

---

# ПРОЦЕСС ПРИБРЕТЕНИЯ КАПИТАЛА: ПЕРВИЧНОЕ ПУБЛИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ КОМПАНИИ (IPO)

---

**Андрей Валерьевич Лукашов**



Независимый консультант, специалист в области корпоративных финансов, прогнозирования и ценообразования. Окончил Высшую школу бизнеса Чикагского университета со степенью магистра бизнес-административации (MBA) по специализации в аналитических финансах, финансовом менеджменте и маркетинге. Работал в ряде консалтинговых компаний в США и России, консультировал компании Motorola, Sears, United Airlines, Bosch, Associates First Capital, OY Teboil AB, преподавал в ГУ-ВШЭ на факультете менеджмента и др. Автор ряда научных публикаций и семинаров. (Москва)

---

## Аннотация

Первичное публичное размещение акций (Initial Public Offering – IPO) компании является одним из наиболее важных механизмов на рынках капитала. Это одновременно и канал для получения молодыми компаниями нового капитала, а также способ для первоначальных инвесторов выйти из участия в капитале и реализовать прибыли на свои инвестиции. В статье описываются основные способы, этапы и закономерности проведения IPO. Приводятся статистические данные и результаты новейших академических исследований, посвященных IPO.

## Введение

«Вторая по величине американская фондовая биржа NASDAQ начала экспансию на российский рынок. В июне 2004 г. биржа объявила о создании своего представительства в Москве. В России NASDAQ планирует «рекрутировать» компании для размещения их акций и привлечь в свои ряды предприятия Топливо-энергетического комплекса (ТЭКа) и потребительского сектора. Глава Федеральной службы по финансовым рынкам О. Вьюгин заявил, что его ведомство не будет помогать NASDAQ находить клиентов в России. «Мы заинтересованы в том, чтобы инвесторы, желающие приобрести акции наших эмитентов, приходили со своими капиталами на российский биржи. Поэтому задача ФСФР — развивать инфраструктуру российского фондового рынка», — считает Вьюгин».

*Журнал «Компания» 28 июня, 2004 г.*

Независимо от того, на каких биржах предпочтут регистрироваться российские компании, для привлечения внешнего акционерного капитала на публичных фондовых рынках им придется пройти через процесс первичного публичного размещения (IPO)<sup>1</sup>. IPO является одним из наиболее важных механизмов на рынках капитала. Это одновременно и канал для получения молодыми компаниями нового капитала, а также способ для первоначальных инвесторов выйти из участия в капитале и реализовать прибыли на свои инвестиции.

В течение долгого времени лидером по количеству IPO была Америка. В табл. 1 приводятся данные о числе IPO в США с 1970 по 2001 г., а также сведения об акционерном капитале, полученном американскими компаниями в результате проведения IPO.

Как видно из табл. 1, чуть более чем за три десятилетия американские компании в результате IPO получили более \$509 млрд, из которых более \$370 млрд — после 1990 г. По количеству IPO лидируют такие отрасли как электроника и коммуникации. В относительном отношении (соотношение количества IPO к количеству фирм в данной отрасли) лидерство принадлежит медицине и здравоохранению<sup>2</sup>, где в 80-х гг. количество IPO составило более 123% от количества фирм в отрасли на начало десятилетия. На втором месте — коммуникации, электроника и компьютеры.

В течение длительного времени европейский рынок IPO значительно уступал рынку США. Например, в 1961—1982 гг. в Германии (ФРГ) состоялось только 19 IPO, в среднем менее чем одно IPO в год. Однако в конце 90-х гг. количество IPO в

---

<sup>1</sup> На биржи США иностранные компании могут выйти напрямую, через официальную регистрацию и IPO, или же через участие в программе Американских депозитарных расписок (ADR, 2 и 3 уровень) (Karolyi, 1998).

<sup>2</sup> К данной категории принадлежат и биотехнологические и фармацевтические компании.

IPO 1970—2001				
	Количество IPO	Полученный акционерный капитал (млрд \$, 2001 г.)		
Всего	7,101 тыс.	\$509,608		
1970-е	912	\$21,160		
1980-е	1,922 тыс.	\$82,476		
1990—1994	1,632 тыс.	\$101,652		
1995—1998	1,752 тыс.	\$140,613		
1999—2000	803	\$129,363		
2001	80	\$34,344		
Отрасль промышленности	Количество IPO 1970—1996	Количество IPO в отрасли за десятилетие как процент от общего количества фирм в отрасли на начало десятилетия		
		1970-е	1980-е	1990-1996
		С/х и добыча полезных ископаемых	36	7,2%
Текстиль	119	18,1	17,9	31,1
Коммуникации, компьютеры и электроника	1390	26,6	92,1	72,5
Строительство	84	26,4	39,4	36,1
Финансы	468	10,3	23,7	14,0
Пищевая промышленность	82	14,3	16,1	20,3
Медицина и здравоохранение	379	18,2	123,1	78,7
Промышленное производство	555	12,7	27,7	44,1
Нефть и газ	159	8,8	18,2	18,8
Печатное и издательское дело	64	18,9	25,0	23,9
Отдых и туризм	136	21,8	51,2	51,4
Научные инструменты и исследования	338	22,6	51,3	49,5
Услуги	245	25,7	24,7	52,3
Торговля	805	24,8	54,7	57,8
Транспорт	233	12,5	36,7	43,8
Коммунальное хозяйство	44	3,6	18,7	7,2

*Источник:* Lowry, 2002, Ritter and Welch, 2002  
*Примечание 1.* Полученный акционерный капитал вычисляется как «цена предложения» \* количество размещенных акций.  
*Примечание 2.* Исключены IPO по американским депозитарным распискам, IPO размером менее \$5 млн и IPO на закрытые паевые фонды.

**Таблица 1.** Количество IPO в США в целом за 1970–2001 гг. и по отраслям промышленности (1970–1996 гг.)

континентальной Европе значительно выросло и в 2000 г. впервые превысило количество IPO в США, по крайней мере, за нескольких последних десятилетий. Если же учитывать английские биржи, то количество IPO в континентальной Европе и Англии превысило количество IPO в США в 1998, 1999 и 2000 гг. (Ritter, 2003)<sup>3</sup>.

### Три основных способа проведения IPO

Существует три наиболее распространенных метода проведения IPO:

- метод фиксированной цены (открытое предложение);

- метод аукциона;
- метод формирования книги заявок<sup>4</sup>.

Существуют также «гибридные» методы проведения IPO, при которых для продажи разных траншей акций используются определенные методы:

<sup>3</sup> В 1997 г. в Германии была основана биржа для торговли акциями новых компаний — Neuer Markt. Аналогичные биржи были основаны в Италии (Nuovo Mercato), Нидерландах (Nieuwe Markt), Бельгии (NM Belgium) и Франции (Nouveau Marche). В 1999 г. эти рынки объединили в единую биржу Euro NM. В 2000 г. объединение распалось. А в 2002 г. немецкий Neuer Markt был закрыт вслед за резким падением инвестиций.

<sup>4</sup> Book Building также переводится как «метод формирования портфеля» или «метод сбора заявок». Первое в отечественной практике IPO группы «РосБизнесКонсалтинг» было осуществлено по методу «формирования книги заявок».

- аукцион / открытое предложение;
- аукцион / формирование книги заявок;
- формирование книги заявок / открытое предложение — самый распространенный способ.

Чаще всего формирование книги заявок используется для продажи акций фирмы-IPO институциональным и иностранным инвесторам, а открытое предложение резервируется для мелких розничных (национальных) инвесторов.

### Метод фиксированной цены, или открытое публичное предложение (Open Offer, Fixed Price, Universal Offer)<sup>5</sup>

При проведении IPO по методу открытого публичного предложения цена акций определяется заранее. При данном методе существует период сбора заявок, в течение которого инвестиционный банк собирает заявки на акции компании. Сбор заявок продолжается до тех пор, пока не будут собраны заявки на все предлагаемые на продажу акции компании, или же эмитент не отменит размещение акций. Этот метод является весьма распространенным за пределами США, однако применяется все реже и реже, особенно на более крупных и активных рынках. Как отмечают исследователи (Chowdhry and Sherman, 1996) необходимость устанавливать цену акций заранее увеличивает риск провала IPO из-за утечки информации. К тому же инвесторы должны заблаговременно оплатить весь свой заказ на акции. Все это ведет к установлению относительно заниженной цены на акции компании. Тем не менее, метод публичного предложения не исчезает и в некоторых случаях остается популярным. Это самый экономичный способ распределить акции среди розничных инвесторов, не требующий высоких фиксированных издержек проведения «дорожного шоу» (Road Show). Как показывает практика, подобный метод позволяет собрать заявки от большого числа ранее неизвестных розничных инвесторов и не полагается на существование долгосрочных отношений между андеррайтерами и инвесторами. Для небольших рынков это может быть самым предпочтительным способом проведения IPO. Метод публичного предложения, как правило, запрещает дискриминацию между инвесторами при продаже акций компании.

### Аукционы

Исторически, аукционы использовались для продажи самых разнообразных видов ценных бумаг. Они являются самым распространенным способом продажи правительственных облигаций, а также часто применяются при приватизациях. Однако для проведения первичного размещения акций они используются относительно

редко. В 80-х гг. они применялись в Италии, Португалии, Швейцарии и Великобритании, в 90-х гг. — в Сингапуре. Но во всех этих странах их добровольно отвергли еще до распространения «американского» метода формирования книги заявок. В Японии и Франции аукционы использовались в течение долгого времени, но практически полностью исчезли после разрешения проведения IPO по методу формирования книги заявок. Аукционы до сих пор используются на Тайване, где применение метода формирования книги заявок разрешено, но не популярно; в Израиле, где метод формирования книги заявок является запрещенным (Sherman, 2002). В Чили используются гибридные методы аукциона / формирования книги заявок, так как законодательство требует, чтобы хотя бы один транш акций был продан на аукционе. Многие страны экспериментировали с проведением IPO-аукционов в 80-е и 90-е гг., но за последнее десятилетие отказались от этого метода. В последнее время аукционы получили распространение для IPO, проводимых в Интернете.

Аукционы часто приводят к «недопродажам» акций компании, что является основным их недостатком по сравнению с методом формирования книги заявок. С точки зрения ценообразования, аукционы могут быть оптимальны в случае, когда существует значительное количество информации о компании и эта информация широко распространена среди большого количества разрозненных инвесторов. Поэтому аукционы часто выбираются для приватизации известных компаний в отраслях, которые хорошо изучены и понятны инвесторам, имеют большое количество сотрудников и значительную клиентскую базу. С другой стороны, аукционы не являются оптимальными для IPO небольших компаний в отраслях, которые многие инвесторы не понимают. В этих случаях предпочтительнее метод формирования книги заявок.

### Метод формирования книги заявок

В 90-е гг. самым распространенным методом проведения IPO становится «американский» метод формирования книги заявок. Толчком для роста популярности этого метода за пределами США стало проведение приватизационных IPO в странах Западной Европы и Азии. Поскольку многие приватизационные IPO оказались слишком большими

<sup>5</sup> В США иногда применяется метод «максимума усилий» (Best Effort), который очень похож на метод открытого предложения. При методе «максимума усилий» андеррайтеры всего лишь соглашаются предпринять «максимум усилий» для свободной продажи акций. В отличие от метода публичного предложения, при методе «максимума усилий» количество акций для размещения может меняться, а также не существует фиксированного периода сбора заявок.

