

БАНКОВСКОЕ ДЕЛО

№ 9 (261) 2015

Журнал о практике и теории банковского бизнеса

www.bankdelo.ru

ISSN N 2071-4904



**Исполнительный вице-президент РСПП,
председатель Совета Ассоциации
«Россия» Александр МУРЫЧЕВ:**

«Антикризисная программа работает, но далеко не в полном объеме. Механизмы доступа к ресурсам слишком сложны и забюрократизированы. Деньги есть, но нет возможности воспользоваться этими инструментами».

Издается с января 1994 года
Учредитель ООО «Агентство Информбанк»

ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР

Владимир Нестеренко
(499) 245 02 13 vfn@tpnews.ru

**ПЕРВЫЙ ЗАМЕСТИТЕЛЬ
ГЛАВНОГО РЕДАКТОРА**

Марина Нестеренко
(495) 708 32 81 reclama@tpnews.ru

ЗАМЕСТИТЕЛЬ ГЛАВНОГО РЕДАКТОРА

Дмитрий Воронин
dmitr-voronin@yandex.ru

РЕДАКТОР

Виктор Королев

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗРЕВАТЕЛЬ

Михаил Кирьянов
mkiryanov@yandex.ru

РЕДАКЦИОННЫЙ СОВЕТ

С. А. Андрияшин
И. Ю. Варьяш
К. А. Волков
Д. В. Воронин
М. И. Гуревич
В. Г. Женов
Н. Ю. Колофидина
Ю. А. Матвеев
С. Р. Моисеев
Ю. А. Пирогов
М. А. Поморина
П. А. Самиев
А. Е. Филимонов

Зарегистрирован в Комитете РФ по печати.
Регистрационный № 012296

АДРЕС РЕДАКЦИИ

119021, Москва, Б. Чудов пер., 5

ОТДЕЛ РЕКЛАМЫ

тел./факс 8 (495) 708 3281

ОТДЕЛ РАСПРОСТРАНЕНИЯ

тел./факс: 8 (499) 245 0226, 245 0213

Отпечатано в типографии

ООО «Офсет Принт»

127550, Москва, Дмитровское ш.,

д. 39, корп. 1

Тираж 5000 экз.

Заказ № 09

Дата выхода – 11.09.2015

Цена свободная

Издатель ООО «Агентство Информбанк»

119021, Москва, Б. Чудов пер., 5

ISBN 5-86696-002-8

Журнал включен в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов Высшей аттестационной комиссии (ВАК).

Журнал включен в Российский Индекс научного цитирования (РИНЦ).

Редакция не несет ответственности: за сведения, содержащиеся в рекламных материалах, за нарушение авторами исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности третьих лиц.

При использовании материалов ссылка на журнал обязательна. Значком **И** отмечены материалы, опубликованные на правах рекламы.

ИНФОРМБАНК

События, новости, информация 10, 33, 41, 47, 61, 77, 82, 88, 91
Круглый стол в Нижнем Новгороде 2

По материалам конференций

Заседание Совета Ассоциации «Россия»: нижегородская встреча
в мотивах песен Владимира Высоцкого 3
Ученый совет 92
Анонс мероприятий (сентябрь – октябрь 2015) 95

Дословно

О сотрудничестве и партнерстве 94

АНАЛИТИКА

Финансовая политика

П. В. Ушанов, Г. А. Медведев. Финансовый сектор как локомотив
антикризисных мер правительства 12

И. С. Иванченко. Сравнительный анализ функций ЦБ РФ
сквозь призму экономического роста 19

С. Б. Попов, А. П. Сторчак. Исследование достаточности капитала
банковского сектора Российской Федерации 24

В. В. Шмелев. О возможностях отражения прессинга санкций 30

Финансовые рынки

А. В. Бакайкина. Взаимосвязь структуры портфелей банков
развития с конкурентоспособностью их программ поддержки
малого и среднего бизнеса 34

С. Г. Гордейко. Государственная программа субсидирования
процентных ставок по ипотеке: первые результаты 42

А. М. Мотохин, Е. А. Федорова. Международный банковский рынок:
китайский капитал усиливает доминирование 45

В. С. Коханова. Финансовый инжиниринг в исламской банковской системе:
возможности и предпосылки 48

Ч. Хван. Государственное регулирование на финансовом рынке 52

Точка зрения

Ю. Г. Швецов, В. Г. Корешков. Капитал банка и проблемы
экономической оценки его стоимости 57

Анализ и прогноз

А. Ю. Михайлов. Прогнозирование доходности
российских государственных облигаций 62

Организация и управление

Е. О. Сучкова, А. А. Козеличкина. Эффективность публичных
размещений акций российских банков и компаний 66

ПРАКТИКА

Организация и управление

Т. А. Абубакиров, Е. В. Барбаумов. Модель локальной волатильности
со скачками для оценки производных финансовых инструментов 74

Е. А. Федорова, П. И. Рыбалкин. Оценка влияния эффективности
компаний-покупателя на доходность сделок слияний и поглощений 78

