Чан Дык Чунг. Первичное публичное размещение (IPO) как механизм привлечения капитала в антикризисных целях : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Чан Дык Чунг; [Место защиты: Гос. ун-т упр.].- Москва, 2013.- 160 с.: ил. РГБ ОД, 61 14-8/430

**Содержание к диссертации**

Введение

**1. Теоретические основы к исследованию первичного публичного размещении (ГРО) как механизм привлечения капитала 10**

1.1 Компания и выбор ГРО как способ реорганизации компании 10

1.1.1 IPO, SEO и их назначение на пути становления публичной компании 10

1.1.2 Участники и консолидация их интересов при проведении IPO І I

1.1.3 Факторы, влияющие на выбор способа реорганизации компании 15

1.1.4 Успешное 1РО и его составляющие - преимущества и недостатки публичного размещения 20

1.2. Особенности реализации ІРО в условиях макроэкономической нестабильности 30

1.2.1 Влияние структуры капитала и формируемой структуры собственности на величину недооценки акций эмитента 30

1.2.2 Распределение акций при размещении: Институциональные и частные инвесторы 52

1.2.3 «Агентские проблемы» собственника и его представителя: уровень задолженности и принятие решения о реализации ГРО в условиях финансовой нестабильности 61

**2. STRONG Анализ международной и российской практики первичных размещений и исследование**

факторов недооценки STRONG 67

2.1 Методы определении степени влияния уровня задолженности и сохраняемой доли инсайдерской собственности на недооценку акций при ІРО 67

2.1.1 Методы определения оптимального уровня задолженности и меры измерения вероятности дефолта 67

2.1.2 Сохраняемая доля инсайдерской собственности: классификация уровня сигнала, меры недооценки и активности рынка 76

2.2 Эмпирический анализ российского рынка ІРО и факторов недооценки акций при ГРО 78

2.2.1 Основные тенденции мирового рынка 1РО 78

2.2.2 Основные тенденции российского рынка ІРО 84

2.2.3 Анализ факторов недооценки и факторов долгосрочной оценки стоимости российских эмитентов 1РО 94

2.2.4 Зависимость недооценки от факторов деловой культуры 104

**3. ГРО как механизм снижения кредитной задолженности и диверсификации собственности холдинга 108**

3.1 Проведение ІРО в кризисных условиях 108

3.1.1 Роль рыночной конъюнктуры в недооценке 1РО 108

3.1.2 Докризисная структура капитала и реализация ІРО в кризисных условиях 114

3.1.3 Роль ІРО в предотвращении долгового кризиса эмитента 129

3.2 Применение ІРО для решения задачи диверсификации бизнеса на гипотетическом примере ТКС

Банка 136

Заключение 150

Использованная литература 153

* [Участники и консолидация их интересов при проведении IPO](http://www.dslib.net/finansy/pervichnoe-publichnoe-razmewenie-kak-mehanizm-privlechenija-kapitala-v-antikrizisnyh.html#5393501)
* [Методы определении степени влияния уровня задолженности и сохраняемой доли инсайдерской собственности на недооценку акций при ІРО](http://www.dslib.net/finansy/pervichnoe-publichnoe-razmewenie-kak-mehanizm-privlechenija-kapitala-v-antikrizisnyh.html#5393502)
* [Сохраняемая доля инсайдерской собственности: классификация уровня сигнала, меры недооценки и активности рынка](http://www.dslib.net/finansy/pervichnoe-publichnoe-razmewenie-kak-mehanizm-privlechenija-kapitala-v-antikrizisnyh.html#5393503)
* [Докризисная структура капитала и реализация ІРО в кризисных условиях](http://www.dslib.net/finansy/pervichnoe-publichnoe-razmewenie-kak-mehanizm-privlechenija-kapitala-v-antikrizisnyh.html#5393504)

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Кризис ликвидности, наступивший в 2008 году, и последовавший за ним кризис государственных долгов Европы, сформировали новые экономические реалии, в рамках которых все большее внимание необходимо уделить изучению инструментов антикризисной политики как в масштабе целых государств и континентов, так и на уровне отдельных отраслей и компаний.

В сложившихся условиях перманентной нестабильности окружающей среды значительную роль в обеспечении жизнедеятельности и финансового здоровья компании играет ее способность своевременно привлекать дополнительный капитал при оптимальной оценке ее стоимости. Одним из наиболее эффективных способов решения данной проблемы для крупных и средних предприятий является проведение первичного публичного размещения (IPO) акций. Однако, до настоящего времени феномен недооценки стоимости акций при проведении IPO и особенности применения IPO в качестве механизма привлечения капитала в антикризисных целях в мировой и российской практике остаются недостаточно исследованы.

В условиях кризисной экономики, в особенности, на стадии вхождения и выхода из очередной волны кризиса рынок IPO отмечается сохраняющейся, либо вновь появляющейся активностью игроков. Это обусловлено тем, что IPO как связующее звено между инвесторами и эмитентами эффективно содействует субъектам таких сделок в их поиске стабильности и возможности роста.

IPO позволяет эмитентам решать одновременно многие стратегические задачи. Благодаря потоку привлеченных денежных средств, эмитент может позволить себе не сразу сокращать оборот из-за вынужденного снижения кредитной нагрузки, а заменять собственными средствами кредитное финансирование оборота, что повышает способность адаптировать оборот к непредсказуемым изменениям в период кризиса. В свою очередь это снижает вероятность банкротства.

Средства, вырученные от IPO, могут стать источником финансирования для эмитента в сделках приобретения других активов, подешевевших за время кризиса. Иными словами, в данном случае IPO выступает как способ диверсификации структуры портфеля активов бизнесмена, который при IPO размещает на рынке свои существующие акции и, тем самым, играет роль эмитента, т.е. совершает частичный выход из данного бизнеса, а затем - вступает в долю в другом бизнесе на позиции инвестора - покупателя акции. Таким образом, при разумном сочетании первичных и вторичных акций в структуре IPO и при разумном выборе времени размещения, компания - эмитент и ее учредители получают возможности не только успешно решать свои финансовые проблемы, но также и возможности инвестировать в другой бизнес. И такая диверсификация призвана придать их портфелям активов большую стабильность с точки зрения соотношения риска-доходности.