Номер заявки	Ме-неджер	Имя заявителя	Страна	Величина заявки	Единицы	Тип заявки	Макс. цена	Выделено акций	процент выделенных от заявки
1	3	А	Англия	1 000 000	GBP	Strike		0	0
2	3	Б	Австрия	2 000 000	USD	Strike		24,8 тыс.	61
3	3	В	Англия	2 100 000	DEM	Strike		12 тыс.	41
4	3	Г	Швеция	1 000 000		Strike			
пересмотр 1				600 000	DEM	Strike			
пересмотр 2				100 000	DEM	Strike		6 тыс.	43
5	4	Д	Германия	10 000	Акции	Step	69		
				5 000			75	3 тыс.	60
6	4	Е	Германия	250 000	DEM	Strike		2,1 тыс.	60
7	4	Ж	Германия	20 000	Акции	Limit	72	12,2 тыс.	61
35	4	З	Англия	20 000	Акции	Strike		8,4 тыс.	42
94	3	И	Англия	20 000	Акции	Strike		5 тыс.	25
97	3	К	Швейцария	20 000	Акции	Strike		8 тыс.	40
101	3	Л	Италия	20 000	Акции	Strike		8 тыс.	40

*Источник:* Cornelli and Goldreich, 2001

**Таблица 2.** Пример книги заявок на IPO

для местных фондовых рынков<sup>6</sup>, к проведению данных IPO были привлечены американские инвестиционные банки, традиционно использовавшие метод формирования книги заявок. Основное отличие метода формирования книги заявок заключается в том, что этот метод дает андеррайтеру полный контроль над распределением акций компании среди потенциальных инвесторов. В дальнейшем, говоря об IPO, мы будем подразумевать IPO по методу формирования книги заявок.

Процесс формирования книги заявок начинается с объявления диапазона цены (Price Range), который носит предварительный характер, и часто окончательная цена может устанавливаться за пределами первоначального интервала. Согласно формальной процедуре сбора заявок, инвестиционные банкиры предлагают институциональным инвесторам «высказать интерес» в акциях компании. В качестве показателя интереса выступает заявка (Bid) на определенное количество акций компании. Также потенциальные инвесторы могут указать максимальную цену, которую они готовы заплатить за акцию (Limit Price). Время формирования книги заявок в среднем занимает два месяца, но иногда может затянуться до 4-х месяцев. Книга содержит заявку (Bid) каждого потенциального инвестора, название данного инвестора, количество требуемых акций и максимальную цену (Limit Price). В ней также отмечена дата внесения заявки и дата всех последующих пересмотров заявки. Существует три типа заявок:

- простая заявка (Strike Bid) на покупку определенного количества акций независимо от окончательной цены акций;

- заявка с указанием максимальной цены (Limit Bid), в том случае, когда инвестор указывает максимальную цену, по которой он готов купить акции;

- ступенчатая заявка (Step Bid), в которой указывается количество акций в зависимости от уровня цен.

Заявка может быть в форме денежной заявки (Currency Bid), с указанием суммы, которую инвестор готов потратить на акции данной фирмы, без фиксирования количества акций. Также заявка может быть в форме количества требуемых акций. Общее число заявок варьируется от 50 до нескольких сотен. Среднее число заявок составляет 295 на одно IPO (Cornelli and Goldreich, 2001). Около 80% всех заявок составляют простые заявки, около 17% заявок составляют заявки с указанием максимальной цены и около 3% заявок составляют ступенчатые заявки. Около 16% заявок в последствии корректируются инвесторами, около 5% отменяются. Около 37% заявок подаются в форме денежных заявок.

В табл. 2 показано 11 реальных заявок на IPO. Первая заявка отражает интерес в покупке акций компании на 1 млн британских фунтов независимо

<sup>6</sup> Например, в Англии при М. Тэтчер с помощью IPO была проведена приватизация таких компаний, как British Telecom, British Petroleum и Cable and Wireless, в ходе которой среди инвесторов были размещены акции в среднем на \$5 млрд за каждую компанию. Также посредством IPO были приватизированы Korea Electric Power (\$2,1 млрд) в 1989 г., Nippon Telephone and Telegraph (\$15 млрд) в 1987 г. Все эти компании сейчас участвуют в программе Американских депозитарных расписок (ADR) на Нью-Йоркской фондовой бирже (Karolyi, 1998).



от цены акций (Strike Price). Однако поскольку спрос выражен в денежном выражении (Currency Bid), то при более высокой цене спрос на акции будет меньше. В последних четырех заявках выражен интерес в приобретении 20 тыс. акций на каждую заявку независимо от цены акций. В седьмой заявке указывается максимальная цена на акции. Заявка отражает интерес в приобретении 20 тыс. акций при максимальной цене \$72 за одну. Пятая заявка является ступенчатой. В ней отражен интерес в покупке 10 тыс. акций по цене \$69 или ниже за акцию или только 5 тыс. акций при цене от \$69 до \$75 за акцию, и ни одной акции, если цена будет выше \$75. Четвертая заявка была пересмотрена дважды.

### Основные этапы проведения IPO (по методу формирования книги заявок)

Процесс выпуска акций можно условно разделить на шесть этапов. Детали и конкретные сроки различных этапов могут меняться, однако сама структура процесса остается постоянной<sup>7</sup>.

1. *Долгосрочная подготовка компании к IPO.* Примерно за два года<sup>8</sup> до выхода на публичный рынок компания должна начать выполнять основные требования, предъявляемые к публичным компаниям, — разработать бизнес-план и регулярно подготавливать финансовую отчетность.

2. *Формирование команды для проведения IPO и общее собрание.* На этом этапе компания должна выбрать ведущий инвестиционный банк, юридическую фирму и аудитора. Инвестиционный банк будет выступать основным советником эмитента и осуществлять функции андеррайтера. За шесть-восемь недель до официальной регистрации в Комиссии по ценным бумагам<sup>9</sup> проводится общее собрание (All-hands meeting), на котором составляется план-график IPO и распределяются обязанности членов команды. Процесс IPO официально начинается с общего собрания.

3. *Разработка проспекта эмиссии.* Предварительный проспект является основным маркетинговым инструментом и должен содержать всю необходимую инвесторам информацию о компании. Как правило, он включает финансовую отчетность за последние пять лет, описание целевого рынка компании, конкурентов, стратегии развития, команды менеджеров и пр. Одновременно андеррайтеры приступают к изучению деятельности компании (Due Diligence), тщательному анализу всех сведений, которые будут внесены или упомянуты в «комфортных письмах» аудиторов и юридических консультантов, направляемых андеррайтеру. Предварительная версия Проспекта печатается и подается для проверки в Комиссию по ценным бумагам. Ведущий андеррайтер подбирает инвестиционный

синдикат, который поможет распределить акции компании среди инвесторов. Предварительный проспект рассылается институциональным инвесторам.

4. *«Дорожное шоу».* Одновременно начинается «дорожное шоу» (Road Show), т. е. посещение собраний инвесторов в различных городах и презентация компании крупным инвесторам (фондам, страховым компаниям, банкам, физическим лицам). Цель данного мероприятия — убедить потенциальных инвесторов купить акции компании. Его продолжительность составляет три-четыре недели и включает по две встречи в день руководства компании с инвесторами. Это — самая важная часть подготовки выхода на рынок. По мере проведения «дорожного шоу» андеррайтеры начинают формировать книгу заявок. По окончании «дорожного шоу» руководство компании встречается с инвестиционными банкирами для согласования окончательного объема выпуска и цены акций («цена предложения»). Цена и объем выбираются в зависимости от ожидаемого спроса на акции компании. После согласования окончательной стоимости предложения и размера эмиссии, печатается финальная версия проспекта и ценовая поправка (Price Amendment). Далее, в случае ее одобрения, начинается распределение акций среди инвесторов.

5. *Начало торговли акциями компании.* После согласования цены акций и не ранее, чем через два дня после выпуска окончательной версии проспекта компании, объявляется о вступлении IPO в силу (обычно после закрытия торгов). Определенное количество акций компании распределяется между членами инвестиционного синдиката, брокерами и их клиентами. Торговля акциями компании на бирже начинается на следующий день после объявления IPO<sup>10</sup>. Ведущий андеррайтер отвечает за организацию гладкой торговли и обеспечение ценовой стабилизации акций компании.

6. *Завершение сделки.* Сделка по андеррайтингу считается завершенной, когда компания передает свои акции андеррайтеру, а он переводит полученные деньги на счет компании (обычно через три дня). Через семь дней после дебюта компании IPO объявляется состоявшимся. Через 25 дней с

<sup>7</sup> В статье не ставится цель рассмотреть все детали оформления и процессуальные требования к проведению IPO. Подобная информация легко доступна в электронном виде:

<http://www.iporesources.org/>

<http://www.k2kapital.com/education/>

<http://www.cfin.ru/investor/>

<sup>8</sup> Сроки могут меняться в зависимости от биржи и страны размещения.

<sup>9</sup> В США регистрация осуществляется в SEC (Securities and Exchange Commission), в России — в ФСФР.

<sup>10</sup> В России к обращению на бирже может быть допущен только выпуск акций, по которому отчет о выпуске зарегистрирован в ФСФР.

момента начала торговли заканчивается так называемый «период молчания». Только по окончании этого периода андеррайтер и другие члены синдиката могут делать публичные прогнозы и определять стоимость компании, а также давать рекомендации инвесторам относительно покупки акций компании.

### Выбор инвестиционного банка и формирование синдиката инвестиционных банков

Публичное размещение акций может проводиться как одним, так и несколькими андеррайтерами. Если в IPO участвует несколько андеррайтеров, то один из них выступает в роли ведущего менеджера. Он ведет все переговоры с эмитентом, разрабатывает график IPO и играет главную роль в проведении процесса Due Diligence, ценообразовании и распределении акций компании среди инвесторов. Ведущий менеджер также отвечает за формирование синдиката<sup>11</sup> инвестиционных банков, которые помогают ему распространять акции. Формирование синдиката банков начинается с выбора ведущего андеррайтера (Lead Underwriter) или менеджера книги заявок (Book Manager). Поскольку ведущий андеррайтер получает львиную долю оплаты за проведение IPO, то конкуренция за эту позицию может быть весьма серьезной. Как правило, факторами, определяющими выбор ведущего андеррайтера, являются репутация инвестиционного банка, наличие аналитиков и исследовательская поддержка, знание отрасли, в которой работает фирма, планирующая IPO, предшествующие отношения и связи с компанией. При проведении крупных IPO компании, как правило, имеют возможность выбирать среди нескольких наиболее престижных инвестиционных банков. Мелкие фирмы могут и не иметь выбора. Поэтому они выбирают ведущего андеррайтера только потому, что это единственный инвестиционный банк, который согласился провести IPO.

