

ПРОБЛЕМЫ IPO¹-SPO² РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Александр АБРАМОВ,

ведущий научный сотрудник Института прикладных экономических исследований Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации; профессор кафедры фондового рынка и рынка инвестиций НИУ ВШЭ, канд. экон. наук. Окончил Московский финансовый институт (Финансовую академию).
Тел.: (985) 410-57-42, e-mail: ae_abramov@mail.ru

Во второй половине 2012 г. на фоне очередного раунда «количественного смягчения» в США и в странах еврозоны произошел всплеск интереса российских эмитентов к публичным размещениям акций. История IPO-SPO российских компаний за это короткое время различна.

Ключевые слова: IPO и SPO российских компаний, кумулятивная избыточная доходность акций российских эмитентов.

В сентябре 2012 г. в рамках процесса приватизации относительно успешно прошло SPO Сбербанка России. Организаторам удалось продать принадлежавший государству пакет акций банка в размере 7.58% за 160 млрд. руб. Цена размещения составила 94.75 руб. за акцию, недооценка к цене закрытия первого торгового дня на биржах после размещения равнялась 1.88 п.п.

В октябре 2012 г. на Лондонской фондовой бирже успешно прошло IPO частной кипрской компании MD Medical Group Investment, владеющей холдингом «Мать и дитя» в России. Компанией было размещено 35% акций, сумма выручки, полученной учредителями холдинга, составила 311 млн. долл. Правда, при цене размещения 12.00 долл. за депозитарную расписку цена закрытия первого торгового дня на бирже составила 11.94 долл. за расписку. Переоценка составила, таким образом, 0.51%, что в целом является нетипичным событием при проведении IPO — обычно по итогам первого торгового дня акции IPO-компаний стоят больше, чем цена размещения, что отражает премию андеррайтеров, полученную за рискованные вложения на этапе размещения акций.

Совершенно провальным оказалось IPO акций Промсвязьбанка. В самый последний момент оно было отложено на неопределенное время из-за отсутствия спроса инвесторов на акции банка.

Успех IPO-SPO акций эмитентов любой страны зависит от последующего дохода инвесторов, вкладывающих средства в данные акции. Для измерения доходности вложений в акции IPO-компаний используются два показателя: недооценка/переоценка акций как разница между ценой закрытия акций в первый день биржевой торговли после проведения IPO-SPO и ценой размещения данных ценных бумаг и избыточная кумулятивная доходность, рассчитываемая на основе разницы между накопленной доходностью акций IPO-компаний и аналогичным показателем для базисного инструмента (фондового индекса, акций компании-аналога и др.).

Любопытный парадокс — при проведении IPO-SPO акций российских компаний размер недооценки очень низок по сравнению с другими странами.

По данным, приводимым американским исследователем Джейм Риттером³, размер недооценки по сделкам IPO-SPO составлял:

- *в развивающихся странах Азии:* в Китае в 1990–2010 гг. — 137.4%, Индии в 1990–2011 гг. — 88.5%, Малайзии в 1980–2009 гг. — 62.6%, Корею в 1980–2010 гг. — 61.6%, Сингапуре в 1973–2011 гг. — 28.3%, на Филиппинах в 1987–2006 гг. — 21.2%, в Индонезии в 1990–2011 гг. — 25.7%, Гонконге в 1980–2010 гг. — 15.4%;
- *в развивающихся странах Латинской Америки:* в Бразилии в 1979–2011 гг. — 33.1%,

¹ IPO (Initial Public Offering) — первоначальное публичное размещение акций на рынке, в процессе которого акции компании становятся доступны широкому кругу инвесторов и свободно торгуются на фондовой бирже.

² SPO (Secondary Public Offering) дословно означает вторичное публичное размещение ценных бумаг.