Практика размещения IPO в современной России началась только с 1996 года бльшим количеством размещений на зарубежных площадках, чем в самой России. Из-за этого, исследования по данной тематике в России начались относительно недавно, а научный интерес к теме и вовсе не возник до 2009 года, когда впервые была поставлена задача по продвижению Москвы в качестве международного финансового центра. С другой стороны, изучение темы с научной точки зрения до этого времени не имело смысла, учитывая слишком недолгую историю российских бирж и небольшое количество размещений. Однако, вопреки мнению многих скептиков, считавших фондовый рынок неэффективным механизмом распределения инвестиций ввиду его уязвимости перед действиями спекулянтов, стихийное возрождение и рост рынка российских IPO в период 2011-2012 гг. доказал существенную роль этого института в развитии экономики России.

Таким образом, исследования в области первичных публичных размещений в целом и изучение роли IPO в антикризисной политике на уровне предприятий в частности, являются безусловно актуальными.

**Степень научной разработанности проблемы**

Различные теоретические аспекты в исследовании феномена недооценки акций при проведении IPO в мировой научной литературе нашли достаточно широкое отражение. Статистически установлено, что недооценка IPO уже десятилетиями является распространенной практикой и воспринимается, в некоторой степени, как отклонение рынков капитала от идеалов разработанной Южином Фама гипотезы эффективного рынка [Fama, 1970]. Для объяснения феномена недооценки Бенвенист и Шпиндт [Benveniste, Spindt, 1989] разработали модель частичной корректировки цен, в которой ведущий андеррайтер изучает рыночный спрос на готовящееся размещение через опрос инвесторов, и недооценка описана как «вознаграждение» инвестору за раскрытие своей правдивой информации относительно спроса, особенно если такая информация окажется позитивной. На основе данной модели ученые пытались найти признаки, по которым можно предсказывать будущую недооценку. Важное открытие совершили в 1998 году Барри, Жилсон и Риттер [Barry, Gilson, Ritter, 1998], которые установили, что степень недооценки статистически находится в положительной зависимости от коррекции цены предложения относительно начального диапазона цен предложения. Это позволяет устанавливать важный критерий оценки успешности IPO: успешным IPO признается то, у которого финальная цена предложения находится выше медианы диапазона цен предложения. Теоретическую основу диссертации в данном аспекте также составляют труды других известных мировых исследователей, таких как: Кэтлин Ханли, Вилльям Вилгелм, Роджер Ибботсон, Жоди Синдлар, Кевин Рок, Иво Велч, Ричард Картер, Стивен Манастер, Франклин и Фаулхабер и других; в аспекте изучения взаимосвязи между структурой капитала и стоимостной оценкой компании: Модильяни и Миллер, Майерс и Майлуф, Хенкель и Зекнер, Харрис и Равив, Давиденко, Стребулаев и Сиаофей и др; в аспекте взаимосвязи между структурой собственности и недооценкой: Лиланд и Пайль, Бреннан и Франкс, Скотт Латхэм и Майкл Браун, Джеймс Анг и Джеймс Брау и др.

Другой важный теоретический блок в диссертационной работе, касающийся вопроса использования IPO как механизма привлечения капитала в антикризисных целях в рамках финансовой политики предприятия, составляют научные труды, изучающие факторы, влияющие на решение компании о том, оставаться частной или стать публичной, а так же обстоятельства, обосновывающие предпочтение IPO продаже стратегическому партнеру. Авторами, чьи идеи легли в теоретическую основу диссертации как предпосылки применения IPO в качестве антикризисного инструмента привлечения, являются Марко Пагано, Фабио Панетта, Луиджи Зингалес [Marco Pagano, Fabio Panetta, Luigi Zingales, 1995], Аильза Роэль [Ailsa Roell, 1996], Джеймс Брау, Билл Франсис и Нинон Кохерс [James Brau, Bill Fransis, Ninon Kohers, 2003].

Однако, в большинстве исследований, факторы, влияющие на величину недооценки IPO, и факторы, влияющие на принятие решения по IPO, изучаются отдельно друг от друга, в то время как вопрос о применении IPO в антикризисных целях остается открытым. Актуальность проблемы и недостаточная теоретическая разработанность, также как и отсутствие всеобъемлющего анализа практической стратегии применения IPO в антикризисных целях и определяют актуальность настоящей диссертационной работы, ее предмет, цель и задачи исследования.

**Цель диссертационного исследования** состоит в раскрытии роли первичного публичного размещения (IPO) в качестве механизма реализации антикризисной политики предприятия, а также в разработке рекомендаций по его успешному применению в условиях российской экономики. Другой целью исследования является обоснование нового взгляда на объяснение феномена недооценки IPO, суть которого заключается в том, что недооценка является не только результатом уступки эмитента инвесторам, а, в большей степени, последствием формирования конъюнктуры «горячего» рынка.

В соответствии с поставленной целью в диссертации решены следующие **задачи**:

Доказана обоснованность точки зрения автора о том, что величина наблюдаемой недооценки формируется не только в результате преднамеренной уступки эмитента в пользу инвесторов, а даже в большей степени так называемую «конъюнктурную переоценку», сформированную в условиях перегретого рынка.

Проанализирован рынок российских IPO за период с 1996-2011 гг. и выявлены основные тенденции его современного развития на фоне общих мировых тенденций.

Определены ключевые факторы, влияющие на недооценку акций эмитентов из России и степень их влияния на величину недооценки.

Проанализирован опыт размещения российских IPO в период мирового финансового кризиса 2007- 2010 гг.

Разработаны рекомендации к эффективному применению IPO в качестве механизма привлечения в антикризисных целях в рамках финансовой политики предприятий – эмитентов.

**Объектом исследования** являются проведенные российские IPO за период с 1996 по 2011 год с фокусом на период мирового финансового кризиса с IV кв. 2007 по I кв. 2010.