Если несколько инвестиционных банков выражают желание провести IPO, то фирма-эмитент, как правило, выбирает одного ведущего менеджера и несколько соменеджеров, которые выбираются на основании своей способности вести аналитические исследования и давать рекомендации инвесторам, а также возможности после IPO выступать в роли маркет-мейкера на фондовом рынке, или же потому что имеют клиентскую базу, отличную от клиентской базы ведущего менеджера IPO.

Количество акций, которые получает для андеррайтинга каждый член синдиката, варьируется. Если число акций для соменеджеров оговаривается сразу, то число акций, которые достаются простым членам синдиката, полностью зависит от

ведущего менеджера. Обычно это определяется на совещании, посвященном Due Diligence за 48 часов до начала IPO. Количество акций, которые каждый член синдиката должен продать инвесторам, не совпадает с количеством акций для андеррайтинга и тоже полностью зависит от ведущего менеджера. Стандартной практикой за последние годы было поручать каждому члену синдиката продажу 10% от количества акций, выделенных ему для андеррайтинга.

Исторически, синдикаты существовали из-за необходимости наличия достаточного капитала, а также в целях разделения рисков и облегчения распределения акций среди инвесторов. Это требуется по причине ограниченной капитальной и клиентской базы андеррайтеров. Сегодня вопросы разделения рисков и наличия достаточного капитала не являются актуальными, поэтому размер синдикатов уменьшился за последние десять лет. Такие андеррайтеры, как Merrill Lynch не нуждаются в других инвестиционных банках с точки зрения капитала и клиентской базы. С другой стороны в 80-х гг. многие IPO не имели соменеджеров. Сегодня ситуация изменилась — практически все IPO имеют соменеджеров. Основная причина роста числа соменеджеров состоит в том, что фирма-эмитент фактически покупает аналитическое покрытие без увеличения расходов на IPO, так как оплата услуг по андеррайтингу не зависит от количества соменеджеров. Исследователи выделяют несколько основных функций, которые выполняют члены синдиката:

1) *Информационная функция.* Получение дополнительной информации о спросе на акции для установления более точной цены акций. Различные андеррайтеры могут иметь разную клиентскую базу инвесторов. Например, в США инвестиционный банк Merrill Lynch известен своей обширной базой розничных клиентов; у Goldman Sachs — широкая база институциональных клиентов. Некоторые андеррайтеры имеют региональную специализацию: Piper Jeffrey обладает клиентской базой на Среднем Западе, а Montgomery Securities — на Восточном побережье. Поскольку клиентская база членов синдиката может отличаться от клиентской базы ведущего менеджера, участие членов синдиката позволяет получить больше информации в период подготовки IPO о наличии спроса на акции данной фирмы среди различных групп инвесторов. Более крупные синдикаты имеют возможность собрать информацию о наличии спроса на акции фирмы, и в результате точно установить цену акций компании.

2) *Функция сертификации и эффект репутации.* Члены синдиката предоставляют эмитенту дополнительную оценку (сертификацию) качества.

<sup>11</sup> В русском переводе синдикат (syndicate) иногда переводится термином «консорциум».

Наличие престижных андеррайтеров в синдикате снижает беспокойство инвесторов относительно стоимости акций и помогает избежать ее занижения. Появление имени андеррайтера на обложке эмиссионного проспекта говорит инвесторам о том, что данный андеррайтер претендовал на роль ведущего менеджера, а затем был приглашен участвовать в синдикате. Поскольку неправильное формирование цены на акции влияет на репутацию, то все члены синдиката заинтересованы в правильной оценке их стоимости. Функция сертификации также важна, потому что андеррайтеры коллективно несут юридическую ответственность за потери, связанные с установлением неправильной цены акций.

3) *Издание аналитических отчетов о компании и рекомендации инвесторам.* Одной из наиболее важных услуг, которые андеррайтер и члены синдиката оказывают фирме-эмитенту, является разработка рекомендаций инвесторам, выпуск аналитических отчетов о данной фирме, а также включение фирмы в аналитические отчеты по отраслям промышленности, регулярно выпускаемые инвестиционными банками для инвесторов. Эмитенты стараются подобрать андеррайтеров, которые смогли бы выпустить аналитический отчет о фирме и продолжили бы включать фирму в аналитические отчеты в будущем. От ведущего менеджера ожидается, что он поручит конкретным специалистам заниматься аналитическим освещением данной фирмы для

Название банка	Страна регистрации банка	Кол-во IPO в позиции менеджера синдиката	Из них		Кол-во IPO в позиции участника синдиката
			Проводили маркетинг акций в США	Использовали метод формирования книги заявок	
Warburg Dillon Read	Швейцария	151	122	139	71
Deutsche Bank / Deutsche Morgan Grenfell	Германия	143	100	127	114
Dresdner Bank / Dresdner Kleinwort Benson	Германия	137	74	118	111
Merrill Lynch	США	126	113	122	42
Goldman Sachs	США	121	103	117	43
CS First Boston	США	119	94	113	69
Morgan Stanley	США	113	105	109	43
ABN AMRO	Голландия	96	54	89	122
Credit Lyonnais	Франция	96	48	83	92
ING Barring	Англия	91	54	75	87
Banque Paribas	Франция	86	53	79	73
UBS Securities	Швейцария	85	58	76	72
HSBC Securities	Англия	80	45	64	58
Salomon Smith Barney	США	68	58	62	31
Lehman Brothers	США	65	61	60	26
Nomura Securities	Япония	54	25	48	88
Barclays de Zoete Wedd	Англия	52	33	37	57
Societe General	Франция	51	20	38	61
Schroder Securities	Германия	51	30	45	46
DG Bank Deutsche Genossenschaftsbank	Германия	49	7	45	31

Источник: Ljungqvist et al. 2003

Примечание. В 1999 г. Warburg Dillon Read слился с UBS и образовал UBS Warburg. Citicorp в 1998 г. купил Salomon Smith Barney и в 1999 г. Schroeder Securities. Barclays de Zoete Wedd сейчас известен под именем Barclays Capital.

Таблица 3. Ведущие инвестиционные и коммерческие банки, выступавшие в роли андеррайтеров IPO за пределами США (1992–1999 гг.)

инвесторов. Наличие высоко квалифицированных аналитиков потенциально является барьером для новых андеррайтеров. Эмитенты скептически относятся к способности андеррайтера (не имеющего высоко квалифицированных аналитиков) поддерживать спрос на акции компании в период после IPO.

4) *Маркет-мейкинг*. Ожидается, что ведущий менеджер и другие члены синдиката будут выполнять функции маркет-мейкеров для акций компании (на тех рынках, где необходима данная функция). По результатам исследований ведущий андеррайтер является наиболее активным маркет-мейкером. В первые дни после IPO через него проходит до 50% всех сделок с акциями IPO (Ellis et. al., 2000). Также 87% соменеджеров выполняют функции маркет-мейкеров, но их активность носит ограниченный характер.

В табл. 3 приводится список 20 ведущих инвестиционных банков, которые в период с 1992 по 1999 г. выступали в роли андеррайтеров IPO за пределами США.

### Оплата услуг андеррайтеров

Наиболее распространенным методом андеррайтинга является метод «твердых обязательств» (Firm Commitment), при котором андеррайтер покупает всю эмиссию у компании-эмитента, а затем пытается перепродать акции инвесторам. Разница между ценой покупки и ценой перепродажи называется валовым спредом (Gross Spread). Валовой спред, как правило, оговаривается до выпуска предварительного проспекта. В США он составляет 7% от размера эмиссии (Chen and Ritter, 1999).

Регион/ страна	Кол-во IPO с данными по валовому спреду	Валовая выручка, \$ млн от IPO		Валовой спред (оплата услуг андеррайтеров), процент от валовой выручки
		Медиана	Среднее	
<b>Европа</b>	<b>1019</b>	<b>149,6</b>	<b>32,0</b>	<b>3,61</b>
Франция	64	142,9	11,5	4,49
Германия	174	139,3	34,6	4,67
Италия	55	322,6	79,1	4,34
Нидерланды	62	259,3	69,4	4,43
Швеция	28	136,0	38,6	4,30
Англия	416	93,8	28,4	2,49
Запад. Европа	183	194,8	52,7	4,11
Восточ. Европа	37	136,0	59,9	4,23
<b>АТР</b>	<b>445</b>	<b>178,6</b>	<b>29,6</b>	<b>3,12</b>
Китай	87	121,8	57,9	3,61
Гонконг	121	95,4	18,8	3,09
Япония	40	512,7	6,8	5,33
Малайзия	44	87,4	3,3	1,52
Сингапур	56	45,5	8,3	1,82
проч. АТР	97	296,6	109,9	3,30
<b>С. и Ю. Америки (кроме США)</b>	<b>105</b>	<b>228,1</b>	<b>128,5</b>	<b>5,16</b>
Канада	33	195,6	83,4	6,30
Мексика	24	193,2	142,5	4,75
проч. Америки	48	268,3	128,0	4,57
<b>Африка и Ближний Восток</b>	<b>78</b>	<b>83,5</b>	<b>26,4</b>	<b>5,64</b>
Израиль	45	30,8	20,6	7,29
ЮАР	13	172,4	3,	2,08
проч. Африка и Б.Восток	20	115,8	45,3	4,23
<b>Вся выборка</b>	<b>1647</b>	<b>157,1</b>	<b>33,0</b>	<b>3,67</b>

*Источник:* Ljungqvist et al. 2003

Таблица 4. Оплата услуг андеррайтеров за пределами США (1992–1999 гг.)



А. Информация о составе синдиката, содержащаяся в проспекте и других документах	
Валовая выручка (за проданные акции)	\$33,6 млн
Цена предложения	\$12 за акцию
Количество акций для размещения	2 млн 800 тыс. (плюс 15% опцион с превышением 420 тыс. акций)
Валовой спред	\$0,84 за акцию (7% от валовой выручки). Всего \$2 млн 704,8 тыс., включая опцион с превышением
Оплата услуг менеджера IPO	\$0,17 (традиционно 20% от валового спреда) за акцию
Оплата за андеррайтинг	\$0,19 за акцию
Комиссионные за продажу акций инвесторам	\$0,48 за акцию
Акции для андеррайтинга членам синдиката	
Андеррайтер	Количество акций для андеррайтинга
Goldman Sachs (ведущий менеджер)	900 тыс.
BT Alex Brown (со-менеджер)	900 тыс.
Bear Stearns	100 тыс.
Deutsche Bank Securities	100 тыс.
Donaldson Lufkin Jenrette	100 тыс.
Lehman Brothers	100 тыс.
Merrill Lynch	100 тыс.
Morgan Stanley	100 тыс.
Salomon Smith Barney	100 тыс.
BancBoston Robertson Stephens	50 тыс.
CIBC Oppenheimer	50 тыс.
A. G. Edwards	50 тыс.
Friedman Billings Ramsey	50 тыс.
Hambrecht & Quist	50 тыс.
NationsBanc Montgomery	50 тыс.
Итого	2,8 млн

Таблица 5А. Конкретный пример оплаты услуг членов типичного синдиката андеррайтеров

Валовой спред делится на три компонента:

- комиссионные за продажу<sup>12</sup> акций (около 60% от валового спреда);
- оплата услуг по андеррайтингу<sup>13</sup> (около 20% от валового спреда);

■ оплата услуг по проведению IPO<sup>14</sup> (около 20% от валового спреда).

