

НАЧАЛЬНЫЕ ДОХОДНОСТИ IPO-АКЦИЙ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Аналитический отдел журнала «Рынок ценных бумаг»

Для стран, имеющих фондовые рынки, одной из устойчивых и характерных особенностей поведения цен акций при первичных публичных предложениях является занижение цены предложения, выражающееся в высоких положительных начальных доходностях этих акций. Исследованию этого феномена, а также другим особенностям ценообразования акций при первичных публичных предложениях на российском рынке посвящена данная статья.

Международный опыт проведения первичных публичных предложений акций (*IPO, initial public offering*) выявил 3 устойчивые особенности, а именно: 1) занижение цены предложения акций при *IPO*, что выражается в высоких положительных начальных доходностях этих акций; 2) низкую в долгосрочном периоде доходность акций компаний, прошедших *IPO*, по сравнению с рынком и «старыми» публичными компаниями; 3) цикличность в активности эмитентов на рынке *IPO* [1, 2].

Данная статья посвящена изучению первого феномена применительно к *IPO* на российском рынке, а также других особенностей ценообразования и краткосрочного поведения цен акций компаний-эмитентов. Результаты исследования активности компаний-эмитентов на российском рынке *IPO* и анализ долгосрочного поведения цен их акций и состава инвесторов будут представлены в следующих статьях.

АКТИВНОСТЬ РОССИЙСКОГО РЫНКА IPO

К настоящему времени на российском рынке первичные публичные размещения акций провели 9 компаний. Суммарный объем валовых поступлений

от публичного предложения акций в рамках рассматриваемых *IPO* (без учета средств, привлеченных в результате использования опции *green shoe* — дополнительной продажи акций, принадлежащих существующим акционерам) составил около 623 млн долл. (табл. 1). О планах проведения в ближайшие годы *IPO* на российских и международных рынках объявили уже около 90 российских компаний.

ОЦЕНКА IPO, ДИАПАЗОНЫ И ЦЕНЫ ПРЕДЛОЖЕНИЯ АКЦИЙ

В ходе *IPO* компания совместно со своими андеррайтерами должна определить относительно цены, по которой инвесторам будут предлагаться ее акции. В начале процесса публичного предложения эмитент и банки-андеррайтеры проводят оценку компании и устанавливают диапазон цены предложения акций, в ходе роуд-шоу и сбора заявок оценивается спрос на акции, и непосредственно перед размещением устанавливается окончательная цена предложения.

В принципе оценка акций компаний, намеревающихся провести первичное публичное размещение акций, не очень

отличается от стандартной оценки акций. Используются известные методы дисконтированных денежных потоков и сравнительного анализа. В случае оценки российских *IPO* следует отметить, что оценка методом дисконтированных денежных потоков затрудняется тем обстоятельством, что российский рынок принадлежит к числу развивающихся, и это затрудняет составление надежных прогнозов. Прогнозы особенно важны при оценке компаний, выходящих на *IPO*, — в основном новых быстрорастущих структур. Использование сравнительного подхода затрудняется отсутствием или малым числом публично торгуемых компаний-аналогов. Ценовые диапазоны и цены предложения российских *IPO* приведены в табл. 2.

ЗАНИЖЕНИЕ ЦЕНЫ ПРЕДЛОЖЕНИЯ АКЦИЙ ПРИ IPO

Международный опыт свидетельствует о наличии в процессе превращения компаний в публичные устойчивого феномена, выражающегося в систематической высокой начальной доходности (*initial return, first-day return*), которая определяется как относительное изменение цены акции: от цены предложения до цены закрытия

в первый торговый день¹. Эффект высокой начальной доходности также называют занижением цены IPO (*IPO underpricing*). Многочисленные исследования устанавливают эту особенность, демонстрируя, что распределение начальных доходностей сильно смещено — с положительным средним значением и близким к нулю медианным значением [1, Р. 1802].

Занижение цен при новых выпусках акций имеет место в большинстве стран, хотя степень занижения цены варьируется от страны к стране [2, Р. 4–5]. Например, в США средняя начальная доходность IPO операционных компаний за период с 1980 г. по 2001 г. составляла около 18%, а в 1999–2000 гг. доходила до 65%. Приблизительно у 70% IPO цена закрытия первого торгового дня превышала цену предложения, а 16% IPO имели начальную доходность, равную нулю. Публичные предложения акций неоперационных компаний, в частности закрытых инвестиционных фондов, обычно не характеризуются занижением цены [1, Р. 1797, 1802]. Так, в Великобритании средняя начальная доходность IPO в 1959–1990 гг. составляла около 12%, Нидерландах — около 7% (1982–1991 гг.), Южной Корее — около 80% (1980–90 гг.), Финляндии — около 10% (1984–1992 гг.) [2, Р. 5].