³ <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/>

Мексике в 1987–1994 гг. – 15.9%, Чили в 1982–2006 гг. – 8.4%, Аргентине в 1991–1994 гг. – 4.4%;

- в развивающихся странах Европы: в Болгарии в 2004–2007 гг. – 36.5%, Польше в 1991–2006 гг. – 22.9%, Турции в 1990–2011 гг. – 10.3%;
- в развитых странах: в Греции в 1976–2011 гг. – 50.8%, Японии в 1970–2010 гг. – 40.4%, Швейцарии в 1983–2008 гг. – 28.0%, Германии в 1978–2011 гг. – 24.2%, Ирландии в 1999–2006 гг. – 23.7%, Австралии в 1976–2011 гг. – 21.8%, США в 1960–2011 гг. – 16.8%, Великобритании в 1959–2011 гг. – 16.1%, Испании в 1986–2006 гг. – 10.9%, во Франции в 1983–2010 гг. – 10.5%, Дании в 1984–2011 гг. – 7.4%, Канаде в 1971–2010 гг. – 6.7%.

Данные по IPO в России включают 40 компаний по сделкам, совершенным в 1999–2006 гг.; средний размер премии (недооценки) пакетов акций российских компаний составляет 4.2% от цены размещения, что является самым низким показателем из всех 45 стран в выборке⁴. Низкий уровень премии был зафиксирован при проведении всех «народных» IPO в России, включая 0.25% по акциям «Роснефти» в июле 2006 г., 4.27% – Сбербанк России и 4.12% – ВТБ в феврале–мае 2007 г. При проведении SPO акций ВТБ (14.02.2011) размер недооценки составил 4.16%, акций Сбербанк России (19.09.2012) – 1.88%.

Что означает такой низкий размер недооценки акций российских IPO-компаний? Хорошо или плохо это с точки зрения их инвесторов? По нашему мнению, данные факты говорят о том, что цены акций российских компаний на этапе их публичных размещений, как правило, являются существенно завышенными по сравнению с иностранными компаниями на зарубежных рынках. По этой причине в первый торговый день цены акций российских IPO-компаний вырастают меньше зарубежных аналогов, а в долгосрочной перспективе они

падают существенно ниже акций зарубежных IPO-компаний.

Для обоснования данной гипотезы используются различные методы регрессионного анализа. Кратко покажем это на примере двух методов анализа долгосрочной избыточной кумулятивной доходности акций 30 российских компаний, проводивших IPO в течение 2002–2007 гг.

В обобщенном виде итоги IPO российских компаний, включая «народные», представлены здесь на рисунке, где анализируется долгосрочная кумулятивная избыточная доходность двух портфелей акций отечественных компаний за период 1070 рабочих дней, или около 4.5 года, после проведения публичных размещений акций этих компаний. Здесь отражена кумулятивная избыточная доходность акций «Роснефти», Сбербанк России и ВТБ (портфель акций SIP). При этом для сравнения приводится также кривая кумулятивной избыточной накопительной доходности по 27 IPO частных российских компаний, состоявшимся в 2002–2007 гг.⁵

Для построения кривой кумулятивной избыточной доходности по 27 выпускам акций частных IPO-компаний необходимо провести следующие расчеты.

Формируется ряд для кривой кумулятивной доходности акций 27 IPO-компаний. При этом вес выпусков акций каждой компании в портфеле предполагается одинаковым:

$$P_t = \frac{\sum_{i=1}^{27} \frac{P_t^i}{P_0^i}}{27},$$

где P_t^i – цена акции IPO-компания i в момент времени t ; P_0^i – цена размещения акции IPO-компания i .

Аналогичным образом формируется кривая кумулятивной доходности индекса ММВБ:

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^{27} \frac{I_t^i}{I_0^i}}{27},$$

⁴ Аналогичная величина недооценки при проведении IPO-SPO российских компаний в размере 4.4% была получена нами в процессе исследования в 2011 г. данных по 150 выпускам акций российских компаний, прошедших через IPO-SPO в период 2000–2007 гг.

