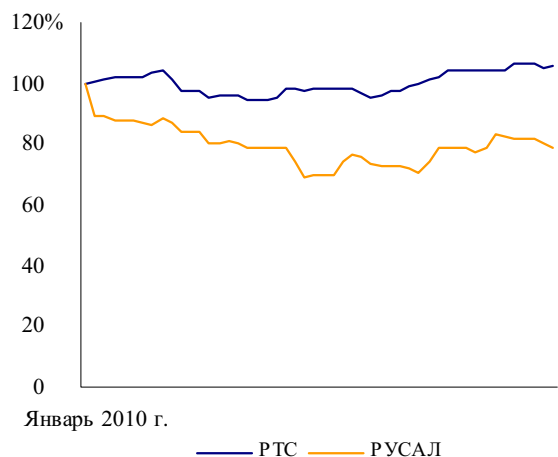
Источник: терминал Bloomberg, расчеты автора.

**Рис. 10.** Сравнительная динамика котировок акций банка ВТБ и индекса РТС



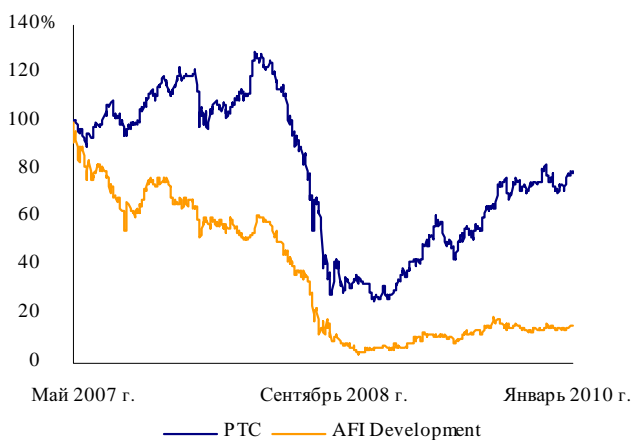
Источник: терминал Bloomberg, расчеты автора.

**Рис. 13.** Сравнительная динамика котировок акций компании ПИК и индекса РТС



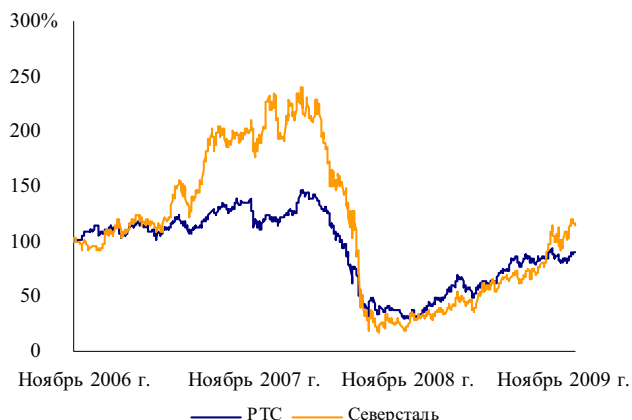
Источник: терминал Bloomberg, расчеты автора.

**Рис. 11.** Сравнительная динамика котировок акций компании РУСАЛ и индекса РТС



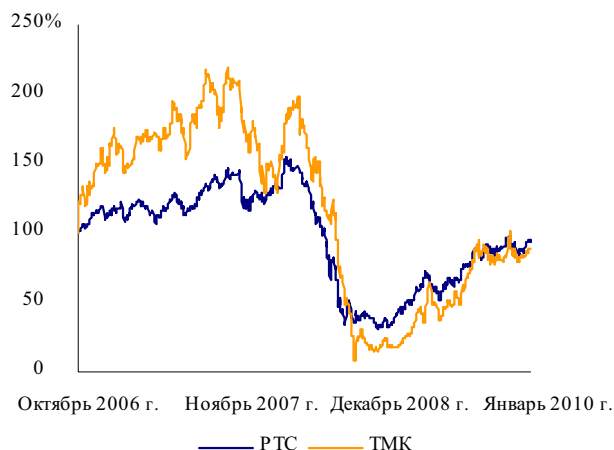
Источник: терминал Bloomberg, расчеты автора.