Существует ряд теоретических объяснений феномена занижения цен акций при проведении IPO. Заметим, что различные теории фокусируются на разных аспектах отношений между инвесторами, эмитентами и инвестиционными банками, выводящими компании на публичный рынок. Обычно эти теории не являются взаимоисключающими [1, Р. 1802–1816; 2, Р. 7–10]

ТЕОРИИ, ОСНОВАННЫЕ НА АСИММЕТРИЧНОЙ ИНФОРМАЦИИ

Инвесторы лучше компании-эмитента информированы о состоянии спроса на IPO

Гипотеза обратной связи с рынком (*the market feedback hypothesis*). При использовании механизма бук-билдинга с целью определения цены предложения андеррайтеры устанавливают предварительный диапазон цены предложения и во время роуд-шоу собирают информацию для оценки спроса на выпуск. Если спрос высокий, андеррайтер устанавли-

вает более высокую цену предложения. В том случае, если демонстрация готовности платить высокую цену приведет к установлению более высокой цены предложения, потенциальным инвесторам должна быть предложена компенсация за раскрытие информации. Для того чтобы стимулировать инвесторов правдиво раскрывать то, что они готовы платить высокую цену, инвестиционные банки должны предложить инвесторам некоторое сочетание более высокой доли при распределении акций и занижения цены IPO.

Кроме того, для того чтобы получить правдивую информацию от инвесторов, инвестиционный банк должен в большей степени занижить цену предложения для выпусков, по которым раскрывается благоприятная информация, чем для выпусков, по которым раскрывается неблагоприятная информация. Следовательно, в окончательном проспекте IPO по сравнению с предварительным проспектом будет иметь место только частичная корректировка цены предложения. Другими словами, те IPO, по которым цена предложения в ходе подготовки размещения корректируется в сторону повышения, будут более занижены по цене, чем те, по которым цена предложения корректируется в сторону понижения. Данное объяснение действительно подтверждается эмпирическими данными.

Гипотеза «проклятия победителя» (*the winner's curse hypothesis*). Так как распределение акций при бук-билдинге зависит от спроса на выпуск, то по сравнению с более информированными инвесторами менее информированные инвесторы получают меньшую часть самых привлекательных выпусков и большую часть нежелательных новых выпусков. То есть менее информированные инвесторы сталкиваются с «проклятием победителя»: если они получают все акции, на которые подали заявки, это означает, что более информированные инвесторы не захотели купить эти бумаги. Таким образом, менее информированные инвесторы будут подавать заявки на покупку акций, если IPO занижены по цене в достаточной степени, чтобы компенсировать им возможные убытки. Эмпирические свидетельства согласуются с данным объяснением занижения цены предложения IPO.

Гипотеза «эффекта стадности» (*the bandwagon hypothesis*). Если потенциальные инвесторы обращают внимание не только на информацию о выпуске, но и на активную покупку акций другими инве-

сторами, может возникнуть «эффект стадности». Несмотря на благоприятную информацию о данном IPO, инвестор может отказаться от покупки акций, поскольку такие бумаги оказались непопулярными у других инвесторов. Во избежание этого эмитент может занижить цену предложения, чтобы стимулировать несколько первых потенциальных инвесторов на покупку и вызвать «эффект стадности», при котором все последующие инвесторы покупают вне зависимости от их собственной информации. Подтверждению тому — IPO имеют тенденцию получать или недостаточное количество заявок, или количество заявок, намного превышающее объем выпуска, при том что количество умеренно переподписанных IPO небольшое.

Компании-эмитенты лучше инвесторов информированы о своем инвестиционном качестве

Гипотеза сигнализации (*the signaling hypothesis*). Согласно данной теории при помощи IPO с заниженной ценой компании-эмитенты сигнализируют инвесторам о состоянии своего бизнеса (компаниям, у которых плохо развивается бизнес, сложно имитировать такое поведение). В частности, заниженная цена предложения оставляет у инвесторов хорошее впечатление о компании-эмитенте, что позволяет ей и ее инсайдерам продавать акции в будущем по более высоким ценам. Кроме того, многие компании придерживаются динамической стратегии, по которой за IPO следует дополнительное предложение акций. Тем не менее различные эмпирические исследования подтверждают, что предложенная связь между начальной доходностью и последующими новыми выпусками отсутствует.

Андеррайтеры лучше компании-эмитента информированы о состоянии спроса на IPO

Гипотеза монополии инвестиционного банка (*the investment banker's monopoly power hypothesis*). Данная теория утверждает, что инвестиционные банки используют свое преимущество в знании рыночной ситуации для занижения цены предложения, что позволяет им прилагать меньше усилий по маркетингу публичного предложения и завоевывать расположение клиентов, покупающих акции нового выпуска. Хотя объяснение в какой-то степени соответствует действительности, тем не ме-

¹ Может также использоваться цена открытия в первый торговый день, но она близка по своим характеристикам к несмещенному индикатору цены закрытия в первый торговый день. Поэтому результаты оказываются нечувствительными к тому, какая из цен используется. Подавляющее большинство исследователей используют цену закрытия для измерения начальных доходностей [2, Р. 1802].

Таблица 1. АКТИВНОСТЬ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ПЕРВИЧНЫХ ПУБЛИЧНЫХ ПРЕДЛОЖЕНИЙ АКЦИЙ (2002–2005 ГГ.)