⁵ Аптеки «36,6» (АПТК), «Иркут» (IRKT), «РБК ИС» (RBCI), Концерн «Калина» (KLNA), «Седьмой континент» (SCOH), «Лебедянский» (LBDO), «Пава-Хлеб Алтай» (АКНА), «Соллерс» (SVAV), «Разгуляй» (GRAZ), «Магнит» (MGNT), ОГК-5 (OGKE), «Система-Галс» (HALS), «Распадская» (RASP), «Полиметалл ММК» (MAGN), «Нутриинветхолдинг», «Фармстандарт» (PHST), «Возрождение» (VZRZ), «ДИКСИ» (DIXY), «ПИК» (PIKK), «Армада» (ARMD), ОГК-2 (OGKB), «М-Видео» (MVID), Банк «Санкт-Петербург» (BSPB), НМТП (NMTP), ЛСР (LSRG), «Синергия» (SYNG).

где I_t^i — цена индекса ММВБ для компании i (компании проводили размещения в разные периоды времени — соответственно, значение индекса для каждой компании будет свое) в момент времени t ; I_0^i — значение индекса ММВБ в момент времени, когда компания i проводила размещение.

Наконец, строится ряд кумулятивной избыточной доходности портфеля из акций 27 IPO-компаний по сравнению с индексным портфелем:

$$Dif_t = I_t - P_t = \frac{\sum_{i=1}^{27} I_t^i}{27} - \frac{\sum_{i=1}^{27} P_t^i}{27}$$

Аналогичным образом формируется кумулятивная избыточная доходность для портфеля из акций трех компаний («Роснефти», Сбербанка России и ВТБ), проводивших «народные» IPO:

$$Dif_t = I_t - P_t = \frac{\sum_{i=1}^3 I_t^i}{3} - \frac{\sum_{i=1}^3 P_t^i}{3}$$

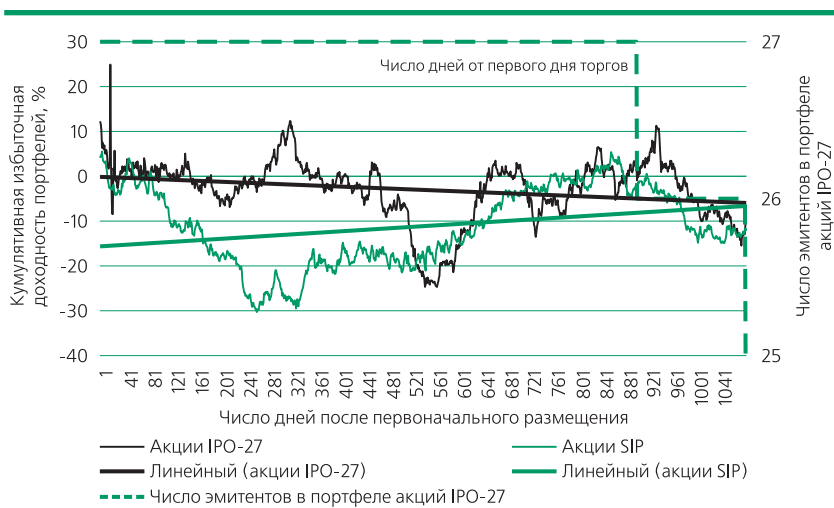
Как видно из графиков на приведенном здесь рисунке, на протяжении 4,5 года кумулятивная избыточная доходность портфеля частных IPO, как правило, превышала аналогичный показатель портфеля акций трех государственных компаний (портфель акций SIP). Однако по прошествии 4,5 года разность между избыточной доходностью акций частных и государственных компаний практически исчезла — линии тренда обоих показателей на рисунке сошлись в одной точке. Это примерно соответствует поведению кумулятивной избыточной доходности акций IPO-компаний большинства развивающихся рынков.