**Предметом исследования** являются применение первичного публичного размещения (IPO) как механизма привлечения капитала в антикризисных целях, а также влияние управляемых эмитентом факторов при подготовке к IPO на формирование стоимостной оценки компании.

**Методологическая и информационная основа исследования**

Методологической основой исследования являются преимущественно работы известных ученых, представляющих собой основной фонд научной литературы в области изучения феномена недооценки. Также, в целях анализа опыта проведения IPO российскими эмитентами используются результаты наиболее заметных исследований российских авторов, проведенных после мирового финансового кризиса 2007 – 2010 гг.

Информационной основой исследования являются информационные базы Bloomberg, Ernst&Young, PWC, Renaissance Capital, базы доктора Джея Риттера и других агентств, приводящих данные по результатам проведенных IPO в России и в мире, а также сведения, извлеченные из исследований известных мировых и российских авторов. При проведении ситуационных анализов главным источником информации служат проспекты эмиссии и информационные ленты на каждый конкретный выпуск.

При решении поставленных задач использованы методы и принципы: регрессионного анализа, финансового моделирования и прогнозирования, построения гипотез и статистического тестирования, а также других общенаучных методов: анализа и синтеза, дедукции и индукции, аналогии и сравнительного анализа. Совокупность всех этих методов и источников информации обеспечила достоверность исследования и обоснованность теоретических и практических выводов, которые затем были проверены в ходе выполнения ситуационного анализа с целью демонстрации результатов исследования.

**Научная новизна** диссертационного исследования представляет собой, во-первых, вклад автора в общее развитие исследований феномена недооценки акций при проведении первичного публичного размещения (IPO), и, во-вторых, заключается в раскрытии новой роли IPO в современной экономической реалии в качестве финансового инструмента антикризисной политики предприятия в условиях макроэкономической нестабильности. Специальные исследования IPO в кризисной обстановке в мировой науке очень редки, а в российской экономической науке практически отсутствуют, что является, с точки зрения автора, серьезным пробелом, требующим к себе должного внимания. Исследовательская работа была проведена на основе данных российской практики.

В процессе исследования получены следующие результаты, представляющие собой научную новизну:

1. Обосновано выделение из структуры наблюдаемой недооценки акций при проведении IPO двух составляющих величин: величины преднамеренной недооценки, и величины недооценки за счет неожидаемой реакции рынка (или конъюнктуры переоценки).
2. Выявлены три группы факторов, влияющих на величину недооценки стоимости акций, на которые может воздействовать эмитент при проведении IPO. Это: формируемая структура собственности, структура капитала и выбор времени размещения.
3. Выявлен характер влияния фактора «формируемая структура капитала» на недооценку акций российских IPO как существенный и положительный. Соответственно, чем большая доля акций компании после IPO торгуется на публичном рынке, тем выше поднимется стоимостная оценка эмитента в течение года с момента размещения.
4. Выявлено существенное и отрицательное влияние обремененной кредитной задолженностью структуры капитала на оценку стоимости при проведении IPO.
5. Выявлены причины, по которым среднее значение недооценки стоимости IPO в России ниже, чем значения соответствующего показателя в зарубежных странах.

**Теоретическая значимость диссертационного исследования** заключается в возможности использования его результатов для переосмысления и корректировки выводов прежних исследований феномена недооценки акций при IPO. Благодаря критике подхода обоснования феномена недооценки на основе гипотезы преднамеренной недооценки появляется возможность преодолевать противоречивые выводы разных авторов, исследовавших данную проблему более локально, то есть, на основе данных по IPO в разных странах или за различные периоды времени.

Также, выводы, сделанные на основе раскрытия роли IPO как инструмента финансовой политики, применяемого в антикризисных целях, могут быть использованы для дальнейших исследований в области принятия финансовых решений на управленческом уровне.

**Практическая значимость диссертационного исследования** заключается в том, что практические и теоретические материалы, представленные в исследовании, а также рекомендации авторов и анализ практического опыта могут быть использованы руководителями предприятий для разработки плана проведения IPO в антикризисных целях, что отвечает вызову современных экономических реалий.

В частности, исходя из основных выводов работы, представляющих собой научную новизну, автором был внесен ряд практических рекомендаций, адресованных компаниям-эмитентам:

1. С учетом того, что цель эмитента должна заключаться в минимизации преднамеренной недооценки, а не в максимизации недооценки за счет рыночной конъюнктуры следует, что компаниям (и в особенности крупным) для выхода на IPO не нужно: (а) дожидаться образования «горячего рынка» либо (б) откладывать IPO на фоне наступающего кризиса.
2. Исходя из положительной взаимосвязи величины free-float со стоимостной оценкой эмитента в диапазоне до одного года, российские эмитенты имеют большую свободу при определении размера IPO, то есть могут реализовать весь объем намеренного выпуска, а не проводить ограниченное IPO, откладывая основной выпуск на SPO.
3. В рамках подготовки к размещению рекомендуется компаниям, выходящим на публичный рынок предварительно снижать уровень кредитной задолженности:

(а) сокращением зависимого от кредитования оборота,

(б) повышением эффективности затрат,

(в) увеличением собственного капитала либо указанием в проспекте эмиссии информации о планируемом использовании полученной выручки от IPO с целью сокращения кредитной задолженности либо увеличения собственного капитала.

1. В новых (посткризисных) условиях хозяйствования устойчивое развитие и финансовая безопасность стали фактором роста стоимости компании вместо постоянного увеличения применения финансового рычага, как было до кризиса. Соответственно в концепции управления стоимостью предприятия рекомендуется обозначить политику непрерывного увеличения собственного капитала, либо замены заимствованных источников привлеченными средствами как способа увеличения стоимости компании. В соответствии с данной политикой, проведение IPO преследует цели реализации увеличенной стоимости и привлечения новых средств с целью стимулирования дальнейшего роста стоимости.

Также, аналитическая информация по российским эмитентам и истории проведения российских IPO, факторам, влияющим на недооценку компаний из России и СНГ, послужат ценными источниками знаний для российских и международных инвесторов, заинтересованных в операциях с российскими активами.