№	Компания-эмитент	Сектор	Дата начала размещения	Площадки размещения	Валовые поступления от размещения*, млн долл. США	Доля размещенных акций в уставном капитале, %	Доля акций нового выпуска и акций, предоставленных существующими акционерами, в общем объеме размещенных акций, %	Доля валовых поступлений, приходящая на компанию-эмитент, с учетом выкупа (если он был) акций дополнительного выпуска существующими акционерами, %
1.	РБК	СМИ и ИТ	18.04.02	РТС, ММВБ	13,28	16,00	100% — новые акции	100
2.	Аптечная сеть «36,6»	Розничная торговля и потребительские товары	30.01.03	ММВБ	14,4	20,00	100% — акции существующих акционеров	н.д.
3.	Иркут	Машиностроение	26.03.04	РТС, ММВБ	127	23,30	100% — акции существующих акционеров	43
4.	Калина	Розничная торговля и потребительские товары	28.04.04	ММВБ	25,4	33,00	48% — новые акции, 52% — акции существующих акционеров	48
5.	«Седьмой континент»	Розничная торговля и потребительские товары	12.11.04	РТС	80	13,00	100% — новые акции	1000000
6.	«Открытые инвестиции»	Финансовые услуги	29.11.04	РТС	68,8	38,50	100% — акции существующих акционеров	1000000
7.	ЭКЗ «Лебедянский»	Розничная торговля и потребительские товары	11.03.05	РТС, ММВБ	151	19,90	100% — акции существующих акционеров	Нет сведений
8.	«Хлеб Алтай»	Агропромышленный комплекс	21.03.05	РТС, ММВБ	8	10,00	50% — новые акции, 50% — акции существующих акционеров	500000
9.	Северсталь-Авто	Автомобилестроение	22.04.05	РТС, ММВБ	135	30,00	100% — акции существующего акционера	1000000
Всего валовых поступлений от размещений, млн долл. США					622,88			

* Без учета средств, привлеченных в результате использования опции *green shoe*.
Источник: Данные компаний, расчеты автора.

Таблица 2. ИТОГИ ПЕРВИЧНЫХ ПУБЛИЧНЫХ ПРЕДЛОЖЕНИЙ АКЦИЙ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ (2002–2005 ГГ.)

№	Компания-эмитент	Площадка размещения	ТИКЕР		Дата начала размещения	Дата окончания размещения
			РТС	ММВБ		
1.	РБК	РТС, ММВБ	RBCI		18.04.02	18.04.02
2.	Аптечная сеть «36,6»	ММВБ	APTK	—	30.01.03	30.01.03
3.	Иркут	РТС, ММВБ	IRKT	IRKT	26.03.04	26.03.04
4.	Калина	ММВБ	—	KLNA	28.04.04	28.04.04
5.	«Седьмой континент»	РТС	SCON	—	12.11.04	12.11.04
6.	«Открытые инвестиции»	РТС	OIVS	—	29.11.04	29.11.04
7.	ЭКЗ «Лебедянский»	РТС, ММВБ	LEKZ	LBDO	11.03.05	11.03.05
8.	«Хлеб Алтай»	РТС, ММВБ	AKNA	AKNA	21.03.05	21.03.05
9.	Северсталь-Авто	РТС, ММВБ	SVAV	SVAV	22.04.05	22.04.05

* Без учета средств, привлеченных в результате использования опции *green shoe*.
Примечание: Здесь и табл. 3, 4: н. п. — расчеты не производились.
Источник: Данные компаний, расчеты автора.

нее, становясь публичными компаниями, инвестиционные банки занимают свою цену так же, как и другие структуры подобного размера.

ТЕОРИИ, ОСНОВАННЫЕ НА СИММЕТРИЧНОЙ ИНФОРМАЦИИ

Гипотеза избежания судебных исков (*the lawsuit avoidance hypothesis*). В США частота и серьезность возможных

будущих судебных исков может быть сокращена путем занижения цены предложения, так как только инвесторы, понесшие убытки, могут претендовать на их возмещение. Но изменение цены IPO выглядит слишком дорогим способом снижения вероятности будущих судебных исков. Более того, в других странах, где не существует судебных исков о нарушении законодательства по ценным бумагам, например в Финляндии, цены IPO занижаются так же, как и в США.

Гипотеза размытия круга собственников (*the ownership dispersion hypothesis*). Компании-эмитенты могут намеренно занижать цену своих акций с тем, чтобы генерировать избыточный спрос и увеличить долю мелких акционеров. Такой «размытый» круг собственников повышает ликвидность рынка акций компании и делает более сложным для аутсайдеров возможность оказывать давление на менеджмент компании [1, 2].