Более предпочтительные результаты по избыточной доходности IPO частных российских компаний по сравнению с «народными» IPO могут объясняться чрезмерным ажиотажем, создаваемым при размещениях акций государственных компаний, когда наряду с инвестиционными банками — андеррайтерами и эмитентами в маркетинг оказываются вовлечены государственные СМИ и чиновники самого высокого уровня. Должностные лица, ответственные за проведение IPO государственных компаний, как правило, мотивированы к максимизации выручки от продажи пакета акций и могут игнорировать иные социальные и экономические цели приватизации. Вследствие чего население и внутренние институциональные инвесторы вынуждены приобретать акции приватизируемых компаний по завышенным ценам⁶. Примером иного подхода к приватизации национальных компаний является IPO-SPO бразильской государственной компании Petrobras, когда внутренним инвесторам акции продавались со скидкой 2% от биржевой рыночной стоимости акций данной нефтяной компании.

В итоге результатами «народных» IPO часто остается недовольно не только население, но и эмитенты. Население — тем, что цены размещения акций оказываются заведомо завышенными, что не приносит ожидаемых им высоких кратко- и среднесрочных доходностей вложений. Эмитенты — тем, что вклад населения и иных внутренних инвесторов в общую сумму поступлений от IPO оказывается минимальным, а высокая распыленность акционеров в дальнейшем повышает риски возникновения конфликтных ситуаций с миноритарными инвесторами.

В итоге результатами «народных» IPO часто остается недовольно не только население, но и эмитенты. Население — тем, что цены размещения акций оказываются заведомо завышенными, что не приносит ожидаемых им высоких кратко- и среднесрочных доходностей вложений. Эмитенты — тем, что вклад населения и иных внутренних инвесторов в общую сумму поступлений от IPO оказывается минимальным, а высокая распыленность акционеров в дальнейшем повышает риски возникновения конфликтных ситуаций с миноритарными инвесторами.

Кумулятивная избыточная доходность двух групп акций российских эмитентов



Источник: расчеты по данным Московской биржи.

⁶ Комментируя ход SPO акций Сбербанка России в самом начале его проведения, тогдашний руководитель банка А. Казьмин разъяснял, что при этом стоит задача «реализовать побольше и по более высокой цене». По его мнению, для того чтобы заявка была удовлетворена, «нужно брать рыночную цену плюс давать какую-то премию», «никакого дисконта ... не будет», «мы на ненормальных не похожи». Цитируется по: Казьмин А. Задача стоит так: реализовать побольше акций и по более высокой цене // Коммерсантъ. 31 января 2007 г.

Подобный опыт заставляет задуматься о дополнительных рисках «народных» IPO. Как показывает опыт «Роснефти», Сбербанка России и ВТБ, в приобретении акций государственных компаний население и внутренние институциональные инвесторы на равных условиях, без каких-либо льгот, участвуют в приватизации наряду с крупнейшими иностранными инвесторами. Для всех категорий инвесторов применяется один и тот же механизм определения цены размещения акций с помощью книги заявок, что само по себе также способствует максимизации цены размещения. Кроме того, высокая цена размещения в ходе «народных» IPO — следствие самого активного участия в приватизации иностранных инвесторов.

Вместе с тем традиционный метод расчета кумулятивной избыточной доходности при проведении IPO и SIP, используемый Д. Риттером, У. Мэггинсоном и др., не в полной мере отражает привлекательность подобных вложений для инвесторов. Метод оценки кумулятивной избыточной доходности основан на ретроспективном анализе доходности портфеля акций эмитентов, прошедших IPO. Обычно он применяется по следующему алгоритму. Из всей совокупности выпусков IPO выбирают те, которые находятся в обращении на момент проведения оценки. Кумулятивная доходность каждого выпуска сравнивается с кумулятивной доходностью базисного финансового инструмента за аналогичный период времени. При этом в качестве базисного инструмента выбираются фондовый индекс, акции компании-аналога или акции той же компании, доходность которых измеряется с помощью CAPM-модели. Затем рассчитывается среднеарифметическая избыточная доходность по совокупности анализируемых выпусков акций IPO-компаний, где каждый выпуск ценных бумаг в портфеле имеет одинаковый вес.