**Апробация результатов исследования.** Выводы авторов в рамках диссертационного исследования и практические рекомендации, разработанные автором относительно применения IPO как механизм привлечения капитала в антикризисных целях, были использованы в разработке мероприятий по реорганизации компаний, в частности, в процессе принятия решения по стратегическому выбору между слиянием и поглощением (M&A) и IPO в качестве метода реорганизации. Материалы исследования были представлены на лекциях и семинарах по дисциплине «Рынок ценных бумаг». Результаты исследования докладывались на 21-й Всероссийской студенческой конференции «Проблемы управления» (Москва, 22-23 апреля 2013г.), 28-й Всероссийской научной конференции молодых ученных и студентов «Реформы в России и проблемы управления» (Москва, 22-23 мая 2013 г.).

**Публикации.** Материалы исследования нашли отражения в четырех научных публикациях, авторским объемом 3,75 п.л. Все статьи были опубликованы в периодическом научном издании, рекомендуемом ВАК для публикации основных результатов диссертационного исследования на соискание ученой степени кандидата наук.

**Структура и объем работы.** Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения и библиографии объемом 160 стр., включая 17 рисунков и 34 таблицы.

## Участники и консолидация их интересов при проведении IPO

Цели компании-эмитента при проведения IPO подразделяются на финансовые и нефинансовые. Компания стремится достичь высокой стоимостной оценки, которая должна быть поддержана вторичным рынком. Текущие акционеры и инвесторы одинаково желают видеть рост своих инвестиций, следовательно, в долгосрочной перспективе стирается грань между «интересами компании» в лице существовавших до IPO владельцев и новыми инвесторами. В краткосрочной перспективе, компания также не должна стремиться к тому, чтобы ее первые же новые акционеры потеряли свои деньги ввиду падения котировок акций в ходе торгов непосредственно после IPO. Таким образом, хотя высокая начальная цена предложения является весьма желаемой цель эмитента, существуют интересы всех сторон и в том, чтобы эта цена поднималась дальше на вторичном рынке.

Помимо оптимальной цены предложения, основные акционеры, которые пока не продают спои акции в ходе IPO, также хотели бы видеть рост стоимости находящихся в их собственности акций эмитента. Ведь это означает высокую вероятность SPO, на котором данные акционеры могут легко продать свои акции и по более высокой цене, чем в ходе IPO.

Компания не может выступать в качестве продавца в тех случаях, когда акции продают ее учредители. В лице продавца, при этом, могут выступать любые существующие акционеры, в том числе государство (в случае с IPO с целью приватизации государственной компании). При этом компания остается в статусе эмитента.

Инвесторы

Новые инвесторы заинтересованы в том, чтобы курс акций после их первичного размещения имел устойчивый рост. Этот рост есть сложение двух факторов: традиционной ценовой премии дня открытий (недооценка IPO) и длительного воздействия растущего фондового рынка на акции данной компании. Инвесторы подразделяются па долгосрочных и спекулятивных. В момент совершения IPO, интересы обоих классов инвесторов идентичны. Они заинтересованы в краткосрочном росте стоимости акции, а прежде всего, в получении «премии дня открытия». Существует ошибочное восприятие цели эмитента как краткосрочной, и что эмитент, получив нужный доход, перестанет интересоваться, какова доходность у инвестора. Действительно, если акции компании, проводящей IPO, падают в ходе первого торгового дня или в течение первой торговой недели, можно сказать о том, что получив достаточную для себя выручку, эмитент как бы «переиграл» инвесторов. Однако, к этому нужно прибавить то, что компания наверняка переиграла именно спекулятивных инвесторов. Потому как в долгосрочной перспективе компании так же нужен рост стоимости акции на вторичном рынке, более того, ей нужна высокая ликвидность своих акций, что, в свою очередь будет позитивно влиять на исход потенциальных SEO. Таким образом, точка соприкосновения интересов всех трех сторон сделки в том, чтобы достичь максимальной цены акций на вторичном рынке, которая является производной от хороших результатов деятельности, назначения адекватной цены IPO и высокой ликвидности на вторичных торгах. Ликвидность же на вторичном рынке, в свою очередь, зависит от числа акций в выпуске, числа рынков, на которых обращаются акции и их депозитарные расписки, тщательности исследовательской работы и числа рыночных агентов, занятых распространением данных акций.

Ведущие менеджеры

Звеном, связывающим интересы трех сторон сделки, является группа инвестиционных банков, нанятых для управления процессом. В данном случае, мы говорим о ведущем инвестиционном банке (так же ведущий менеджер или ведущий андеррайтер), который разрабатывает структуру размещения и помогает эмитенту в выборе других участников сделки, а так же непосредственно координирует процесс эмиссии во всех его аспектах. В частности, непосредственно до размещения, ведущий менеджер управляет работой с потенциальными клиентами, формированием книги заявок и определением диапазона цен предложения, как и финальной цены предложения.

При выборе ведущего менеджера рассматривается кандидат по таким параметрам, как:

Опыт работы с аналогами эмитента. Банк должен иметь значительный опыт по IPO компаний, работающих в отрасли или в схожих отраслях. Это подразумевает наличие аналитиков высокого ранга, специализирующихся в данном секторе экономики и определенных деловых связей с инвесторами в данной сфере.

Деловая репутация и уровень внимания. Репутация банка безусловно важна, при этом, известные инвестиционные банки, как правило, не могут уделять небольшим компаниям много внимания, из-за чего вероятность ошибки их стоимостной оценки довольно высока, что часто приводит к большой недооценке акций при таких IPO. С другой стороны, менее известные банки не в состоянии задействовать мощные ресурсьі, и потому редко принимаются за крупные сделки.

Широта шшесторскоіі базы. Данный параметр особо важен для крупных размещений. Инвестиционный банк должен иметь широкую сеть распределения, предназначенную для международных, институциональных и розничных торгов.