Капитализация по цене размещения, млн долл.	Фри-флоут по состоянию на май 2005 г., %	Предложение акций иностранным инвесторам за пределами России	Направления использования привлеченных средств
83,0	35	Частное предложение акций иностранным инвесторам в Германии, Швеции, Швейцарии и Великобритании	Реализация телевизионного проекта, приобретение компаний в сфере компьютерных технологий и медийных компаний
72,0	30	Не предлагались	Погашение задолженности, развитие производства, расширение торговой сети в Москве и освоение регионального рынка
545,0	40	Предложение акций иностранным институциональным инвесторам в соответствии с требованиями правила S закона США «О ценных бумагах» 1933 г.	Покупка 75,46% акций ОКБ им. А. С. Яковлева, а также разработка и организация производства перспективной военной и гражданской авиатехники
186,0	33	Не предлагались	Покупка существующих на рынке парфюмерии и косметики, бытовой химии и моющих средств брэндов, обладающих сильными рыночными позициями и имеющих большой потенциал роста, а также активное продвижение своих существующих брэндов; расширение и усиление дистрибуции продукции концерна на рынках стран СНГ; расширение и модернизация производственных мощностей компании
619,0	13	Предложение акций иностранным институциональным инвесторам в соответствии с требованиями правила S закона США «О ценных бумагах» 1933 г.	Открытие новых магазинов
178,6	40	Предложение акций и ГДР институциональным инвесторам за пределами России в соответствии с требованиями правила «S» закона США «О ценных бумагах» 1933 г.	Развитие бизнеса и финансирование новых девелоперских проектов
760,0	20	Предложение акций иностранным институциональным инвесторам в соответствии с требованиями правила S закона США «О ценных бумагах» 1933 г.	Развитие российского бизнеса компании
76,41	10	Не предлагались	Приобретение профильных активов по зернопереработке и выпуску муки, ввод новых производственных мощностей, усиление позиций компаний в сфере зернотрейдинга
450,0	30	Не предлагались	Проекты, обеспечивающие максимальный уровень возврата на вложенный капитал для акционеров, в том числе на реализацию стратегического партнерства с южнокорейской SsangYong Motor Company

Диапазон цены предложения		Цена предложения		Количество размещенных акций, шт.
долл.	руб.	долл.	руб.	
0,75 – 0,85	Н. р.	0,83	25,86	16 000 000
11 – 16	Н. р.	9,00	286,20	8 000 000
0,54 – 0,68	Н. р.	0,62	17,67	204 700
18,40 – 20,20	472,5 – 577,5	19,00	550,62	2 770 000
9,15 – 10,14	Н. р.	9,59	275,00	8 415 573
42,75 – 52,25	Н. р.	49,75	1406,23	1 383 358
34,78 – 38,46	966 – 1068	37,23	1022,47	4 061 850
0,95 – 1,1	26,6 – 30,8	0,91	25,00	8 842 106
15,8 – 17,8	440,49 – 496,24	15,1	418,38	8 940 047

ВЛИЯНИЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ПРОЦЕССА ЭМИССИИ НОВЫХ АКЦИЙ НА ЦЕНУ ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Особенности российского законодательства, регулирующего эмиссию новых акций, таковы, что процедура IPO на российском рынке по своим временным параметрам и последовательности этапов существенно отличается от миро-

вых стандартов. Это обстоятельство является дополнительной возможной причиной занижения цены предложения акций при IPO на российском рынке и влияет на поведение цены и объемы торгов непосредственно после окончания первоначального публичного предложения.

В настоящее время законодательные ограничения серьезно затрудняют проведение IPO, растягивая сроки и привнося дополнительные риски как для самой

компании-эмитента, так и для потенциальных инвесторов и существующих акционеров, намеренных воспользоваться своим преимущественным правом приобретения дополнительных акций. Основными проблемами, препятствующими успешному осуществлению IPO, являются, во-первых, необходимость установления цены предложения на ранних этапах процесса публичного предложения самой компанией-эмитентом, без оценки спроса инвесторов и, во-вторых, длительные сроки между да-

Таблица 3. НАЧАЛЬНЫЕ ДОХОДНОСТИ ПЕРВИЧНЫХ ПУБЛИЧНЫХ ПРЕДЛОЖЕНИЙ АКЦИЙ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ (2002–2005 ГГ.)

№	КОМПАНИЯ-ЭМИТЕНТ	ДАТА НАЧАЛА РАЗМЕЩЕНИЯ	ЦЕНА ПРЕДЛОЖЕНИЯ		ДАТА НАЧАЛА ТОРГОВЛИ*		ДАТА ПЕРВОГО ТОРГОВОГО ДНЯ ПОСЛЕ ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ*	
			ДОЛЛ.	РУБ.	РТС	ММВБ	РТС	ММВБ
1.	РБК	18.04.02	0,83	25,86	07.05.02	07.05.02	07.05.02	07.05.02
2.	АПТЕЧНАЯ СЕТЬ «36,6»	30.01.03	9,00	286,20	–	06.02.03	–	06.02.03
3.	Иркут	26.03.04	0,62	17,67	26.02.04	09.03.04	29.03.04	29.03.04
4.	КАЛИНА	28.04.04	19,00	550,62	–	19.05.04	–	19.05.04
5.	«СЕДЬМОЙ КОНТИНЕНТ»	12.11.04	9,59	275,00	30.11.04	–	30.11.04	–
6.	«ОТКРЫТЫЕ ИНВЕСТИЦИИ»	29.11.04	49,75	1406,23	24.09.04	–	01.12.04	–
7.	ЭКЗ «ЛЕБЕДЯНСКИЙ»	11.03.05	37,23	1022,47	11.03.05	21.03.05	14.03.05	21.03.05
8.	«ХЛЕБ АЛТАЯ»	21.03.05	0,91	25,00	22.03.05	04.07.05	22.03.05	04.07.05
9.	СЕВЕРСТАЛЬ-АВТО	22.04.05	15,1	418,38	26.04.05	14.05.05	26.04.05	14.05.05

* В некоторых случаях акции некоторых компаний, проводивших публичное предложение, на момент IPO уже торговались на бирже. В этих случаях проводится различие жения, в который имели место сделки с данными акциями, на ММВБ – первый торговый день после даты окончания публичного предложения, в который имели место

** Ценой открытия считается цена первой сделки, ценой закрытия – цена последней сделки. При расчетах начальных доходностей на РТС из-за отсутствия Авто в расчетах использовались цены нерыночных сделок; при расчетах начальных доходностей на ММВБ использовались цены только рыночных сделок.