Однако данный метод анализа кумулятивной избыточной доходности имеет существенные недостатки. Главный из них заключается в том, что подобный портфель акций IPO-компаний невозможно воспроизвести на практике. Потенциальный инвестор на рынке IPO не может заранее знать, какие из приобретаемых им выпусков акций IPO-компаний останутся долгосрочными вложениями. В течение нескольких лет после IPO акции части этих компаний

прекращают обращаться на публичном рынке из-за того, что контрольный пакет эмитента приобретается стратегическим инвестором (например, акции компаний «Лебедянский», «Калина», «Седьмой континент»), компания реорганизуется внутри холдинга («Полюс Золото», «Полиметалл») или попадает в сложное финансовое положение («РБК ИС»). Кроме того, сделки IPO разных эмитентов, как правило, растянуты во времени. В этих условиях инвестор формирует портфель не одновременно, а по мере выхода той или иной компании на IPO.

Необходим, таким образом, метод оценки кумулятивной избыточной доходности акций IPO-компаний, который обеспечивал бы сопоставимость доходности вложений в такие компании с учетом того, что портфель формируется постепенно и регулярно пополняется средствами при проведении очередных IPO эмитентов, или из него выводят средства, когда те или иные акции IPO-компаний прекращают обращаться на публичном рынке. Этого можно достигнуть с помощью сопоставления кумулятивной доходности по расчетной стоимости пая двух, формируемых по заранее известным правилам, паевых инвестиционных фондов (ПИФов). Один из фондов представляет собой открытый ПИФ акций, формируемый за счет выпусков акций компаний в процессе их публичного размещения; другой — индексный ПИФ, где цены акций соответствующих выпусков заменены значениями индексов.

Правила формирования модельных ПИФов таковы. Каждый раз при проведении публичного размещения акций предполагается, что инвестиции в сумме 100 тыс. руб. вносятся в ПИФ. На них выдается число паев, равное частному от деления суммы взноса на расчетную стоимость пая (РСП). РСП определяется как частное от деления стоимости портфеля ПИФа на количество паев в обращении по состоянию на начало дня внесения взноса. Если акции той или иной IPO-компания прекращают обращаться на бирже, то в последний день их обращения на бирже они продаются из портфеля модельного ПИФа. Выручка от продажи пакета выводится из модельного ПИФа акций, а соответствующее количество паев погашается.

По модельным ПИФам акций IPO-компаний и соответствующему индексному ПИФу на

основе РСР рассчитывается кумулятивная доходность. Разность между ежедневным показателем избыточной доходности ПИФа акций и избыточной доходностью индексного ПИФа позволяет получить кумулятивную избыточную доходность IPO- и SIP-компаний новым методом.

На приводимом здесь рисунке представлены результаты расчета кумулятивной избыточной доходности портфеля акций 27 частных IPO-компаний (акции IPO-27) и портфеля трех государственных SIP-компаний (акции приватизационных IPO). При этом в портфеле «Акции IPO-27» использованы те же компании, что и при проведенном выше расчете показателя кумулятивной избыточной доходности. Альтернативный метод расчета избыточной доходности позволяет получить иные результаты, чем при использовании традиционного метода ее определения. Кумулятивная избыточная доходность ПИФа 27 частных IPO-компаний в течение 10-летнего периода оказалась глубоко отрицательной, превысив 100 п.п. Кумулятивная избыточная доходность портфеля акций приватизационных IPO («Роснефти», Сбербанка России и ВТБ), несмотря на всего пятилетний период его существования, выглядит более предпочтительной по сравнению с доходностью акций 27 частных компаний. Однако и здесь кумулятивная избыточная доходность SIP-компаний является отрицательной.