<sup>12</sup> Selling concessions.

<sup>13</sup> Underwriting fees.

<sup>14</sup> Management fees.

2,8 млн	Размер выпуска акций
+ 420 тыс.	Опцион с превышением
3,2 млн	Всего акций
— 100 тыс.	10% от акций выделенных для андеррайтинга рядовыми членами синдиката (первоначальная доля — initial retention)
— 700 тыс.	Акции для продажи менеджерами IPO (делятся 70 / 30 между ведущим менеджером и соменеджером), первоначальная доля
— 50 тыс.	Акции «друзьям компании» (продаются через ведущего менеджера)
— 50 тыс.	Акции сотрудникам компании (продаются через ведущего менеджера)
2,32 млн	Акции, помещенные в «институциональный котел» (institutional pot)

Из акций в «институциональном котле» 30% делятся поровну между ведущим менеджером и соменеджером, а остальные 70% почти полностью переходят к ведущему менеджеру в так называемый jump ball\* (из 1,624 тыс. акций в jump ball ведущий менеджер получает 1,5 тыс. акций). Поэтому акции для продажи инвесторам распределяются следующим образом:

Ведущий менеджер	490 тыс.	70% от 700 тыс. первоначальной доли
	50 тыс.	Акции для «друзей компании»
	50 тыс.	Акции для сотрудников компании
	348 тыс.	15% институционального котла
	1 млн 500 тыс.	Из jump ball
	2 млн 438 тыс.	Всего акций ведущему менеджеру для продажи инвесторам
Соменеджер	210 тыс.	30% от 700 тыс. первоначальной доли
	348 тыс.	15% «институционального котла»
	50 тыс.	Из jump ball
	608 тыс.	Всего акций соменеджеру для продажи инвесторам
Другие андеррайтеры	100 тыс.	Первоначальная доля
	74 тыс.	Из jump ball
	174 тыс.	Всего акций другим андеррайтерам для продажи инвесторам

\*Jump ball — буквально, вбрасывание мяча в игру (в баскетболе): судья подбрасывает мяч между двумя игроками, а те пытаются отбить мяч членам своей команды. Спортивные термины широко используются в финансовом жаргоне.

**Таблица 5Б.** Продолжение. Распределение акций среди членов типичного синдиката для продажи инвесторам

Оплата за андеррайтинг \$0,19 * 3,22 тыс. = \$611,8 тыс. минус затраты на синдицирование \$450,8 тыс. (включая издержки стабилизации торговли акциями) = чистая оплата за андеррайтинг \$161 тыс. или \$0,5 за акцию					
Участник синдиката	Полученные доходы				
	Оплата менеджеров, \$0,17 за акцию	Оплата за андеррайтинг, \$0,5 за акцию	Комиссионные за продажу акций, \$0,48 за акцию	Всего оплата	Количество акций
Ведущий менеджер	\$273,7 тыс.	\$51,75 тыс.	\$1 млн 170,24 тыс.	\$1 млн 495,69 тыс.	2 млн 438 тыс.
Соменеджер	\$273 тыс.	\$51,75 тыс.	\$291,84 тыс.	\$617,29 тыс.	608 тыс.
Категория 100 тыс. акций	0	\$5,75 тыс.	\$8,352 тыс. в среднем	\$14,102 тыс. в среднем	121,8 тыс. на всех
Категория 50 тыс. акций	0	\$2,875 тыс.	\$4,176 тыс. в среднем	\$7,051 тыс. в среднем	52,2 тыс. на всех

*Источник:* Chen and Ritter, 2000

**Таблица 5В.** Распределение оплаты между членами типичного синдиката

В табл. 4 отражены размеры валовой выручки и валового спреда за пределами США, которые, как правило, несколько ниже.

В табл. 5А, Б, В приведен пример оплаты услуг андеррайтеров за проведение IPO в целях лучшего понимания механизма распределения валового спреда между участниками синдиката.

В данном примере ведущим андеррайтером выступал инвестиционный банк Goldman Sachs, а соменеджером выступал инвестиционный банк BT Alex Brown<sup>15</sup>. Каждый из менеджеров осуществлял андеррайтинг 900 тыс. акций. В проведении IPO принимало участие еще 13 инвестиционных банков, разделенных на две категории (по 100 тыс. и 50 тыс. акций). Всего компания планировала разместить 2 млн 800 тыс. акций по цене \$12 за акцию получить валовой доход от IPO в \$33 млн 600 тыс. (плюс 15% опцион с превышением).

Оплата андеррайтеров (валовой спред) в США составляет 7% и в данном случае равнялась \$0,84 на акцию и включает три компонента:

- комиссионные за продажу акций — \$0,48 за акцию;
- оплата услуг по андеррайтингу — \$0,19 за акцию;
- оплата услуг менеджера IPO — \$0,17 за акцию.

Член синдиката получил \$0,48 за каждую проданную инвесторам акцию. Как правило, не существует связи между андеррайтингом и продажей акций. Обычно, подавляющее большинство акций продается ведущим менеджером. Все члены синдиката получили оплату за услуги по андеррайтингу акций в размере \$0,19 за акцию (минус издержки

<sup>15</sup> Позже BT Alex Brown был куплен немецким банком Deutsche Bank.

по андеррайтингу и стабилизации). Как правило, плата за андеррайтинг представляет скромную сумму, а с учетом издержек стабилизации торговли акциями может быть вообще негативной. Менеджеры сделки, помимо этого, получили по \$0,17 за каждую размещенную в ходе IPO акцию. Оплата услуг менеджера IPO делится (в неравных долях) между ведущим менеджером и соменеджером. В типичном IPO подавляющая часть валового спреда идет ведущему менеджеру. В данном случае из \$2 млн 704,8 тыс. валового спреда (включая опцион с превышением) ведущий андеррайтер получил \$1 млн 495,69 тыс. прибыли за проведение IPO, что составило 55% от валового спреда. Соменеджер получил \$291,84 тыс. (11% от валового спреда), а участники синдиката получили в среднем по \$8,352 тыс. и \$4,176 тыс. Издержки синдицирования, включая затраты на ценовую стабилизацию после начала торгов, составили \$450,8 тыс. (17% от валового спреда).

## Оценка стоимости IPO

Установление цены акций на IPO является одним из самых неисследованных и противоречивых вопросов в финансах (Lowry and Schwert, 2003). Установление цен на акции в процессе IPO состоит из трех этапов. На первом этапе фирма и андеррайтер договариваются о ценовом диапазоне (Pricing Range), в пределах которого, ожидается и будет установлена цена на акции IPO. Этот ценовой диапазон указывается в проспекте компании, который подается в Комиссию по ценным бумагам<sup>16</sup>. Проспект рассылается потенциальным инвесторам, а компания начинает «дорожное шоу» для стимулирования спроса на акции фирмы. Одновременно андеррайтер приступает к приему заявок и пытается получить информацию о существующем спросе. На втором этапе, который, как правило, происходит после закрытия торгов накануне размещения, компания и андеррайтер устанавливают окончательную цену предложения. Это цена размещения акций компании андеррайтером среди инвесторов. Третий этап начинается с открытия торговли акциями фирмы на фондовом рынке. С этого момента цена на акции устанавливается рынком. Особое значение в финансах имеет цена закрытия первого дня торгов. Разница между ценой закрытия первого дня и ценой предложения называется «первоначальной прибылью» (Initial Returns)<sup>17</sup>. В аналитических финансах первоначальная прибыль считается капиталом, который «недополучила» компания от андеррайтера.

В качестве примера рассмотрим установление цены предложения на акции компании Microsoft. В 1986 г. состоялось IPO компании Microsoft. Ведущим андеррайтером выступал инвестиционный

банк Goldman Sachs. Билл Гейтс очень долго и тщательно обдумывал цену предложения компании. Вместе с советниками из Goldman Sachs, он предполагал, что рынок даст его компании более высокий мультипликатор P / E, чем его конкурентам, производящим ПО для ПК (Lotus и Ashton-Tate), так как те имели более узкую продуктовую линейку. С другой стороны, он ожидал, что рынок даст Microsoft более низкий мультипликатор, чем компаниям, производящим ПО для ЭВМ, так как те обладали более долгой историей и имели более предсказуемые доходы. Цена около \$15 за акцию (10 \* прогнозируемые доходы на 1986 г.) означала, что выбранный мультипликатор находился как раз посередине между мультипликаторами производителей ПО для ПК и производителей ПО для ЭВМ. В результате переговоров с андеррайтерами был выбран предварительный ценовой диапазон \$16—19. На совещании накануне начала торгов представитель Goldman Sachs заявил, что цена открытия торгов (цена, по которой акции начинают продаваться в первый день), вероятно, составит \$25. После этого компании начали переговоры о пересмотре цены предложения и размере валового спреда. Постепенно было достигнуто соглашение о цене предложения \$21 за акцию и валовом спреде в \$3,66 млн. К концу первого дня торгов цена акций Microsoft составила \$27,72. Таким образом, компания «недополучила» от инвестиционных банкиров \$18,87 млн. (Uttal, 1986).

## Первый этап ценообразования: определение первоначального ценового диапазона

Существует несколько подходов к оценке стоимости акций фирмы для проведения первичного публичного размещения акций:

- подход с использованием фирм-аналогов;
- метод дисконтированных чистых денежных потоков;
- метод активов<sup>18</sup>.

Каждый из данных методов имеет свои преимущества и недостатки. Например, использование

<sup>16</sup> Информация о ценовом диапазоне не всегда указывается при регистрации. Часто данные о цене появляются только в дополненной версии проспекта в период между регистрацией и днем размещения.

<sup>17</sup> Инвесторы, получившие акции от андеррайтера, могут продать их в первый день публичных торгов и без всяких усилий получить немедленную прибыль. Поэтому, финансисты шутят, что IPO является аббревиатурой от Instant Profit Opportunities (возможности мгновенных прибылей).

<sup>18</sup> Для обзора основных методов оценки стоимости см. рукопись книги Дамодарана Investment Valuation.

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> Последняя версия (неопубликованная) этой книги размещена в виде файлов pdf по главам в открытом доступе на сайте профессора Дамодарана. См. гл. 2. Approaches to valuation, гл. 17 Fundamental principles of relative valuation и гл. 23 Valuing young or start-up companies. Также см. Pratt (2000)

фирм-аналогов предпочтительно, когда имеется группа фирм, близких по своим параметрам к оцениваемой компании. Однако данный подход не предохраняет от опасности переоценки или недооценки целого сектора. Метод дисконтированных денежных потоков основан на более прочном теоретическом фундаменте, однако часто бывает трудно оценить будущие денежные потоки и правильный коэффициент дисконтирования. Метод оценки активов применим в ситуации, когда имеется значительное количество активов, легко ликвидируемых по имеющимся рыночным ценам. Для оценки IPO метод активов не применим, так как значительная часть стоимости фирм-IPO происходит от наличия ценных опционов роста.