*** Средние начальные доходности рассчитывались как среднее арифметическое начальных доходностей отдельных акций.

Источник: РТС (www.rts.ru), ММВБ (www.micex.ru), расчеты автора.

Таблица 4. ОБЪЕМЫ ТОРГОВ АКЦИЯМИ КОМПАНИЙ, РАЗМЕСТИВШИХ ПЕРВИЧНЫЕ ПУБЛИЧНЫЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ АКЦИЙ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ (2002–2005 ГГ.).

№	КОМПАНИЯ-ЭМИТЕНТ	ДАТА НАЧАЛА РАЗМЕЩЕНИЯ	ДАТА НАЧАЛА ТОРГОВЛИ*		ДАТА ПЕРВОГО ТОРГОВОГО ДНЯ ПОСЛЕ ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ*		ОБЪЕМ ТОРГОВ АКЦИЯМИ В ПЕРВЫЙ ТОРГОВЫЙ ДЕНЬ, ДЕНЕЖНЫХ ЕДИНИЦ		ОБЪЕМ ТОРГОВ АКЦИЯМИ В ПЕРВЫЙ ТОРГОВЫЙ ДЕНЬ, ШТ.	
			РТС	ММВБ	РТС	ММВБ	РТС, USD	ММВБ, руб.	РТС	ММВБ
1.	РБК	18.04.02	07.05.02	07.05.02	07.05.02	07.05.02	161 500	190 197	170 000	6 256
2.	АПТЕЧНАЯ СЕТЬ «36,6»	30.01.03	–	06.02.03	–	06.02.03	–	1 514 815	–	5 001
3.	Иркут	26.03.04	26.02.04	09.03.04	29.03.04	29.03.04	6 600	11 183 162	10 000	590 400
4.	КАЛИНА	28.04.04	–	19.05.04	–	19.05.04	–	1 426 000	–	2 300
5.	«СЕДЬМОЙ КОНТИНЕНТ»	12.11.04	30.11.04	–	30.11.04	–	20 100	–	2.000	–
6.	«ОТКРЫТЫЕ ИНВЕСТИЦИИ»	29.11.04	24.09.04	–	01.12.04	–	233 600	–	4.000	–
7.	ЭКЗ ЛЕБЕДЯНСКИЙ	11.03.05	11.03.05	21.03.05	14.03.05	21.03.05	779 850	1 738 400	20.000	1 600
8.	«ХЛЕБ АЛТАЯ»	21.03.05	22.03.05	04.07.05	22.03.05	04.07.05	1 460 826	47 906,5	1 605 303	1 607
9.	СЕВЕРСТАЛЬ-АВТО	22.04.05	26.04.05	14.05.05	26.04.05	14.05.05	5 513	502 555	350	1 200

* Акции некоторых компаний, проводивших публичное предложение, на момент IPO уже торговались на бирже. В таких случаях проводится различие между датой начала в который имели место сделки с данными акциями.

** Из-за отсутствия в РТС в соответствующие периоды рыночных сделок по акциям компаний «Седьмой континент», «Открытые инвестиции», ЭКЗ «Лебедянский», Примечания: 1. В расчетах использовались объемы нерыночных сделок. 2. По акциям Иркутта в РТС при расчетах использовались объемы как рыночных, так и нерыночных
 Источник: РТС (www.rts.ru), ММВБ (www.micex.ru), расчеты автора.

той определения цены предложения и началом размещения (приобретения акций инвесторами) и обращения (началом торговли акциями на вторичном рынке).

На американском рынке во время премаркетинга определяется диапазон цены предложения. При этом роуд-шоу и сбор заявок позволяют оценить спрос, а цена предложения устанавливается не-

посредственно перед распределением акций. Согласно российскому законодательству после регистрации выпуска ФCFР в силу вступает преимущественное право существующих акционеров на выкуп акций, действительное в течение 45 дней. Компания-эмитент в начале этого срока должна определить цену предложения акций (цена публичного предложения до-

полнительных акций не может быть выше цены размещения акционерами общества при осуществлении ими преимущественного права приобретения более чем на 11,1%). И только после истечения срока преимущественного права компания-эмитент может выходить с публичным предложением на рынок. При этом она может столкнуться с необходимостью выжидания

Цена открытия в первый торговый день после публичного размещения**		Начальная доходность по цене открытия, %		Цена закрытия в первый торговый день после публичного размещения**		Начальная доходность по цене закрытия, %		Изменение биржевого индекса с даты окончания публичного размещения до конца первого торгового дня, %	
РТС, долл.	ММВБ, руб.	РТС	ММВБ	РТС, долл.	ММВБ, руб.	РТС	ММВБ	РТС	ММВБ
0,95	33,00	14	27,61	0,95	30,50	14	17,94	-3,59	-2,33
—	298,90	—	4,44	—	306,90	—	7,23	Н. п.	-0,92
0,66	19,00	6,45	7,53	0,66	18,90	6,45	6,97	0,67	2,20
—	585,00	—	6,24	—	625,00	—	13,51	Н. п.	-3,77
10,00	—	4,28	—	10,10	—	5	—	-5,53	Н. п.
58,40	—	17,39	—	58,40	—	17,39	—	-3,29	Н. п.
38,95	1.085,00	4,62	6,12	39,05	1.089,00	5	6,51	-0,99	-5,99
0,91	—	0	Н. д.	0,91	—	0	Н. п.	1,06	Н. п.
15,75	420,00	4,30	0,39	15,75	420,10	4	0,41	-0,20	-5,09
Средняя доходность по цене открытия***, %		7,36	8,72	Средняя доходность по цене закрытия***, %		7,55	8,76		