Т. А. Бартюк. Тенденция рынка труда в финансовой индустрии в 2015 г. ... 83

На адвокатской кухне

А. В. Молохов, В. В. Порубиновская. Потребитель всегда прав,
или Проценты – в последнюю очередь 86

Вопрос – ответ

Можно ли на сумму потерянных денежных средств в банке уменьшить
налогооблагаемую базу по налогу на прибыль? 89

Эффективность публичных размещений акций российских банков и компаний

В статье анализируется ценообразование публичных размещений российских банков и компаний в 2007–2014 гг. Результаты исследования показывают, что отечественные кредитные организации и компании сталкиваются с важной проблемой – недооценки акций и в итоге не полностью получают необходимые для капитализации средства.

В условиях постоянно повторяющихся финансовых кризисов серьезные требования предъявляются к собственному капиталу коммерческих банков, особенно в отношении капитала высокого качества. Идет снижение достаточности собственного и базового капитала банков, и банки вынуждены прилагать большие усилия для увеличения собственных средств.

Увеличение капитализации банков путем размещения акций на фондовом рынке сталкивается с проблемами инвестиционной привлекательности банковского сектора, развития национального фондового рынка, макроэкономической ситуации в стране. При этом внутренние источники финансирования ограничены, и их использование может иметь ряд негативных последствий. Например, капитализация прибыли может привести к снижению рентабельности бизнеса. Кроме того, в условиях снижающейся прибыли этот источник не позволяет наращивать капитал высокими темпами (рис. 1). Государственная же помощь в докапитализации предоставляется лишь ограниченному числу банков (ко времени написания статьи такую помощь получили лишь 27 кредитных организаций).

Что такое недооценка акций?

Публичное размещение акций на фондовом рынке (IPO/SPO) – перспективный способ повышения капитализации банка, поскольку обеспечивает доступ к долгосрочному капиталу большого размера на открытом рынке. При размещении акций отсутствуют обязательства по возврату долга, улучшается текущее финансовое состояние кредитной организации. Согласно исследованию, проведенному международной аудиторской компанией PricewaterhouseCoopers за 2005–2014 гг., российские банки по числу проведенных публичных размещений занимают 2-е место после металлургической и горнодобывающей отраслей.

Е. О. СУЧКОВА,

старший преподаватель
кафедры банковского дела
заместитель декана
факультета экономики,
НИУ ВШЭ, г. Нижний
Новгород

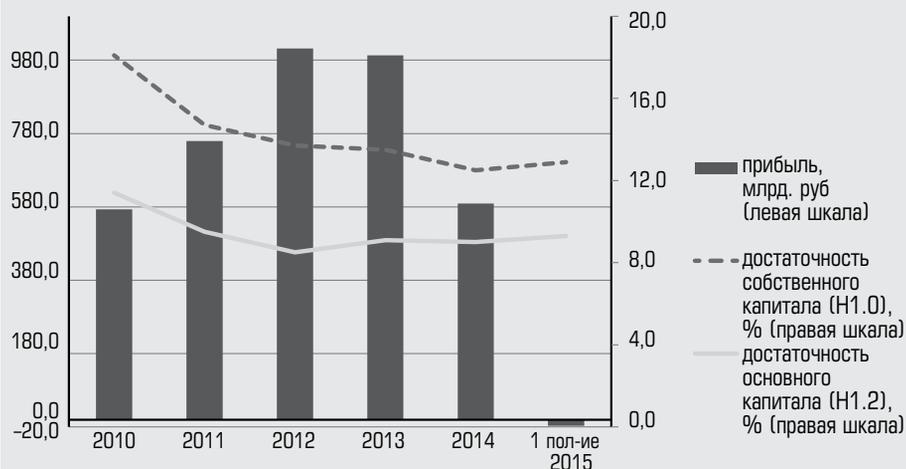


А. А. КОЗЕЛИЧКИНА,

магистр факультета
экономики, НИУ ВШЭ,
г. Нижний Новгород



Рис. 1. Прибыль, достаточность собственного и базового капитала по банковскому сектору России, 2010 г. – I полугодие 2015 г.



Однако при публичных размещениях большинство отечественных кредитных организаций (табл. 1) сталкивается с недооценкой акций – превышением цены акции на закрытии торгов над ценой предложения. Это снижает эффективность размещения для эмитента и не позволяет привлечь необходимые для капитализации средства. В научной литературе отмечается, что наиболее важными факторами, влияющими на результат и эффективность публичного размещения обыкновенных акций банков, являются процесс ценообразования и качество определения цены размещения акций.

В настоящее время определение цены размещения для большинства IPO/SPO в мире производится через книги заявок, и здесь российские банки не являются исключением. В этом случае андеррайтер пытается извлечь информацию о максимальной цене, которую инвесторы готовы дать за акции эмитента, причем инвесторы не заинтересованы в раскрытии информации о готовности платить, поскольку это увеличивает цену

размещения. Следовательно, между сторонами возникает так называемая асимметрия информации, которая отрицательно влияет на эффективность ценообразования. Учеными в разное время выдвигались предположения о том, что либо инвесторы, либо андеррайтеры, либо фирмы лучше осведомлены о реальной стоимости доли капитала, продаваемой при IPO.