Уровень поддержки на вторичном рынке. Ведущий менеджер должен пристально следить за устойчивостью цен на вторичном рынке акций компаний, ІРО которых он за последнее время проводил. Динамика котировок в первое время после ІРО демонстрирует, насколько ведущий менеджер удачно устанавливал цену размещения на недавние сделки, а так же эффективность его действий по поддержке цен на вторичном рынке.

В целом, выбор ведущего менеджера более высокого класса ведет к меньшей недооценке акций при ІРО. Данная гипотеза, выдвинутая Бут и Смит [47] была в дальнейшем проверена на американском рынке Картером и Манастером [53]. Одна из причин заключается в том, что инвестиционные банки с более высокой репутацией, как правило, подписываются на менее рискованные ІРО. Более рискованные эмиссии же остаются на долю менее достойных банков. Картер и Maiiacrcp сделали вывод, что с ростом репутации банка первоначальный доход инвесторов от IPO уменьшается. Их вывод оставался верным вплоть до образования ИТ «бума» в конце 90-х. На фоне всеобщего подъема и формирования финансовых пузырей, имя банка может приниматься как признание качества IPO, а сделки, управляемые «респектабельными банками», часто имели высокую недооценку. В более поздней работе Картер, Дарк и Сингх [52] вывели тот факт, что в среднем долгосрочная доходность, откорректированная рынком (market-adjusted return), в меньшей степени отрицательна если ІРОбьши проведены андеррайтерами с более высокой репутацией.

Интересно, Нанда и Юн [107] при исследовании воздействия недооценки ІРО на рыночную стоимость самого ведущего менеджера на публичном рынке установили, что в случае завышенной цены предложения, т.е падения котировки ко концу первого торгового дня, котировка ведущего андеррайтера также падает. С другой стороны, недооцененные ІРО ведут к повышению рейтинга и капиализации ведущего менеджера. Это означает, что в большей Степени стоимость анддерайтера зависит от удовлетворенности не столь эмитента, сколько от доходности, полученной инвесторами. При этом, ведущие менеджеры, которые регулярно занижают или завышают цену ІРО, постепенно теряют свою рыночную долю [43].

Таким образом, мы видим, что существуют естественные механизмы, а именно рспутационные риски, в целом препятствующие конфликты интересов между инвестиционными банками и их клиентами, как эмитентами, так и инвесторами. Общность их интересов сводится к проведению успешного для всех ІРО, с правильным, но не лишенным приемлемой премии инвесторов ценообразованием. При этом, у андцерайтср так же существует мотив допущения большей недооценки в случаях с ІРО маленьких компаний. Ознакомившись с работой ведущего андеррайтера, мы приобрели ключ к определению тех составляющих, из которых состоит успешное ІРО. Более подробно мы рассмотрим данный вопрос в разделе 1.1.4.

## Методы определении степени влияния уровня задолженности и сохраняемой доли инсайдерской собственности на недооценку акций при ІРО

Возвращаясь к ситуации с первичным публичным возмещением, здесь, лидирующим фактором риска для компании является внешняя рыночная конъюнктура. Руководители и собственники компании, выдвигающейся на фондовый рынок, вместе с их инвестиционным банком, стремятся к размещению в период благополучной рыночной конъюнктуры, ассоциирующейся с высокой оценкой компании, тем самым риск недооценки компании снижается. Напротив, в период ухудшения рыночных условий, уровень риска, ассоциирующийся с IPO, увеличивается. Согласно проблеме 1, можем предполагать, что сталкиваясь с ухудшением ситуации на рынках капитала, руководитель организации с значительным участием в собственности должен более склоняться к реализации IPO с тем, чтобы обеспечить высокую долгосрочную инвесторскую оценку компании. Если компания отказывается в IPO, она лишается своевременного прилива ликвидности, необходимой для решения текущих задач, что может навредить не только будущему самой компании, но и так же представляет собой угрозу благосостоянию руководителям-собственникам. Напротив, руководители с низким участием в собственности не хотели бы ассоциировать свою деловую репутацию с проведением неудачного IPO, что бы ухудшало их личные перспективы на рынке труда, таким образом, эти руководители предпочли бы переждать период с нестабильным рынком капитала и не продолжить с идей IPO. Проблема 2 предполагает несколько иной сценарий, высшие руководители со значительным участием в капитале могут обостренно воспринимать потерю выручки от размещения в связи с охлаждением на фондовом рынке, потому, как связывает стоимость бизнеса с собственным благополучием. Эти собственники могут выбрать вариант с отменой IPO ценой ухудшения будущей деятельности компании и ущемления интересов массы миноритарных акционеров. Более того, если основная цель собственников компании заключается в продаже вторичных акций и выходе из бизнеса, то тем более будут более склоны к отмене ввиду перехода выручки от размещения непосредственно к собственникам, а не к самой компании. В результате тестирования данных, гипотеза о том, что высшие руководители компании с незначительной долей либо слишком большой долей в собственности склоны отменить готовящееся IPO. При этом, вероятность реализации IPO в условиях ухудшения рыночной конъюнктуры демонстрирует обратную криволинейную зависимость от уровня участия управляющих в капитале компании.