между датой начала торговли акциями и первым торговым днем. В РТС первым торговым днем считался первый торговый день после даты окончания публичного предложения с данными акциями.

рыночных сделок в первый торговый день по акциям компаний «Иркут», «Седьмой континент», «Открытые инвестиции», ЭКЗ «Лебедянский», АПК «Хлеб Алтай», Северсталь-

Число сделок с акциями в первый торговый день		Объем торгов акциями за месяц после первого торгового дня, денежных единиц		Объем торгов акциями за месяц после первого торгового дня, шт.		Число сделок с акциями за месяц после первого торгового дня	
РТС	ММВБ	РТС, USD	ММВБ, руб.	РТС	ММВБ	РТС	ММВБ
3	15	3 491 793	Н. п.	3 640 810	Н. п.	62	Н. п.
—	5	—	Н. п.	—	Н. п.	—	Н. п.
1	356	2 446 150	Н. п.	3 546 000	Н. п.	52	Н. п.
x	22	—	Н. п.	—	Н. п.	—	Н. п.
2	—	2 095 944	—	208235	—	20	—
1	—	407 200	—	6 800	—	5	—
10	10	2 877 496	Н. п.	73 780	Н. п.	31	Н. п.
1	6	1 514 596	Н. п.	1 664 303	Н. п.	3	Н. п.
1	12	876 762	Н. п.	57 882	Н. п.	38	Н. п.

торговли акциями и первым торговым днем. В РТС и ММВБ первым торговым днем считался первый торговый день после даты окончания публичного предложения,

АПК «Хлеб Алтай», Северсталь-Авто.

сделок. 3. По ММВБ приведена информация об объемах только рыночных сделок.

благоприятной конъюнктуры рынка. Таким образом, на процесс ценообразования влияет не рынок, а интерес компании. За ранее установленная цена предложения повышает риски срыва IPO или значительного недополучения средств при сильной волатильности рынка.

Действующие акционеры вынуждены покупать акции, не зная цен, которые

предложит публичный рынок. Реализуя свое преимущественное право выкупа, они должны направить в акционерное общество заявление с приложением документа об оплате приобретаемых ими акций, в то время как для сторонних инвесторов (в отличие от действующих акционеров) может быть предусмотрен более длительный срок оплаты акций.

Вместе с тем инвесторы не могут начать торговлю полученными в ходе IPO акциями до момента регистрации отчета об итогах выпуска ФСФР (не менее 2 нед.), что также подвергает их рискам изменения конъюнктуры рынка. Ограничения на торговлю акциями после IPO вынуждают компанию снизить цену предложения, что в свою очередь может при-

вести к снижению интереса инвесторов к IPO.

Способы проведения IPO, позволяющие устранить неудобства законодательного регулирования

В мировой практике во многих IPO одна часть продаваемых акций является вновь выпущенными акциями, а другая предоставляется существующими акционерами. Как правило, для молодых компаний большая часть или все продаваемые при первоначальном публичном предложении акции — вновь выпущенные акции; значительная часть предлагаемых акций «старых» компаний предоставляется существующими акционерами.

При проведении российских IPO предложение акций существующими акционерами не является показателем того, что существующие акционеры хотели бы снизить свою долю в компании или полностью выйти из капитала компании. Предложение акций существующими акционерами вызвано попытками обойти вышерассмотренные законодательные ограничения, существующие при эмиссии акций нового (дополнительного) выпуска. Инвестиционные банки, участвовавшие в первичных публичных предложениях акций на российском рынке, разработали способы, позволяющие обойти длительные сроки ожидания при эмиссии акций нового или дополнительного выпуска.

Примерная схема выглядит следующим образом. Одновременно с размещением акций дополнительного выпуска осуществляется публичное предложение акций предыдущих, уже зарегистрированных в ФСФР выпусков, принадлежащих существующим акционерам компании. Позднее акционеры выкупают либо часть, либо все акции дополнительного выпуска по закрытой подписке, что позволяет им не снижать (или незначительно снижать) долю в уставном капитале и сохранять контроль над бизнесом². Если акции дополнительного выпуска размещались в ходе публичного предложения, то они поступают на вторичный рынок после регистрации в ФСФР отчета об итогах выпуска. Данные способы проведения публичного предложения позволяют начать торговлю акциями уже на следующий день после размещения. Тем не менее описанная схема не является решением проблемы, так как приводит

к значительному усложнению процедуры IPO.

Информация о соотношении долей акций дополнительного выпуска и акций, предоставленных существующими акционерами, в общем числе предлагаемых при IPO акций приведена в табл. 1.