Наиболее часто применяемым методом является метод использования мультипликаторов фирм-аналогов, которые могут быть самыми разнообразными, включая некоторые мультипликаторы, специфичные только для определенных отраслей. Например, «рыночная капитализация на одного зрителя кабельного телевидения», «рыночная капитализация на один баррель нефтяных резервов», «рыночная капитализация на одного специалиста». При оценке телекоммуникационных компаний в сфере мобильной связи основным фактором при определении стоимости акций являлось количество человек, проживающих на лицензионной территории компании. Однако чаще всего в типичных ситуациях используется мультипликатор  $P/E$  (соотношение цены к чистой прибыли на акцию). Данный метод определения стоимости заключается в капитализации коэффициента EPS (чистая прибыль на акцию) с помощью среднего значения мультипликатора  $P/E$  для открытых (торгуемых на фондовом рынке) компаний-аналогов.

Большинство работ в области оценки цены предложения сходятся на том, что первым шагом в определении цены предложения является сравнение операционных и финансовых характеристик фирмы с соответствующими характеристиками нескольких открытых (публичных) компаний, работающих в этом же секторе экономики. Фирма и ее андеррайтеры основывают свои решения по оценке акций на основе анализа коэффициентов компаний-аналогов на рынке с коррекцией на отличия фирмы-IPO от фирм-аналогов. После этого они собирают дополнительную информацию о состоянии рынка и назначают окончательную цену предложения.

Ким и Риттер (1999) исследовали точность метода определения цены предложения IPO при помощи фирм-аналогов. В качестве фирм-аналогов были использованы компании, специально подобранные для этой цели известной исследовательской фирмой Renaissance Capital<sup>19</sup>. Подборка проводилась на основе формальных критериев и накопленного опыта по определению цены предложения

для фирм-IPO<sup>20</sup>. Например, для определения цены IPO компании Gateway 2000 (сборка и директ-маркетинг ПК) Renaissance Capital использовала компании Dell Computer (сборка и директ-маркетинг ПК) и AST Research (сборка ПК). Часто в качестве фирм-аналогов используются компании, которые фирма-IPO указывает в своем проспекте в качестве прямых конкурентов.

Считается, что многие молодые фирмы, осуществляющие первичное публичное размещение акций, характеризуются наличием ценных реальных опционов (так называемых опционов роста), и их стоимость трудно оценить с помощью прогноза чистых прибылей. Поэтому Ким и Риттер разделили выборку фирм-IPO на две группы: молодые фирмы (основанные менее 10 лет назад) и зрелые фирмы (основанные более 10 лет назад). Ошибка в оценке с использованием метода фирм-аналогов значительно меньше для зрелых фирм.

Для изучения того, насколько точно цена предложения IPO зависит от цены фирм-аналогов, Ким и Риттер использовали регрессионное уравнение:

$$\frac{P}{E_i} = a_0 + a_1 \frac{P}{E_{\text{сравн.}i}} + e_i,$$

где  $\frac{P}{E_i}$  —

соотношение цены предложения фирм-IPO к чистым прибылям на акцию;

$$\frac{P}{E_{\text{сравн.}i}} —$$

среднее значение<sup>21</sup>  $P/E$  двух специально подобранных фирм-аналогов с использованием рыночной цены акций фирм-аналогов на момент выхода проспекта фирмы-IPO.

В качестве прибылей на одну акцию использовались несколько вариантов исчисления прибылей: средние прибыли за последние 12 месяцев, прогноз прибылей на текущий год и прогноз прибылей на следующий год. Если коэффициент фирм-аналогов точно прогнозирует цену предложения фирмы-IPO,

<sup>19</sup> Renaissance Capital (Greenwich, Connecticut) — бутик, специализирующийся на исследованиях IPO для клиентов, желающих купить акции IPO. См. сайт в Интернете <http://www.ipo-fund.com>. Renaissance Capital подготавливает отчеты по большинству IPO с ожидаемой капитализацией компании более \$50 млн.

<sup>20</sup> Ким и Риттер также провели исследование с использованием фирм-аналогов, отобранных только на основании формальных критериев (недавние IPO в том же секторе экономики). Аналоги, подобранные Renaissance Capital по точности прогноза превосходят формально подобранные аналоги.

<sup>21</sup> В данном случае используется не арифметическое, а геометрическое среднее коэффициентов  $P/E$ . Геометрическое среднее используется потому, что оно придает меньше веса экстремальным значениям. Например, геометрическое среднее 4 и 46 является:

$$\sqrt{4 \times 46} = 13.56$$



Вариант расчета прибылей на акцию при вычислении P / E		Оценка параметров		R <sup>2</sup>	Средняя ошибка прогноза
		Константа (a <sub>0</sub> )	P / E <sub>срав.</sub> (a <sub>1</sub> )		
1	Средние прибыли за прошедшие 12 месяцев	22,71 (6,23)	0,343 (3,71)	8,3%	55%
2	Прогноз прибылей на текущий год	13,93 (4,59)	0,412 (3,71)	8,3%	43%
3	Прогноз прибылей на следующий год	7,30 (4,93)	0,478 (5,84)	18,9%	28%
4	Молодые фирмы (меньше 10 лет). Прогноз прибылей на следующий год.	8,09 (3,08)	0,537 (3,63)	14,6%	32%
5	Зрелые фирмы (больше 10 лет). Прогноз прибылей на следующий год.	6,00 (4,74)	0,449 (6,56)	37,5%	23%

Источник: Kim and Ritter, 1999

**Таблица 6.** Результаты регрессии коэффициента P / E (цена акции к чистым прибылям на акцию) на P / E компаний-аналогов для установления цены предложения IPO (в скобках t-статистика)

то коэффициент  $a_0$  должен быть равен 0, а коэффициент  $a_1$  должен быть равен 1. Таким образом, нулевая гипотеза заключается в том, что  $a_1 = 1$ . Результаты регрессионного анализа представлены в табл. 6.

Выборка состоит из 143 IPO, имевших в 1992—1993 гг. положительные средние прибыли за последние 12 месяцев. Данные по прибылям на акции взяты из аналитических отчетов компании Renaissance Capital. Прогнозы прибылей на акцию являются средним значением прогнозов финансовых аналитиков инвестиционных банков на Wall Street. P / E для компаний IPO (зависимая переменная) рассчитаны с использованием цены предложения (цена продажи акций инвесторам накануне начала торгов). P / E компаний-аналогов, рассчитан с использованием цены акций в период выхода предварительного проспекта IPO. В качестве независимой переменной используется геометрическое среднее P / E двух компаний, специально подобранных Renaissance Capital в качестве аналогов. Среднее значение P / E<sub>сравн.</sub> на основе прибылей за последние 12 месяцев равно 32,7. Среднее значение P / E<sub>сравн.</sub> на основе прогнозируемых прибылей за текущий год равно 24,2 и среднее значение P / E<sub>сравн.</sub> на основе прогноза прибылей на следующий год равно 16,8.

Как показывают результаты регрессионного анализа, использование чистых прибылей за прошедшие периоды ведет к неточным оценкам стоимости. Использование прогнозируемых значений чистых прибылей в P / E значительно улучшает точность оценки.

Кроме того, получив регрессионные коэффициенты  $a_0$  и  $a_1$ , можно посчитать прогнозируемое значение стандартизированной цены компании (P / E). Для измерения точности прогноза используется ошибка прогноза, которая вычисляется как:

$$Ln \left[ \frac{\text{Прогноз P/E}}{\text{Реальное P/E}} \right].$$

Поскольку ошибка прогноза в данном случае всегда положительна, то это свидетельствует о том, что прогнозируемый коэффициент P / E в среднем больше, чем реальный коэффициент, а в действительности устанавливаемая цена предложения фирмы-IPO, как правило, значительно ниже цены,

которая могла бы быть установлена на основе оценки рынком фирм-аналогов. Это явление называется *недооценкой фирм-IPO*. Как видно из результатов анализа, молодые фирмы испытывают более значительную степень недооценки, чем зрелые фирмы. Их владельцы теряют больше потенциальной стоимости фирмы при продаже акций инвесторам по цене предложения накануне начала торгов акциями фирмы на фондовом рынке.

Средняя ошибка прогноза снижается с 55% при использовании средних прибылей за последние 12 месяцев до 28% при использовании прогноза прибылей на следующий год. Таким образом, P / E с использованием прогноза прибылей на следующий год более точно определяет цену предложения фирмы-IPO.

Одной из причин того, что  $R^2$  в регрессионном уравнении значительно ниже 100%, а коэффициент  $a_1$  меньше 1,0 является тот факт, что фирмы-аналоги характеризуются темпами роста, отличными от компаний-IPO. Согласно стандартной модели стоимости фирмы с постоянными темпами роста (и 100% выплатами прибылей):

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r - g},$$

где  $P_0$  — стоимость акции,  $r$  — ожидаемая норма прибыльности (стоимость акционерного капитала), а  $g$  — темпы роста доходов фирмы. Поэтому фирмы с более высокими темпами роста должны иметь более высокие значения мультипликатора P / E, в результате чего коэффициент  $a_1$  будет меньше единицы.

Для определения цены предложения IPO используется и ряд других коэффициентов.

Одним из наиболее полезных коэффициентов является EV / Sales, соотношение полной стоимости фирмы к продажам<sup>22</sup>. Этот мультипликатор

<sup>22</sup> Полная стоимость компании (EV, Enterprise Value) = (рыночная цена акционерного капитала) \* (количество акций) + балансовая цена заемного капитала — наличность (cash). Данный вариант вычисления полной стоимости компании не зависит от объема наличности у фирмы. Таким образом, этот показатель не зависит от количества наличности, которую фирма может получить в результате проведения IPO.



имеет несколько преимуществ по сравнению с  $P/E$ . Во-первых, продажи, в отличие от доходов, всегда являются положительными, поэтому данный коэффициент применим и к молодым фирмам, и к фирмам в тяжелой финансовой ситуации. Во-вторых, чистые доходы зависят от метода амортизации, который может отличаться между разными фирмами. Таким образом,  $EV/Sales$  гораздо легче применять для сравнения фирм с разными методами амортизации. В-третьих, в отличие от  $P/E$  данный коэффициент может использоваться для сравнения фирм с разным уровнем финансового рычага. Наконец, сведениями о продажах гораздо труднее манипулировать, и они более стабильны, чем чистые доходы компаний. По всем этим причинам  $EV/Sales$  получил значительную популярность среди аналитиков, и особенно часто используется для сравнения фирм в секторах экономики, которые требуют больших инвестиций в инфраструктуру (например, мобильные коммуникации, кабельное телевидение). Для изучения точности установления цены акций IPO на основе мультипликатора  $EV/Sales$  Ким и Риттер оценивают регрессионное уравнение:

$$\frac{EV}{Sales_i} = a_0 + a_1 \frac{EV}{Sales_{сравн,i}} + a_2 \text{ Прибыльность} \times \frac{EV}{Sales_{сравн,i}} + a_3 (\text{Быстрый рост}) + e_i$$

Результаты регрессионного анализа представлены в табл. 7.