Причиной подобных результатов кумулятивной избыточной доходности за 10-летний период является негативное влияние на доходность портфеля «Акции IPO-27» акций, выбы-

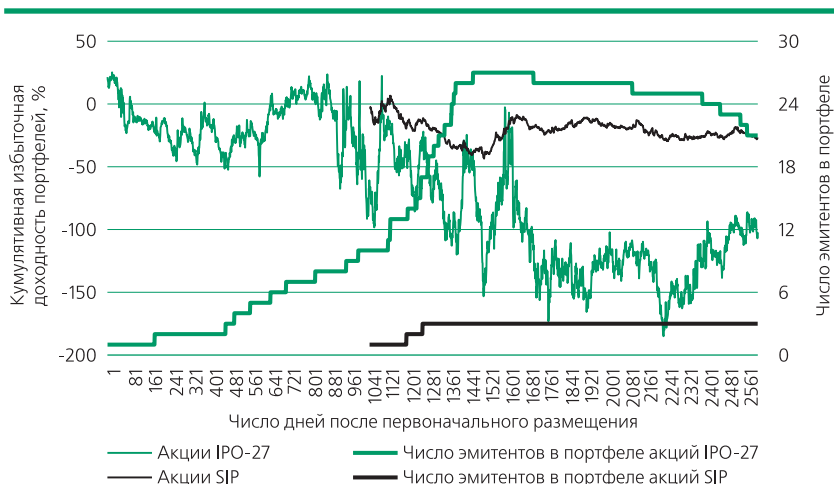
вающих из обращения IPO-компаний. За это время из обращения были акции 6 компаний — «РБК ИС», «Концерн «Калина», «Седьмой континент», «Лебедянский», «Полиметалл» и «Нутриинвестхолдинг». Причины выбытия данных эмитентов условно можно назвать две — реорганизация (прежде всего поглощение глобальной иностранной компанией) и неплатежеспособность. Кумулятивная избыточная доходность акций IPO-компаний, для которых публичное размещение было лишь шагом в подготовке к продаже стратегическому инвестору, как правило, является более высокой. Кумулятивная доходность компаний, которые после IPO стали неплатежеспособными, является заниженной. Выбытие из портфеля снимаемых с торгов акций наиболее успешных компаний существенно снижает рыночную стоимость портфеля и расчетную стоимость модельного ПИФа акций. Компании-неудачники, остающиеся до конца в портфеле модельного ПИФа акций, также обрушивают его стоимость. В результате ускоренными темпами снижается доходность всего портфеля «Акции IPO-27». Портфель ПИФа акций приватизационных IPO из-за ограниченного числа входящих в него компаний пока свободен от влияния указанных факторов, что временно помогает достигать более высокой кумулятивной избыточной доходности.

На основании анализа долгосрочной доходности приватизационных и частных публичных размещений акций российских компаний можно сделать следующие выводы.

К сожалению, ни приватизационные, ни частные IPO-SPO не отличаются результативностью. Долгосрочная кумулятивная избыточная доходность портфелей таких компаний в обоих случаях оказывается отрицательной. При этом разные методы тестирования долгосрочной доходности позволяют оценить данное явление с разных сторон. Традиционные методы тестирования показывают, что кумулятивная избыточная доходность акций частных компаний, как правило, превышает кумулятивную избыточную доходность приватизационных IPO-компаний. Однако спустя 4,5–5 лет данные показатели сближаются. Пока для российских компаний на пятилетнем периоде она остается отрицательной.

Другой метод тестирования — на основе формирования модельных ПИФов акций IPO-

Кумулятивная избыточная доходность двух портфелей



Источник: расчеты по данным Московской биржи.

компаний — позволяет узнать, что на 10-летнем периоде фонд, сформированный из акций 27 частных IPO-компаний, сталкивается с серьезными трудностями. Выбытие из такого фонда наиболее доходных акций IPO-компаний в процессе их поглощения стратегическим инвестором, обесценивание вложений в компании-неудачники приводят к тому, что кумулятивная

избыточная доходность портфеля IPO-компаний по прошествии пяти лет уходит в глубоко отрицательную область. Эта проблема может ожидать и портфели, составленные из акций приватизированных компаний по мере расширения круга таких эмитентов и накопления более длительной истории их избыточной доходности. ■