Поправки в законодательство, упрощающие процедуру IPO

В настоящее время ФСФР разработала ряд поправок в законы об акционерных обществах, рынке ценных бумаг и защите прав инвесторов, упрощающих процедуру первоначального публичного предложения акций (и ценных бумаг, конвертируемых в акции) и делающих ее более привлекательной для компаний-эмитентов, инвесторов и существующих акционеров компаний.

Поправки предусматривают, что условия размещения, осуществляемого путем открытой подписки, могут устанавливать порядок определения цены размещения после окончания срока действия преимущественного права. В этом случае минимальный срок реализации преимущественного права сокращается до 20 дней с момента направления (вручения) или опубликования уведомления о возможности реализации преимущественного права, и существующие акционеры могут оплатить акции с отсрочкой не менее 5 дней с момента раскрытия информации о цене размещения.

Законопроект также предусматривает, что в случае оказания брокером услуг по размещению эмиссионных ценных бумаг путем открытой подписки и их листинга эмиссия ценных бумаг осуществляется без государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг. В этом случае эмитент обязан направить в регистрирующий орган уведомление об итогах выпуска (дополнительного выпуска). Одновременно предусматривается, что запрет на обращение эмиссионных ценных бумаг действует до даты представления брокером в регистрирующий орган уведомления об их листинге, а срок исковой давности для признания недействительным выпуска (дополнительного выпуска) будет исчисляться с даты раскрытия информации о предоставлении уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) в регистрирующий орган. В случае невключения фондовой биржей размещенных эмиссионных ценных бумаг в котиро-

вый список эмитент обязан направить в регистрирующий орган отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг после завершения размещения эмиссионных ценных бумаг.

НАЧАЛЬНЫЕ ДОХОДНОСТИ IPO НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Результаты исследования начальных доходностей первичных публичных предложений акций на российском рынке представлены в табл. 3. Средняя начальная доходность по цене закрытия³ составила: в РТС — примерно 8%, на ММВБ — примерно 9%. Средняя начальная доходность по цене открытия не сильно отличалась от средней начальной доходности по цене закрытия и составила: в РТС — примерно 7%, на ММВБ — примерно 9%.

Эти значения сопоставимы со значением средней начальной доходности на американском рынке IPO, которая составляет 15–18%. Но следует заметить, что средние начальные доходности на рынках разных стран варьируются достаточно сильно, поэтому важен сам факт наличия высоких положительных доходностей. Таким образом, можно утверждать, что феномен высоких положительных начальных доходностей характерен и для российских IPO.

Рассмотрим начальные доходности акций по отдельным IPO. Отрицательную начальную доходность не показала ни одна из 9 акций, у 2 акций (компания «Хлеб Алтая» и Северсталь-Авто) — нулевая или близкая к нулю начальная доходность. Максимальное значение начальной доходности продемонстрировали акции РБК (по цене закрытия 17,94% — на ММВБ и 14% — в РТС; по цене открытия 27,61% — на ММВБ и 14% — в РТС) и компании «Открытые инвестиции» (по цене закрытия и открытия 17,39% — в РТС). Минимальную начальную доходность показали акции компании «Хлеб Алтая» (по цене закрытия — 0% на РТС; по цене открытия — 0% на РТС; начальные доходности на ММВБ не рассчитывались) и Северсталь-Авто (по цене закрытия 0,41% — на ММВБ; по цене открытия 0,39% — на ММВБ; в РТС соответствующие начальные доходности были равны 4%).

Проанализируем также различия начальных доходностей по цене закрытия некоторых отдельных акций в отношении, во-первых, отклонения окончательной цены предложения от диапазона цены

² При проведении многих российских IPO доля средств, полученных самой компанией в суммарных поступлениях от публичного предложения акций, фактически выше, даже с учетом выкупа дополнительных акций мажоритарными акционерами на последних этапах процесса предложения.

³ Средние начальные доходности рассчитывались как среднее арифметическое начальных доходностей отдельных акций.

предложения⁴ и, во-вторых, сроков, через которые акции начали торговаться на вторичном рынке⁵.

Общее замечание: цена предложения по всем акциям оказалась в пределах ценового диапазона, кроме цены предложения акций **аптечной сети «36,6»**, которая существенно (на 20%) не дотянула до нижнего порога ценового диапазона, и цены предложения акций компании «Хлеб Алтая», которая на 4% оказалась ниже нижнего порога ценового диапазона.

Цена предложения акций **РБК** оказалась ближе к верхнему пределу ценового диапазона. Акции продемонстрировали максимальную среди всех остальных рассматриваемых бумаг начальную доходность, хотя это были акции дополнительного выпуска, и вторичные торги по ним начались только через 19 дней после даты окончания публичного размещения.

Цена предложения акций компании **«Иркут»** оказалась в пределах ценового диапазона, и эти бумаги начали торговаться сразу после публичного размещения (так как размещались акции существующих акционеров). Акции Иркутска показали умеренную начальную доходность: 6,45% — в РТС и 7,23% — на ММВБ.

Цена предложения акций компании **«Калина»** оказалась в пределах ценового диапазона. Хотя первые сделки с данными акциями могли иметь место сразу после публичного размещения (так как наряду с акциями дополнительного выпуска размещались акции и существующих акционеров), они были зарегистрированы только через 21 день после окончания публичного размещения (возможно, из-за майских праздников). Акции «Калины» показали начальную доходность выше средней начальной доходности первичных публичных предложений на ММВБ — 13,51%.