$Sales$  — продажи за последние 12 месяцев.  $EV/Sales$  для сопоставимых компаний рассчитан как геометрическое среднее двух  $EV/Sales$  фирм-аналогов, подобранных Renaissance Capital. Цена акций взята в момент выхода предварительного проспекта IPO. «Быстрый рост» — бинарная переменная (0/1), равна 1, если рост продаж в процентах компании-IPO больше, чем рост продаж компаний, используемых для сравнения. «Прибыльность» =  $\ln[(EBITDA/Sales)_i / (EBITDA/Sales)_{сравн}]$ , где EBITDA — прибыли до уплаты процентов, налогов и амортизации.

Как показано в табл. 7 коэффициент  $a_1$  выше всего в уравнении для зрелых фирм. Коэффициент детерминации  $R^2$  также выше всего в уравнениях для зрелых фирм. Коэффициент для переменной, измеряющей прибыльность фирм, статистически значим и равен 0,218 (уравнение 3). Это говорит о том, что при оценке IPO следует корректировать цену с учетом прибыльности. Приблизительно необходима премия в размере 10–20% для компаний, которые в два раза более прибыльны, чем в среднем по отрасли. Фиктивная переменная для компаний с быстрым ростом также статистически значима и равна 0,199. Для компаний с высокими темпами роста также требуется премия в размере 20% за темпы роста. Результаты анализа совпадают с распространенной практикой начинать оценку стоимости фирмы со среднего коэффициента-мультипликатора для данной отрасли, а затем добавлять премии в размере 10–20% за различия в прибыльности и темпах роста.

### Второй этап ценообразования: определение окончательной цены предложения

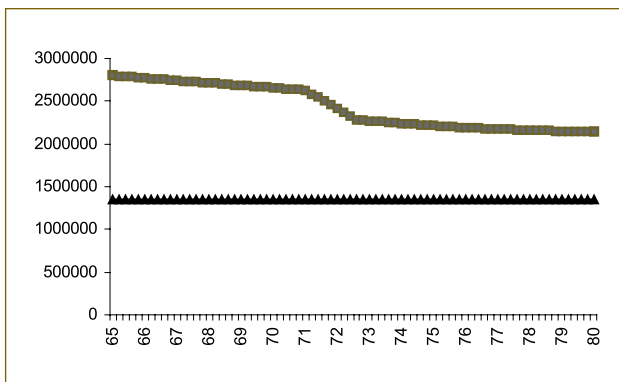
После окончания срока подачи заявок, менеджер IPO суммирует все заявки и определяет цену предложения. Cornelli and Goldreich (2002) провели исследование выборки книг заявок для 31 IPO. Среднее количество заявок на одно IPO составляло 411. Из них в среднем 62 заявки были ступенчатые и с указанием максимальной цены.

Если нормализовать предварительный диапазон цен таким образом, чтобы нижняя граница интервала была равна 0, а верхняя граница интервала была равна 1, то средняя максимальная заявленная цена (Limit Price) составит 0,49, т. е. находится чуть ниже середины ценового интервала. Средняя окончательная цена предложения составит 0,51, т. е. чуть выше средней точки интервала, в результате чего 21,5% всех заявок с максимальной заявленной ценой не были удовлетворены в силу превышения указанной цены. Максимальная цена предложения составила 1,50, т. е. на 50% выше верхней границы предварительного ценового диапазона. Минимальная цена предложения

	Зависимая переменная $EV/Sales$ компании IPO	Независимые переменные				$R^2$	Средняя ошибка прогноза
		Константа $a_0$	$EV/Sales_{сравн.}$	Прибыль- ность	Быстрый рост		
1	Все фирмы (143)	1,10 (7,08)	0,423 (8,83)	—	—	35,2%	53%
2	Молодые фирмы (72)	1,38 (5,78)	0,381 (5,75)	—	—	31,1%	50%
	Зрелые фирмы (71)	0,82 (4,08)	0,497 (6,57)	—	—	37,6%	52%
3	Все фирмы (143)	1,03 (6,93)	0,378 (7,46)	0,218 (4,18)	0,199 (2,90)	42,6%	49%
4	Молодые фирмы (72)	1,28 (5,30)	0,317 (4,63)	0,176 (2,71)	0,233 (2,29)	37,2%	48%
	Зрелые фирмы (71)	0,58 (3,65)	0,607 (8,75)	0,726 (7,00)	-0,022 (-0,27)	63,0%	38%

Источник: Cornelli and Goldreich, 2002

Таблица 7. Регрессионный анализ коэффициента  $EV/Sales$  (полная стоимость фирмы к объему выручки) (в скобках  $t$ - статистика)



Источник: Cornelli and Goldreich (2002)

**График.** Пример спроса и предложения на акции фирмы по методу формирования книги заявок

составила — 1,20, т. е. на 120% меньше нижней границы предварительного диапазона цен.

Инвестиционные банкиры затем используют поданные заявки для того, чтобы построить кривую спроса на акции компании. Цена устанавливается таким образом, чтобы спрос превышал предложение (количество требуемых акций при данной цене должно быть больше, чем количество акций, имеющих для продажи). Не существует определенных жестких правил для установления цены предложения, а правила ценообразования не открываются, а отдаются полностью на усмотрение менеджеров IPO. Цена на акции устанавливается не согласно какому-либо жесткому заранее сформулированному правилу, а на основе понимания инвестиционными банкирами существующего интереса инвесторов к акциям компании. Например, в одном IPO (см. график) компания выпустила 1,4 млн акций. Однако при цене \$80 за акцию количество заявок составило 2,2 млн акций. Цена предложения была установлена на уровне \$71 за акцию, что намного превышало точку равновесия спроса и предложения. Как правило, цена устанавливается в том пункте, где кривая спроса начинает резко снижаться. Считается, что для хорошего IPO, спрос должен в три раза превышать предложение. Согласно исследованиям Cornelli and Goldreich (2002), избыточный спрос при выбранной цене предложения акций превышает предложение в среднем в 9 раз. Максимальное превышение спроса над предложением составило 62 раза, минимальное 1,2 раза.

**Третий этап ценообразования: рыночная цена (цена закрытия первого дня торгов). Первоначальная прибыльность акций IPO или «недооценка» IPO**

Вскоре после окончания размещения акций среди инвесторов по цене предложения начинаются открытые торги акциями компании на бирже. Теперь цену устанавливает рынок. Как правило, рыночная цена отличается от цены предложения. Разницу между ценой закрытия первого дня торгов и ценой предложения принято называть «первичной

прибыльностью» (Initial Returns) акций IPO. Считается, что первичные прибыли равны средствам, которые были «недополучены» первоначальными акционерами и собственниками компании. Количество «недополученных» капиталов определяется как рост котировок акций компаний в первый день торгов (цена закрытия первого дня — цена предложения) помноженная на количество акций, проданных инвесторам. Если бы компания продала эти акции инвесторам по цене закрытия в первый день торгов (вместо цены предложения), то эти деньги принадлежали бы компании и ее первоначальным акционерам. Или же подобную сумму можно было бы получить, продав меньшее количество акций компании и сохранив большую долю компании в собственности первоначальных акционеров. Прибыли инвесторов (получивших акции от андеррайтеров) получают за счет первоначальных акционеров компании. Если оплата услуг инвестиционных банкиров является прямыми издержками проведения IPO, то «недополученные» средства расцениваются экономистами как альтернативные издержки (Opportunity Costs) проведения IPO (Loughran and Ritter, 2002).

В США в среднем компания, проводящая IPO «недополучает» \$9,1 млн. По размеру это вдвое превосходит прямые издержки по оплате услуг инвестиционных банкиров по проведению IPO. Только с 1990 по 1998 г. компании, проводившие IPO «недополучили» \$27 млрд. В табл. 8 и 9 отражены данные о суммарных средствах, «недополученных» первоначальными инвесторами и собственниками компаний.

**Размещение акций среди инвесторов до начала торгов**

После установления цены предложения, менеджер IPO определяет, каким образом будут распределяться акции между инвесторами, которые подали заявки<sup>23</sup>. Не существует жестких правил распределения акций между инвесторами. В среднем 30% инвесторов не получают акций вообще. Только небольшая часть (3,6%) инвесторов получают количество акций, указанное в заявке. Исследователи отмечают, что инвестиционные банкиры выделяют больше акций инвесторам, которые в заявке указывают максимальную заявленную цену, чем инвесторам, которые указывают только количество акций, но не указывают цену акций. Также пропорционально большее количество акций выделяется инвесторам, которые несколько раз уточняют свои заявки, предоставляя, таким образом, банкирам дополнительную информацию о спросе на акции фирмы.

<sup>23</sup> В книгу вносят заявки только институциональные инвесторы. Розничные инвесторы не принимают участия в подаче заявок. Для них иногда оставляется специальный блок акций.

Период	Количество IPO	Средняя прибыльность в первый день торгов, %	Совокупное количество средств, недополученных компаниями (\$ млрд, 2001 г.)	Совокупные средства, вырученные в IPO (\$ млрд, 2001 г.)	Средняя доля компании, проданная на IPO
1980—1989	1,982 тыс.	7,4	\$5,409	\$82,476	30,5%
1990—1994	1,632 тыс.	11,2	\$9,954	\$101,652	34,7%
1995—1998	1,752 тыс.	18,1	\$22,436	\$140,613	32,0%
1999—2000	803	65,0	\$65,625	\$129,363	22,4%
2001	80	14,0	\$2,973	\$34,344	26,3%
1980—2001	6,249 тыс.	18,8	\$106,397	\$488,448	29,0%

Источник: Ritter and Welch, 2002

**Таблица 8.** Прибыльность в первый день торгов. Количество средств, «недополученных» компаниями (США, 1980—2001гг.)

Страна	Размер выборки	Период (кол-во IPO)	Средняя прибыльность в первый день торгов (%) = «недооценка» акций IPO
Бразилия	62	1979—1990	78,5
Канада	500	1971—1999	6,3
Чили	55	1982—1997	8,8
Китай	432	1990—2000	256,9
Франция	571	1983—2000	11,6
Германия	407	1978—1999	27,7
Гонконг	857	1980—2001	17,3
Индия	98	1992—1993	35,5
Израиль	285	1990—1994	12,1
Италия	181	1985—2001	21,7
Япония	1,689 тыс.	1970—2001	28,4
Корея	477	1980—1996	74,3
Малайзия	401	1980—1998	104,1
Польша	140	1991—1998	27,4
Тайланд	292	1987—1997	46,7
Турция	163	1990—1996	13,1
Великобритания	3,122 тыс.	1959—2001	17,4

Источник: Ritter and Welch, 2002

**Таблица 9.** Средняя прибыльность в первый день торгов акциями («недооценка акций IPO») (международные сравнения)

Обычно все акции, предназначенные для институциональных инвесторов, образуют «институциональный котел» (Institutional Pot). Как правило, продажей акций из «институционального котла» занимается ведущий менеджер. Это позволяет институциональным инвесторам получить большие блоки акций через одного посредника. С другой стороны, это разрешает менеджеру собрать информацию об имеющемся спросе на акции фирмы, что помогает в установлении цены акций. Aggarwal et. al. (2002) провели исследование распределения акций IPO между институциональными и частными инвесторами, используя выборку из 164 IPO, прошедших в США в период мая 1997 г. и июня 1998 г.