**Рис. 14.** Сравнительная динамика котировок акций компании AFI Development и индекса РТС



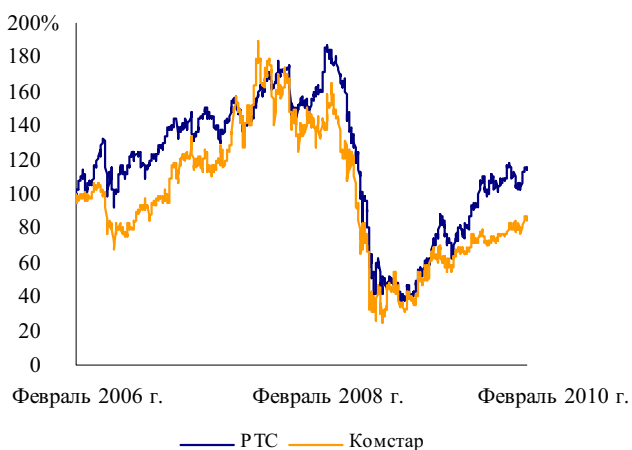
Источник: терминал Bloomberg, расчеты автора.

Рис. 15. Сравнительная динамика котировок акций компании «Северсталь» и индекса РТС



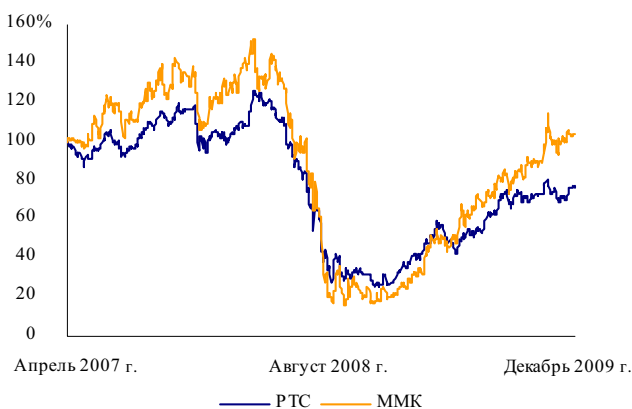
Источник: терминал Bloomberg, расчеты автора.

Рис. 18. Сравнительная динамика котировок акций компании ТМК и индекса РТС



Источник: терминал Bloomberg, расчеты автора.

Рис. 16. Сравнительная динамика котировок акций компании «Комстар» и индекса РТС



Источник: терминал Bloomberg, расчеты автора.

Рис. 17. Сравнительная динамика котировок акций компании ММК и индекса РТС

меньшие по размеру компании, инвестирование должно быть более доходным, тем более что менее крупные компании (в сравнении с выходящими на IPO до 2009 г.) будут более рискованными, и инвесторам потребуется дополнительная премия за риск.

Список литературы

1. *Геддес Р.* IPO и последующие размещения. М.: Олимп-Бизнес. 2007.
2. *Asquith D., Jones J., Kieschnick R.* Evidence on Price Stabilization and Underpricing in Early IPO Returns // *Journal of Finance*, 1998. № 53. P. 1759–1773.
3. *Baron D.* A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues // *Journal of Finance*, 1982. № 37. P. 955–976.
4. *Beatty R., Ritter J.* Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings // *Journal of Financial Economics*, 1986. № 15. P. 213–232.
5. *Benveniste L., Spindt P.* How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues // *Journal of Financial Economics*, 1989. № 24. P. 343–362.
6. *Benveniste L. M., Busaba W. Y., Wilhelm W. J.* Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets // *Journal of Financial Intermediation*, 2002. № 11. P. 61–86.
7. *Cornelli F., Goldreich D.* Bookbuilding: How Informative is the Order Book? // *The journal of finance*, 2003. № 8. P. 58.
8. *Cornelli F., Goldreich D., A. Ljungqvist A.* Investor Sentiment and Pre-IPO Markets // *Journal of Finance*. 2005. № 61. P. 1187–1216.
9. *Grinblatt M., Hwang C. Y.* Signaling and the Pricing of New Issues // *Journal of Finance*. 1989. № 44. P. 393–420.
10. *Ibbotson R.* Price performance of common stock new issues // *Journal of Financial Economics*. 1975. № 2. P. 235–272.
11. *Ljungqvist A., Nanda V., Singh R.* Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing // *Journal of Business*, University of Chicago Press. 2006. № 79 (4). P. 1667–1702.
12. *Loughran T., Ritter J.* Why has IPO underpricing changed over time? // *Financial Management*. 2004. № 3. P. 5–37.