Из предыдущего раздела, мы установили, что одной из основных причин реализации IPO является необходимость изменения структуры финансирования, а именно снижение долговой нагрузки. Действительно, финансирование за счет кредитов способствует принятию представителями собственника более рискованных решений. Тогда высокий уровень задолженности при ухудшении на финансовых рынках должен стимулировать к реализации IPO по нескольким причинам. Во-первых, выручая необходимые средства на IPO, руководители компании могут выплатить долг кредиторам, тем самым уменьшить риск неплатежеспособности, что является крайне важным шагом в преддверии всеобщей финансовой турбулентности. С точки зрения кредиторов, перед лицом наступающего кризиса, нет ничего удивительного в том, что кредиторы могут опасаться ухудшения своего финансового положения нз-за проблем плохих долгов контрагентов, и по этой причине могут призывать своих должников к мероприятиям по сокращению кредитного финансирования. Массовый отзыв кредитных средств, так же, как и увеличение процентных ставок во время кризиса может причинить финансовый шок и серьезно нарушить деятельность компании. Выручка от IPO так же может просто улучшить структуру финансирования компании ввиду увеличения удельного веса собственного капитала, что даст эмитенту возможность избежать возврата кредита и на самом деле договариваться о его реструктуризации. Таким образом, в целом, наличие высокой задолженности, согласно проблеме 1, и как это подтверждается эмпирическим наблюдением, принуждает компании к проведению IPO, так как в целом риск дефолта является основным и преобладающим. Однако, Бусаба, Бсивеннст и Гуо [51], и позже, Дунбар и Фосрстер [64], представили противоположные свидетельства о том, что как раз высокая задолженность удерживает компанию от размещения. Их аргумент состоит в том, что сам факт, что выручка от ІРО будет использована для гашения кредита, является тревожным сигналом о том, что перспективы роста компании ограничены. Инвесторы в таких случаях требуют большего дисконта при размещении, что может обескураживать эмитента, особенно с учетом ухудшения рыночной конъюнктуры. Противоположные результаты эмпирического наблюдения указывают на наличие взаимодействия между фактором риска «уровень задолженности» с другими факторами, влияющими на принятие решения по реализации ІРО, объясняющее принятие противоположные решения менеджментом компании при одном и том же уровне задолженности. Анализ взаимодействия фактора «уровень задолженность» с фактором «степень участия в собственности» указывает па то, что при ухудшении рыночной конъюнктуры, руководители компании с низким участием в собственности более склоны к отмене ІРО, чем свои коллеги, так же, руководители с значительным участием в собственности в организациях с высокой задолженностью чаще отменяют ІРО. Для последних, альтернативным решением, чаще всего, становится реструктуризация долгов с последующим ІРО по завершении периода финансовой нестабильности, как это было сделано в случае с ІРО РУСАЛа, который мы рассмотрим позже. Таким образом, несмотря на то, что в целом интенсивное применение заемных средств стимулирует принятие риска в виде проведения ІРО условиях приближения кризиса, слишком высокая или слишком низкая доля в собственности может провоцировать решение о непринятии риска - отмене 1РО. Проблема «собственник-представитель» 1, проявляющая себя в увеличении склонности руководителя компании к принятию риска, действует только до определенного момента, за тем, по мере повышения участия руководителя и капитале компании, боязнь рисков усиливается по мере того, как риск для организации отождествляется с риском для ее собственников.

## Сохраняемая доля инсайдерской собственности: классификация уровня сигнала, меры недооценки и активности рынка

В главе 2 в ходе эмпирического анализа непрерывного массива данных с 1996 по 2011гг. по российским IPO и IPO стран СНГ было установлено, что связь между структурой капитала и стоимостной оценкой российских фирм при IPO несущественна. Иными словами, уровень долга компании несущественно влияет на величину недооценки компании при первичном размещении акций. Данный вывод не может устраивать. Международные исследования показывают, что наличие большого объема долгов у эмитентов IPO в целом позитивно влияет на стоимостную оценку компаний, и тем самым увеличивает величину недооценки как в случае с США. Или, наоборот, негативно сказывается на стоимостной оценке, но при этом так же увеличивает недооценку компании в силу уступки собственников в пользу инвесторам некоторой величины дисконта. В случае с Россией мы не знаем, как в целом воздействует на величину недооценки уровень долга предприятия, или даже как в целом воспринимается инвесторами высокий уровень долга предприятия, как негативный сигнал, или как позитивный сигнал. Ни для кого не секрет, что российские компании находятся в числе тех, которые активно используют инструмент банковского заимствования для обеспечения потребности в оборотных средствах. Особенно в течение трех лет, предшествующих началу кризиса 2008-2009 гг., в условиях быстрорастущих цеп на рынках сбыта российского экспорта, компаниям чрезвычайно не хватает собственных оборотных средств для обеспечения достаточного производства, соответствующего спросу со стороны рынка. В таких условиях, наращивание кредитного портфеля является объективной необходимостью и разумным решением. Однако, с началом ухудшения конъюнктуры со середины 2007 года, стало неизвестно, удастся ли спросу сохраняться на текущем уровне, чтобы поддерживать такой оборот, следовательно, возникает необходимость уменьшить зависимость оборота от заемных средств, другими словами, замена заемных средств привлеченными средствами. Соответственно, можем предположить, что в кризисных условиях, из-за нехватки ликвидности инвесторы будут большее внимание уделять интенсивности кредитного финансирования деятельности предприятия, чем на рынке в состоянии активного роста. И если это так, то увеличится ли недооценка в результате этого, или же наоборот, уменьшается. С тем чтобы ответить на данные вопросы, мы фокусируем внимание на антикризисных 1РО.