Цена предложения акций компании **«Седьмой континент»** оказалась в пределах ценового диапазона. Первые сделки с акциями имели место через 18 дней (публично предлагались акции дополнительного выпуска), начальная доходность составила умеренные 5%.

Цена предложения акций компании **«Открытые инвестиции»** была близка к верхнему пределу ценового диапазона, первые сделки были совершены сразу после даты публичного размещения. Данные акции продемонстрировали одну из максимальных начальную доходность — 17,39%.

Цена предложения акций **ЭКЗ «Лебедянский»** была ближе к верхнему пределу ценового диапазона. Все предлагавшиеся акции были предоставлены существующими акционерами, вторичные торги начались сразу после публичного предложения. Начальная доходность составила только 5% в РТС и 6,51% на ММВБ.

Цена предложения акций **«Хлеб Алтая»** оказалась ниже ценового диапазона. Публичное предложение происходило в РТС и на ММВБ. В РТС акции начали торговаться уже на следующий день, начальная доходность оказалась практически нулевой. Первые сделки на ММВБ имели место только через 3,5 мес. после публичного предложения, поэтому начальная доходность данных акций по этой торговой площадке не рассчитывалась.

Цена предложения акций **Северсталь Авто** была ближе к нижнему пределу ценового диапазона. Первые сделки в РТС имели место почти сразу после даты публичного размещения, на ММВБ — через 22 дня после публичного размещения. Данные акции продемонстрировали минимальные начальные доходности: 0,41% — на ММВБ и 4% — в РТС.

Таким образом, можно утверждать, что гипотезам частичной корректировки цены предложения относительно ценового диапазона и большего занижения цены по акциям дополнительного выпуска соответствуют *IPO* всех компаний, кроме компании «Калина». Несоответствие поведения цен акций этой компании рассматриваемым гипотезам, возможно, объясняется тем, что в данном анализе во внимание не принимались действия андеррайтеров по стабилизации цены на вторичных торгах.

Общий вывод из данного исследования начальных доходностей первичных-публичных предложений акций на российском рынке можно сформулировать следующим образом: они достаточно хорошо согласуются как с теоретическими представлениями о них, так и с эмпирическими данными, полученными при исследовании *IPO* в других странах. Тем не менее надо отметить обстоятельства, которые ослабляют силу полученного вывода.

Во-первых, хотя в исследовании использовались данные по всем российским *IPO*, выборка, на которой основано исследование, имеет небольшой объем. Из-за этого были ограничены возможности применения более формальных методов ис-

следования, и анализ начальных доходностей носит больше описательный характер.

Во-вторых, показатели объемов торговли и ликвидности акций компаний непосредственно после публичного размещения и за более длительные периоды были очень низкими, как и у большинства российских акций. Поэтому поведение цен акций в краткосрочном периоде после проведения *IPO* слишком подвержено влиянию цены отдельной сделки из-за незначительного количества самих сделок (что облегчает андеррайтерам выполнение их функций по стабилизации цены акций после *IPO*).

По большинству акций, рассмотренных в данном исследовании, объемы торговли в первый торговый день были очень незначительными, притом что первые сделки имели место не на следующий день после публичного размещения, а только некоторое время спустя (табл. 4). Возможно, информативнее были бы показатели доходности за более длительные периоды — неделю, две недели и месяц после окончания публичного размещения. Однако и за эти периоды объемы торгов были близки к нулю.

Причиной низкой ликвидности рассматриваемых акций являются общие проблемы российского фондового рынка, характерные для развивающихся рынков на данной стадии развития, такие как высокие инвестиционные риски и недостаточная развитость его инфраструктуры. Другая причина — состав инвесторов, приобретших акции рассматриваемых *IPO*. Многие из них являются иностранными инвестиционными фондами, ориентирующимися на длительные сроки инвестирования в российские акции, что может отрицательно влиять на ликвидность акций российских *IPO*. ■

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Ritter J. R., Welch I. A Review of *IPO* Activity, Pricing, and Allocations // The Journal of Finance. 2002. Vol. LVII. № 4. August. <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/>
2. Ritter J. R. Initial Public Offerings. <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/>

Редакция выражает благодарность Сылдысу Серепу за помощь в подготовке материала.

⁴ С точки зрения теории акции, цена предложения которых была скорректирована в сторону превышения ценового диапазона, должны показать более высокую начальную доходность, чем акции, цена предложения которых оказалась в пределах ценового диапазона. Соответственно, акции, цена предложения которых оказалась в пределах ценового диапазона, должны показать более высокую начальную доходность, чем акции, цена предложения которых оказалась ниже ценового диапазона.

⁵ В данном случае необходимо знать, действительно ли цена предложения *IPO*, во время которого размещались акции только дополнительного выпуска, более занижена (из-за длительных сроков и других законодательных ограничений при их эмиссии), чем цена предложения *IPO*, в котором предлагались, во-первых, вместе с акциями дополнительного выпуска акции существующих акционеров, во-вторых, акции только существующих акционеров. Анализ не претендует на строгость, так как не учитываются другие возможные влияющие факторы.