Как видно из табл. 10 почти 73% всех акций распределяются среди институциональных инвесторов. Следует отметить, что среди переоцененных IPO с отрицательной прибыльностью в первый день торгов (т. е. цена закрытия первого дня торгов меньше цены предложения) доля институциональных инвесторов составляет только 59,73%, зато

среди IPO с прибыльностью, в первый день торгов превышающей 20%, составляет 76,9%.

В табл. 11 показано распределение акций IPO между институциональными и розничными инвесторами по различным странам.

### Ценовая стабилизация после начала торгов акциями

Частью негласного контракта между эмитентом и андеррайтером является обязательство андеррайтера обеспечивать ликвидность и «гладкость» торговли акциями компании на открытом рынке, а также ценовую стабилизацию в первые двадцать дней торговли акциями на открытом рынке. Стабилизация цены рассматривается как определенная гарантия против потерь инвесторов, получивших акции IPO. Если бы андеррайтеры не гарантировали ценовой поддержки, то многие инвесторы отказались бы от покупки акций IPO. Если андеррайтер не выполняет своих обязательств по

	Все IPO	Категория по прибыльности акций IPO в первый день торгов		
		< 0%	0%—20%	> 20%
Средняя прибыльность в первый день	19,25%	— 5,78%	9,28%	43,61%
Средняя выручка IPO \$ млн	\$132,2	\$57,78	\$162,1	\$106,9
Доля акций для институциональных инвесторов	72,77%	59,73%	71,65%	76,9%

Источник: Aggarwal et. al., 2002

Таблица 10. Распределение акций фирм IPO среди инвесторов и средняя прибыльность акций по категориям

Страна	Кол-во IPO с данными по размещению акций	Средняя доля институциональных инвесторов	Средняя доля розничных инвесторов
Англия	834	0,930	0,070
Франция	244	0,763	0,237
Германия	144	0,577	0,422
Италия	52	0,637	0,363
Швеция	44	0,700	0,300
Всего ЕС	1494	0,823	0,177
США	32	0,663	0,337
Остальной мир	109	0,607	0,393
Всего	1,662	0,804	0,196

Источник: Ljungqvist et.al., 2001

Таблица 11. Распределение акций IPO между институциональными и розничными инвесторами (1990–2000)

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 семи дней. Действия андеррайтеров направлены на предотвращение подобного результата. Существует три метода ценовой стабилизации, используемые ведущим андеррайтером на рынке после начала торгов.

1) Андеррайтеры выставляют запрос (Bid) на покупку акций по цене, не превышающей цену предложения, если еще не завершено распределение акций компании. Это называется «стабилизационными покупками акций» или «чистой стабилизацией» и делается для того, чтобы предотвратить резкое падение цены акций. На современных рынках стабилизационные покупки (длинные покупки) редко практикуются андеррайтерами. Данные покупки должны иметь специальную метку (Flag), которая говорила бы о том, что это «стабилизационный заказ». Подобная метка уведомляет рынок, о том, что данное IPO является слабым и нуждается в ценовой поддержке. Именно поэтому андеррайтеры предпочитают не использовать чистую стабилизацию.

2) Альтернативой чистой стабилизации являются короткие продажи, о которых андеррайтер не обязан сообщать рынку. Андеррайтеры, как правило, продают большее число акций, чем имеется к размещению. Другими словами, до открытия торгов они занимают короткие позиции<sup>24</sup>. «Короткая» позиция может быть в дальнейшем закрыта или из «опциона с превышением» (так называемый «зеленый башмак»<sup>25</sup>) или же путем покупок акций на открытом рынке. Андеррайтер имеет право воспользоваться этим опционом в течение 30 дней со

дня начала торговли<sup>26</sup>. Если андеррайтер ожидает слабый спрос на акции фирмы, то он займет «голую» (Naked) «короткую» позицию, продав инвесторам более 115% имеющихся акций компании. Затем по мере снижения цены акций андеррайтер будет постепенно закрывать свои «короткие» позиции, скупая акции. Этот метод также помогает смягчить возможное падение цены и называется «закрытием коротких позиций» (Aftermarket Short Covering). Для того чтобы оттенить влияние использования «коротких» продаж андеррайтером для прибыльности акций, Aggarwal подсчитала

<sup>24</sup> Продавая несуществующие акции, андеррайтеры должны будут через определенный период времени «доставить» купленные акции покупателям. Если цена акций на открытом рынке за этот период упадет, то андеррайтер сам купит акции по дешевой цене на рынке и доставит их покупателям, получив, таким образом, прибыль от торговли. Если же цена акций поднимется, то, покупая акции на открытом рынке, андеррайтер понесет потери. Aggarwal (2000) приводит пример IPO, в котором совокупная прибыль от закрытия «коротких» позиций составила \$163,313 тыс. или 4,29% от валового спреда, равного \$3 млн 853,5 тыс. Формально «короткая позиция» заключается в том, что рыночный игрок берет акцию «в долг», и затем продает ее на рынке. Если котировки акций падают, то игрок покупает новую акцию по дешевой цене и возвращает долг. Если же котировки акций растут, то игрок вынужден купить акцию (чтобы вернуть долг) по более дорогой цене, что приводит к потерям. «Короткие» позиции созданы для того, чтобы игроки могли получать прибыль при падении котировок акций.

<sup>25</sup> Практически все IPO имеют опцион с превышением до 15% от числа первоначальных акций на продажу. Название «зеленый башмак» для опциона с превышением происходит от названия компании Green Shoe Manufacturing Company, которая впервые применила данный опцион во время IPO в 1963 г.

<sup>26</sup> Поскольку андеррайтер получает валовой спред (7%) со всех проданных акций, то он заинтересован в продаже дополнительных акций даже помимо соображений стабилизации торговли.



Кумулятивная прибыльность относительно рынка	Андеррайтер использовал короткую позицию (N=61)	Андеррайтер не использовал короткую позицию (N=53)	Статистический тест на разницу среднего в выборках t-статистика
	Средняя прибыльность акций IPO (%)	Средняя прибыльность акций IPO (%)	
1 день	8,87	23,82	3,89*
5 день	6,33	24,53	4,27*
10 день	5,83	25,61	4,26*
40 день	14,01	34,02	3,14*

\* — разница статистически значима на 5%-тном уровне значимости.  
Источник: Aggarwal, 2000

**Таблица 13.** Влияние коротких продаж на кумулятивную краткосрочную прибыльность акций IPO относительно индекса фондового рынка

	Прибыльность акций IPO в первый день торгов с коррекцией на рынок	Прибыльность акций IPO на двадцатый день торгов с коррекцией на рынок	Прибыльность акций IPO в сороковой день торгов с коррекцией на рынок
Константа	4,85 (0,13)	16,07 (0,34)	42,09 (0,68)
<b>Относительная цена</b>	<b>3,93 (3,11)*</b>	<b>4,92 (3,13)*</b>	<b>5,34 (2,59)*</b>
Ln (Размер эмиссии)	— 1,14 (— 0,35)	— 3,48 (— 0,86)	— 5,05 (— 0,96)
Размер синдиката	— 0,13 (— 0,62)	— 0,03 (— 0,11)	0,30 (0,87)
Валовой спред (%)	1,40 (0,33)	— 0,56 (— 0,11)	— 3,76 (— 0,54)
<b>Короткие позиции (% от эмиссии)</b>	<b>— 7,19 (— 1,68)*</b>	<b>— 8,80 (— 1,65)*</b>	<b>— 8,39 (— 1,20)</b>
Прибыль от коротких позиций (% от валового спреда)	— 0,03 (— 0,18)	— 0,29 (— 1,42)	— 0,40 (— 1,47)
Штрафные санкции	— 2,96 (— 0,67)	— 5,39 (— 0,98)	— 6,18 (— 0,86)
<b>% использованного опциона с превышением</b>	<b>— 1,10 (3,08)*</b>	<b>— 2,13 (4,81)*</b>	<b>— 2,21 (3,81)*</b>
R <sup>2</sup>	26,82	38,67	28,68

\* — статистически значимые коэффициенты (выделены жирным шрифтом), t—статистика показана в скобках.  
Источник: Aggarwal, 2000

**Таблица 14.** Краткосрочная прибыльность акций IPO и действия андеррайтера по стабилизации цены IPO. Результаты регрессионного анализа

прибыльность акций отдельно для IPO, в которых использовались «короткие» позиции и в которых они не использовались. Результаты анализа представлены в табл. 13.

Как видно из табл. 13, IPO, в которых андеррайтер не использовал «коротких» позиций, характеризуются значительно более высокой прибыльностью по сравнению с IPO, в которых андеррайтер использовал «короткие» позиции.

3) Андеррайтер может наложить штрафные санкции (Penalty Bid) на членов синдиката, клиенты которых на открытом рынке сбрасывают акции, доставшиеся им в ходе распределения по цене предложения. В этом случае андеррайтер может не заплатить члену синдиката комиссионные за продажу акций, которые были сброшены на рынок. Штрафные санкции могут быть включены в контракт эмитента с андеррайтером. Сброс акций возможно отследить через депозитарную компанию, которая поддерживает так называемую систему мониторинга IPO (IPO Tracking System). Если спрос на акции является слабым, то сброс способен спровоцировать значительное падение котировок.

Aggarwal использовала регрессионный анализ для изучения влияния различных действий андеррайтеров по ценовой стабилизации на краткосрочную

прибыльность акций IPO. Зависимой (объясняемой) переменной в регрессионном анализе являлась первичная прибыльность IPO с коррекцией на поведение фондового рынка в первый день торгов. Независимыми (объясняющими) переменными являются переменные, которые должны влиять на прибыльность первого дня торгов: размер эмиссии, синдиката, валовой спред, «относительная цена»<sup>27</sup>, размер «коротких» позиций (как % от эмиссии), прибыль от «коротких» позиций, использование штрафных санкций и «опциона с превышением». Результаты анализа представлены в табл. 14.

Зависимая переменная — прибыльность торгов с коррекцией на рынок вычисляется по следующей формуле:

$$MIR = \frac{OP - CP}{OP} \times 100 - R_m,$$

<sup>27</sup> «Относительная цена» измеряется как «цена предложения — середина предварительного ценового диапазона». Если данная переменная положительна, это означает, что, основываясь на полученной информации, андеррайтер выбрал цену предложения выше середины ценового диапазона. Это является индикатором повышенного спроса на акции IPO. Установление андеррайтером цены ниже середины предварительного ценового диапазона говорит о слабом спросе на акции IPO.



где  $MIR$  — прибыльность акций относительно рынка,  $OP$  — цена предложения акций,  $CP$  — цена закрытия в день торгов,  $R_m$  — прибыльность фондового индекса за соответствующий период (S & P500). «Относительная цена» = (окончательная цена предложения — середина предварительного диапазона цен). Данная переменная показывает изменение в цене предложения после того, как андеррайтер собрал информацию о существующем спросе на акции фирмы. «Штрафные санкции» = фиктивная переменная 0 / 1.