Таблица 20 показывает данные по интересующим нас «антикризисным» IPO. Из рассмотрения исключается только IPO «Института стволовых клеток человека» по причине того, что редкое IPO, принадлежащее к сфере биотехнологий, пришлось в самый разгар кризис в 2009 году и при этом, благодаря своему уникальному качеству, имеет аномально-высокую первоначальную доходность. Более того, сумма IPO составила всего 5 миллионов долл. США, что несравнимо меньше других привлечений в этом эпизоде. Как и ожидалось увидеть, в условиях падающего рынка, характерной чертой IPO, проведенных в кризисное время является низкая первоначальная доходность. Среднее значение доходности IPO в этом эпизоде составляла всего 1,38 процентов, что почти в 4 раза меньше, чем средняя первоначальная доходность всех российских первичных размещений. При этом, мы видим, что со второй половины ноября 2010 года, начиная с размещения ЛСР, практически все размещения IPO имеют отрицательную первоначальную доходность. Это означает, что недооценка на рынке российских IPO является такой же справедливой необходимостью, как и в большинстве других стран только в условиях горячего рынка, а вместе с общим ухудшением конъюнктуры финансовых рынков существенно снижается и первоначальная доходность инвесторов первичного рынка вплоть до исчезновения недооценки и возникновения переоценки. Ввиду резкого ухудшения рыночных ожиданий относительно роста экономики, сужается объем средств инвестиций предлагаемых перекупщиками на вторичных рынках, таким образом, сразу после размещения IPO, рыночная переоценка акций котируется, как правило, в сторону падения. Наблюдаемая отрицательная первоначальная доходность IPO в данном историческом эпизоде представляет для нас важный, весьма нетривиальный вывод. Снижение российской величины недооценки в условиях «холодного» рынка до минусовых значений означает, что природа существования российской недооценки акций состоит не в намерении владельцев компаний оставить инвесторам некоторый дисконт как компенсацию за информационную неопределенность по поводу качества активов, либо за услуги мониторинга, как это предполагают сторонники преднамеренной недооценки. Ибо потому, что если недооценка преднамеренная, и допускается в пользу инвесторам за риски быть первыми покупателями, то в условиях ограниченности ресурсов на рынке недооценка должны быть только больше, так как таковых рисков в данном состоянии рынка становится больше. Напротив, рынок IPO российских компаний, это рынок продавцов, то есть, инвестиционные банки в погоне за новыми н, как правило, крупными клиентами из России, предпочитают выступать на стороне эмитентов и содействуют им в переговорах с потенциальными инвесторами. Последние, в свою очередь, в погоне за новыми привлекательными активами растущего в предкризисные годы сырьевого сектора, согласны были заплатить довольно высокие платы. Поэтому, в благоприятное время, акции после IPO в ходе первых торгов корректировались вверх незначительно, а в условиях нехватки кредитной ликвидности, главным образом корректируются вниз.

Касательно другого аспекта оценки успеха IPO, подтверждается и вывод многочисленных предыдущих исследователей: за исключением лишь БК Евразии, инвесторы всех компаний, чьи окончательные цены предложения находятся в середине ценового диапазона и ниже, получают минусовую первоначальную доходность. Из тех компаний, чьи акции предлагались в верхней половине ценового диапазона, только Синергия показывает отрицательную первоначальную доходность. Это означает, что и для российских эмитентов, IPO с отрицательной инвесторской доходностью не является успехом, так как сам факт установление окончательной цены предложения в нижней половине диапазона является свидетельством того, что первоначальное ожидание эмитента относительно стоимостной оценки бизнеса пе оправдывается, то есть эмитенты получают меньше выручки от размещения, чем планировали.

Очевидно, внимание приковывается к характеристикам фирм, выбравших проведение IPO в кризисный период, так же, как и к обстоятельствам, послужившим объективными предпосылками такого решения. В чем же причина выхода предприятий - дебютантов на биржу в период с повышенными рисками потери стоимости? Причины, предполагается, две: компании через механизм IPO проводит антикризисную реструктуризацию баланса в пользу уменьшения кредитной задолженности, либо собственники компаний, пользуясь пока еще «теплым» рынком, стремятся продавать часть бизнеса и выходить в «наличку» с тем, чтобы выгодно диверсифицировать свой инвестиционный портфель присоединением к составу холдинга удешевивших за время кризиса новых активов. Для проверки этой гипотезы необходимо приступить к детальному рассмотрению мотивов размещения некоторой подборки компаний из данного эпизода. Включение компаний в выборку основано на хронологическом принципе постольку, посколку, как и любой другой макроэкономический процесс, кризис развивается поступательно, проходя через разные фазы.

И так, для анализа выбраны 5 компаний: Уралкалий, БК Евразия, ЛСР, ГлобалТранс, и РУСАЛ. Анализируется возможность и эффективность применения первичных публичных размещений, во-первых, как инструмент антикризисной политики, а во-вторых, как механизма реализации долгосрочных вложений. И так, IPO Уралкалий находится в числе проведенных в начале IV квартала 2007 года, в самом конце теплого рынка и было признано одним из самых успешных размещений за 2007 год. БК Евразия находится на грани перехода в минусовую зону, ЛСР открывает серию тяжелых антикризисных IPO с потерями доходов для инвесторов первичного рынка. ГлобалТранс провел IPO близко к самому разгару кризиса, а РУСАЛ успела дождаться первых лучей света в конце туннеля. Эмитенты под рассмотрением подбираются не только по хронологическому принципу, но а еще таким образом, чтобы их мотивы и характеристики отличались друг от друга с тем, чтобы элементы выборки представляли собой все характерные типы компаний, прошедших IPO в кризисных условиях.

Для анализа выбранных компаний рассчитывается набор сравнимых относительных показателей, призванных отражать их структуру капитала и состояние платежеспособности. Индикатор «структура капитала» показывает соотношение суммарных обязательств к суммарным активам. «Зависимость оборота от кредита» показывает, насколько операционная деятельность компании зависит от кредитного финансирования, и рассчитывается по формуле: суммарные обязательства, деленные на разницу между выручкой и операционными доходами. Коэффициент «долгосрочная платежеспособность», или же обратное «Суммарные обязательства к доходам» показывает, сколько времени компании требуется для того, чтобы уплатить полностью существующий объем обязательства, используя доходы после налогообложения плюс амортизации. Коэффициент «текущая платежеспособность», или же обратное «Покрытие процентов» рассчитывается как финансовые расходы, деленные на операционные расходы, данный показатель должен демонсфировать способность компании отвечать по текущим финансовым обязательствам из доходов от основной деятельности, т.е. без учета финансовых доходов. Данные для анализа берут главным образом из проспектов эмиссии, а так же из других финансовых документов компании, годовых отчетов.

## Докризисная структура капитала и реализация ІРО в кризисных условиях

Согласно проведенному выше анализу вместе с интенсивным развитием сектора розничного кредитования через кредитные карты возрастают и риски, в том числе и риски, серьезно препятствующие росту в перспективе от 3 до 5 лет. Это означает, что дальнейший рост ТКС требует диверсификации в сторону такого бизнеса, риски которого лежат вне рамка банковских рисков. Учитывая наработки ТКС в области онлайнового страхования, логичным шагом для ТКС стало приобретение «СК Москва» с последующим ее переименованием в «Тинкофф онлайн страхования». Страховые риски отличаются от банковских, и рост сектора онлайного страхования, несомненно, повышает стоимость ТКС как теперь более диверсифицированная финансовая компания, бизнес которой охватывает уже два растущих сектора с разнородными рисками. А финансирование М&А за счет IPO акций приобретающей компании является классическим ходом, к тому же подтверждающим общий рост стоимости ТКС. Данное обстоятельство так же позволяет предположить существенный объем ЕГОВЫХ акций в составе предложения по IPO.