Как показывают результаты регрессионного анализа статистически значимыми являются только три переменные: «относительная цена», величина «короткой» позиции у андеррайтера и доля использованного андеррайтером опциона «зеленый башмак». В среднем увеличение «относительной цены» на \$1 ведет к увеличению прибыльности акций в первый (двадцатый) день торгов на 3,93% (4,92%). Это говорит о том, что андеррайтер только частично (на 20%) инкорпорирует полученную в ходе «дорожного шоу» информацию о спросе на акции в цену предложения. На каждый \$1 повышения цены андеррайтером, рынок повышает цену акций почти на \$4. Увеличение доли «коротких» позиций на 1% в среднем ведет к снижению прибыльности акций в первый (двадцатый) день торгов на 7,19% (8,80%). Использование «зеленого башмака» также негативно коррелирует с краткосрочной прибыльностью акций. Увеличение использованной доли «зеленого башмака» на 1% ведет к снижению прибыльности акций в первый (двадцатый) день торгов на 1,1% (2,13%).

## Маркет-мейкинг

Как правило, ведущий менеджер IPO становится основным маркет-мейкером для акций компании<sup>28</sup>. На его долю приходится до 50% всех сделок с акциями на открытом рынке.

Ellis et. al (2000) исследовали микроструктуру IPO, используя выборку из 559 IPO, состоявшихся в 1996—1997 гг. Для 312 IPO имелись детальные данные обо всех сделках с акциями фирмы в первые 60 дней после IPO. Имеющиеся данные позволили исследователям подсчитать прибыльность операций всех маркет-мейкеров для выборки из 312 IPO. Прибыли маркет-мейкеров образуются из двух источников. Первый источник прибылей — это прибыли от покупки и продажи акций<sup>29</sup>. Второй источник прибылей — изменения в цене запасов акций, которые поддерживает маркет-мейкер. Результаты подсчетов прибылей маркет-мейкеров представлены в табл. 15.

Как видно из таблицы, в первые двадцать дней торговли ведущий андеррайтер аккумулирует значительные запасы акций компании (в среднем 7,63% от всех размещенных акций). Исследователи считают, что значительные запасы акций

<sup>28</sup> Отдел, проводящий IPO, и отдел, осуществляющий маркет-мейкинг, являются различными подразделениями (Desks) банка, каждое из которых выступает независимым центром прибыли. Маркет-мейкеры из трейдингового отдела получают и выполняют заказы от отдела IPO также как и от других клиентов.

<sup>29</sup> Маркет-мейкеры выставляют цену продажи и цену покупки акций, и получают прибыль на разнице между этими ценами (подобно пунктам валютного обмена).

Торговый день после IPO	Маркет-мейкер	Средние кумулятивные трейдинговые прибыли, \$ тыс.	Доля трейдинговых прибылей в совокупных прибылях андеррайтера, %	Средние кумулятивные прибыли от запасов акций, \$ тыс.	Средние совокупные кумулятивные прибыли, \$ тыс.	Запасы маркет мейкеров как % всех размещенных акций
1 день	Ведущий андеррайтер	82	4,74	19	101	3,68%
	Соменеджер	13		-3	10	0,1%
5 день	Ведущий андеррайтер	109	6,11	-9	100	6,05%
	Соменеджер	19		-8	11	0,1%
10 день	Ведущий андеррайтер	121	6,26	-51	71	7,0%
	Соменеджер	24		-4	19	0,1%
20 день	Ведущий андеррайтер	144	7,01	-63	82	7,63%
	Соменеджер	33		-21	13	0,29%
60 день	Ведущий андеррайтер	209	8,48	440	650	7,40%
	Соменеджер	65		-4	61	0,43%

Источник: Ellis et. al., 2000

Примечание. Трейдинговые прибыли — это прибыли от полного цикла покупки и продажи акций, которые не остаются у маркет-мейкера. Прибыли от поддержания запасов акций — прибыли (потери) от роста (падения) котировок акций, помноженные на размер запасов акций у маркет-мейкера. Размер выборки 312 IPO.

Таблица 15. Совокупные прибыли маркет-мейкеров от операций на открытом рынке и поддержания запасов акций в первые 60 дней после IPO (1996—1997 гг.)

уравновешиваются короткими позициями. «Чистые» «длинные» позиции у ведущего андеррайтера в среднем не превышают 2,13% от размера эмиссии (Ellis et. al., 2000). В целом, маркет-мейкинг является прибыльным бизнесом для инвестиционных банков, особенно в первый день торговли акциями новой компании после IPO. Прибыли маркет-мейкеров от трейдинговых операций составляют 8,48% от всех совокупных доходов, получаемых ведущими андеррайтерами за проведение IPO (Ellis et. al., 2000).

### Рекомендации аналитиков и аналитические инвестиционные отчеты

Включение фирмы в аналитические отчеты и рекомендации инвесторам в последние годы стало негласной частью контракта с андеррайтером. Опросы менеджеров свидетельствуют о том, что желание быть упомянутыми в аналитических инвестиционных отчетах является основной причиной смены андеррайтеров (Krigman et. al., 2001). Рекомендации аналитиков и инвестиционные отчеты способствуют распространению информации о новой фирме среди инвесторов, увеличивают инвестиционную и клиентскую базы фирмы, способствуя повышению стоимости фирмы. Кроме того, рекомендации аналитиков ведущих инвестиционных банков способны повысить цену акций, и таким образом увеличить личное благосостояние менеджеров, которые владеют значительными блоками акций и хотели бы продать их на открытом рынке. За последние годы аналитические отчеты приобрели особую ценность для компаний благодаря распространению новых информационных технологий и Интернета. В табл. 16 приводятся

данные о количестве компаний, которые получили рекомендации от аналитиков инвестиционных банков, проводивших андеррайтинг IPO.

Более 75% компаний в течение года после IPO получают инвестиционные рекомендации от ведущего менеджера и соменеджера IPO. Менее 5% компаний не получают рекомендаций вообще. Более 94% всех рекомендаций от ведущего андеррайтера принадлежат к категориям «Strong buy» и «Buy». И ни одна компания не получает рекомендации категории «Sell». Вероятно, когда инвестиционный банк не готов рисковать своей репутацией, он просто не дает компании никакой рекомендации, что происходит почти в 5% всех IPO.

В статье были рассмотрены основные этапы и закономерности проведения первичного публичного размещения акций. Следующая статья будет посвящена проблемам получения капитала иностранными компаниями на рынках США, включая вопросы проведения IPO и размещения облигаций, а также размещения ценных бумаг иностранных корпораций среди инвестиционных фондов и частных инвесторов.

### Литература

- Aggarwal, R. Stabilization activities by underwriters after initial public offering, *Journal of Finance* 55: 1075—1103, 2000.
- Aggarwal, R. Allocation of initial public offering and flipping activity, *Journal of Financial Economics* 68: 111—135, 2003.
- Aggarwal, R., N. Prabhala and M. Puri Institutional allocation in initial public offerings: empirical evidence, *Journal of Finance* 55: 1075—1103, 2002.

А. Частота рекомендаций аналитиков для инвесторов				
% компаний, которые получили рекомендации	Кол-во	Процент от общего числа	Средний рейтинг	Процент IPO с рекомендациями престижных аналитиков
От ведущего и не ведущего андеррайтеров	791	75,3	8,0	24,7
Только от ведущего андеррайтера	48	4,6	5,8	14,6
Только от не ведущего андеррайтера	117	11,1	7,4	23,9
Не получили рекомендаций вообще	51	4,9	4,8	9,8
Нет данных	43	4,1	2,7	
Б. Распределение рекомендаций аналитиков через год после IPO				
	Ведущий андеррайтер		Не ведущий андеррайтер	
	Кол-во	Процент от рекомендаций	Кол-во	Процент от рекомендаций
Strong Buy	455	54,2	454	44,8
Buy	338	40,3	424	52,0
Hold	46	5,5	40	3,2
Нет рекомендаций	211		132	
Среднее значение	4,74	4,37		

Источник: Cliff and Denis, 2003

Таблица 16. Рекомендации аналитиков для инвесторов через один год после проведения IPO (Выборка из 1050 IPO в период с 1993 по 2000 гг.)

Chen, Hsuan, and Jay Ritter The seven percent solution, *Journal of Finance* 55:1105—1131, 1999.

Chowdhry, Bhagwan, and Ann Sherman, 1996, International differences in oversubscription and underpricing of initial public offerings, *Journal of Corporate Finance* 2, 359—381.

Cliff, Michael, and David Denis Do IPO firms purchase analyst coverage with underpricing, Unpublished working paper, Purdue University.

Cornelli, Francesca, and David Goldreich, 2001, Bookbuilding and strategic allocation, *Journal of Finance* 2337—2369.

Cornelli, Francesca, and David Goldreich, 2002, Bookbuilding: how informative is the order book? Unpublished London Business School working paper.

Corwin, Shane, and Paul Schultz, 2003, The role of IPO underwriting syndicates: pricing, information production, and underwriter competition, Working Paper (University of Notre Dame).

Ellis, Katrina, Michaeli, Roni, and Maureen O'Hara, 2000, When the underwriter is the market maker: An examination of trading in the IPO aftermarket, *Journal of Finance* 55:1039—1074.

Karolyi, Andrew, 1998, Why do companies list shares abroad? A survey of the evidence and its managerial implications, in *Financial Markets, Institutions and Instruments*, V.7, N.1. New York University Salomon Center, Published by Blackwell Publishers, NY. USA.

Kim, M., and Jay.R. Ritter, 1999. Valuing IPOs, *Journal of Financial Economics* 53: 409—437.

Loughran, Tim, and Jay R. Ritter, 2002. Why don't issuers get upset about leaving money on the table, *Review of Financial Studies*.

Ljungqvist, A., T. Jenkinson and M. Wilhelm, 2003, Global integration in primary equity markets: the role of US banks and US investors, *Review of Financial Studies* 16: 63—99.

Ljungqvist, A., and William Wilhelm, 2001. IPO allocation: discriminatory or discretionary?, working paper, Stern School of Business, New York University.

Lowry, Michelle, 2002 Why does IPO volume fluctuate so much?, *Journal of Financial Economics*, Lowry, Michelle, and William Schwert, 2003. Is IPO pricing process efficient?, working paper, University of Rochester and NBER.

Pratt, Shannon, P. Robert F. Reilly, Robert P. Schweihs, 2000. Valuing business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. Fourth Edition. McGraw-Hill, 2000.

Ritter, J. R., 2003. Investment Banking and Securities Issuance» / Ed. by G.Constantinides, M. Harris, and R.Stultz Handbook of the Economics of Finance, North-Holland, Amsterdam.

Ritter, J. R., and I. Welch, 2002, A review of IPO activity, pricing and allocation, *Journal of Finance* 57: 1795—1828.

Ritter, J. R., 2003, Difference between European and American IPO markets, *European Financial Management* 9: 421—434.

Ritter, J. R. 1991. The long-run performance of initial public offerings, *Journal of Finance* 46: 3—27.

Sherman, A. E. 2001, Global trends in IPO methods: book building vs. auctions, Working Paper (University of Notre Dame).

Uttal, B., 1986. Inside the deal that made Bill Gates \$350.000.000, *Fortune* (July 21), 23—33