Таким образом, для дальнейшего развития ТКС необходимо минимизировать возможные потери ввиду реализации потенциальных рисков на ее секторе деятельности. Проводимая политика ведения бизнеса компании указывает на ее готовность выполнения такой задачи путем начатой диверсификации бизнеса с одновремеЕшым усилением капитальной базы. Конечным и эффективным инструментом реализации этой задачи, позволяющим капитализироваться на большой социальной популярности ТКС, является первичное публичное размещение (IPO). На сегодняшний день, состав собственников ТКС следующий:

Основной владелец — Олег Тиньков (61,1% акций). Миноритарные пакеты принадлежат американскому инвестбанку Goldman Sachs (12,41% акций), а также таким фондам как Vostok Nafta (13,32% акций), Baring Vostok Capital Partners (8%) и Horizon Capital (4%)[152]. Рекомендуемое предложение IPO строится, основываясь на трех ключевых допущениях:

Для оценки стоимости ТКС выбран упрощенный метод оценки через коэффициент Р/Е(Прибыль к рыночной цене). Удобство этого метода оценки заключается в том, что субъект оценки становится сравнимым с аналогичными компаниями, котирующимися на рынке. Более того, оценки стоимости компаний по этолгу коэффициенту чаще рассчитываются и публикуются в доступной финансовой прессе, По РЕ так же можно проследить рост стоимости ТКС относительно заработанной прибыли по заключенным сделкам М&А. В мае 2012 года Baring Vostok приобрел 8 % ТКС по цене $50 млн., что соответствовало оценке стоимости ТКС в $625 млн. и 4,2 РЕ (то есть цена устанавливается в размере 4,2 раза от прибыли за отчетный год). Уже через 5 месяцев, в октябре 2012 года, стоимость компании выросла в почти 2 раза - 4 % ТКС было продано Horizon Capital за $40 млн., что соответствовало уже 8,3 РЕ[3]. Соответственно, компания с учетом планируемого роста портфеля и прибыли в 2013 году и восстановления роста мировых бирж, так же как и восстановления котировок мировых и отечественных аналогов, ожидает так же рост своей оценки стоимости но РЕ. Таблица 31 демонстрирует оценку стоимости ТКС на фоне отечественных банков, имеющих существенный портфель розничного кредитования. Из таблицы 31 следует, что ТКС оценивается уже и так выше, чем даже крупные банки ввиду динамичного роста портфеля и прибыли, при высокой рентабельности и росте кредитных рейтингов. После присвоения рейтинга В+ агентством FITCH, сам господин Тиньков оценил банк в 10 РЕ, ряд экспертов в 12-20 РЕ. Выше, чем ТКС но оценке РЕ стоит Росбанк, у которого рейтинг ВВВ+[157]. Таблица 32 демонстрирует оценку стоимости ТКС на фоне американских аналогов, присутствующих на рынке NASDAQ. Контрольную группу для сравнения составляют американские компании по онлайновым финансовым услугам, непосредственным аналогом бизнес модели ТКС является компания Capital One. С учетом фориардской оценки Р/Е американских аналогов, средняя для которых находится на уровне 11 РЕ в 2013 и 10,7 в 2014, оценка 10 РЕ [21] для ТКС в случае размещения в начале 2014 года на NASDAQ является вполне достигаемой. Сравнительный анализ ТКС с аналогами на NASDAQ проведен неслучайно. Во-первых, на данной бирже существует целая категория интернет-банков и соответствующая аудитория институциональных инвесторов, традиционно оценивающих и вкладывающих в подобные активы и соответственно, это означает, что с точки зрения размещения 1РО на данном рынке существует постоянный спрос, размер которого можно достоверно оценить. Этим NASDAQ как площадка для размещения выгодно отличается от российских бирж, где бизнес модель ТКС единственная и неповторимая на рыке. Во-вторых, при создании проекта ТКС с самой начальной поры участвовал в качестве инвестора и ассистента крупнейший американский инвестиционный банк Goldman Sachs - в тоже время один из самых престижных в мире ведущих менеджеров по IPO. Соответственно, размещение в США с поддержкой данного банка имеет большие шансы на максимальную оценку стоимости в пределах диапазона цен предложения, а так же минимальную недооценку акций в пользу новых инвесторов. Следовательно, для достижения максимальной оценки стоимости, а так же высокой ликвидности акций на вторичном рынке рекомендуется проводить двойной листинг на NASDAQ и ММВБ-РТС. Одновременное размещение на внутреннем рынке позволит акциям ТКС капитализироваться за счет активных торгов отечественных индивидуальных инвесторов, среди которых банк чрезвычайно популярен.

Таким образом, ключ к выполнению ожидания оценки стоимости компании состоит в достижении ТКС прогнозных показателей по прибыли и росту портфелей в 2013 году. По состоянию к 01 июля 2013 года, можно утверждать, что ТКС вполне может достичь заявленного показателя роста по объему кредитного портфеля - до $3 млрд.[4], однако удвоить прибыль до $200-220 млн. компания вряд ли сумеет. С учетом замедления роста рынка, удвоить прибыль при почти одновременном удвоении портфеля вряд ли получится, так как от выполнения более приоритетной задачи по росту портфеля и расширению доли на рынке непременно пострадает рентабельность. С учетом того, что чистая прибыль по состоянию на конец июля 2013 года составила всего около 2,5 млрд. рублей и каждый месяц в среднем сначала года добавляет около 370 млн. рублей чистой прибыли, то к концу года прибыль ТКС будет составлять 4,2 -4,5 млрд. рублей, что при нынешнем курсе доллара к рублю в любом случае не может превышать $ 150 млн. без учета чистой прибыли присоединенного страхового подразделения.