Так, исследователи доказали [1], что недооценка возникает по причине асимметрии информации и неопределенности участников сделки. В процессе приобретения акций инвесторам предлагается пониженная цена в качестве компенсации за возможные риски. В других работах выдвигалась гипотеза, что причиной недооценки IPO является компенсация высококачественному андеррайтеру за каче-

Таблица 1
Публичные размещения российских банков (IPO/SPO) в 2007–2014 гг.

Банк	Год	Площадка	Объем привлеченных средств, млн долл.
IPO			
Тинькофф Банк	2013	LSE	1087,1
ФК «Открытие»	2011	LSE	718,0
Санкт-Петербург	2007	ММВБ, РТС	274,0
ВТБ	2007	ММВБ, РТС, LSE	7940,0
SPO			
ФК «Открытие»	2014	Московская Биржа	464,1
ВТБ	2013	Московская Биржа	102,5
Сбербанк России	2012	ММВБ	159,3
ВТБ	2011	ММВБ, РТС, LSE	95,7
Банк Москвы	2010	ММВБ	68,2
Санкт-Петербург	2009	ММВБ	200,2
Банк Москвы	2009	ММВБ	615,2
Банк Москвы	2008	ММВБ	338,4
Возрождение	2007	ММВБ	177,0
Сбербанк России	2007	ММВБ, РТС	8851,6
Банк Москвы	2007	ММВБ	269,0

Источник: данные агентства РБК.

Abstract. This paper investigates the offer price setting process of Russian banks and companies' public offerings between 2007 and 2014. The results show that Russian banks and companies face the problem of Underpricing that prevents them from getting larger amounts of capitalization.

Keywords. Initial public offering, underpricing, book-building, information asymmetry.

Ключевые слова. Первичное публичное размещение, недооценка, метод книги заявок, асимметрия информации.

ственное аналитическое покрытие после IPO [2].

Российские исследователи также уделяли внимание феномену недооценки. Так, в [3] анализируются результаты IPO, проведенных российскими компаниями в 1996–2007 гг. Подтверждается недооценка акций на данных IPO российских компаний и показано, что объем размещения является ключевым фактором, позволяющим повысить эффективность ценообразования IPO. Также благоприятная конъюнктура фондового рынка накануне IPO позволяет эмитенту получить дополнительный доход в ходе размещения, не влияя на величину недооценки. А в работе [4] тестируется гипотеза, утверждающая, что тем большую недооценку прогнозирует инвестор, чем больше его заинтересованность в размещении, а значит, он раскрывает больше информации о своем предпочтении.

Закономерность недооценки акций наблюдается практически во всех странах мира, где компании выходят на биржу, в том числе в странах с развитым фондовым рынком. Однако ее величина существенно варьируется. Например, по данным исследования [5], в Китае средняя недооценка составляет 164,5% (данные за 1990–2005 гг.), в Индии – 92,7% (1990–2007 гг.), в США и Великобритании – около 17% (1960–2006 г.). По результатам российских исследований, недооценка IPO российских компаний за период 1996 г. – I квартал 2007 г. равнялась 4,98%, а за период 1996 г. – IV квартал 2007 г. – уже 5,26%.

Эффективность ценообразования при публичном размещении акций

Ниже исследуется эффективность ценообразования при публичном размещении акций российских банков и компаний в 2007–2014 гг. Данные по компаниям были проанализированы с целью показать, насколько сопоставимы результаты полученной недооценки банковских институтов и компаний других отраслей. Были отобраны 69 публичных размещений (57 компа-

ний, в том числе банки), которые соответствуют двум основным условиям: размещение должно быть открытым и проводиться на биржах ММВБ, РТС, NYSE, LSE, OMX, AIM или Deutsche Borse. Выбранный временной интервал объясняется тем, что на данных до 2007 г. исследования по российским IPO уже проводились. Кроме того, именно в 2007 г. были осуществлены первые полноценные публичные размещения акций отечественных кредитных организаций.

Для определения качества установления цены размещения введем дополнительные переменные.

■ UN (Underpricing) – недооценка по результатам первого дня торгов:

$$UN = (P_{cl} - P_o) / P_o$$

где P_o – цена первичного размещения, P_{cl} – цена закрытия первого дня торгов;

• DEVIА – отклонение цены размещения от минимальной границы ценового диапазона: $DEVIА = (P_o - P_{min}) / (P_{max} - P_{min})$, где P_{min} – нижняя граница ценового диапазона; P_{max} – верхняя граница.

• PRI – индекс изменения цены размещения, отклонение цены размещения от середины ценового диапазона:

$$PRI = (P_o - P_e) / P_e$$

где $P_e = (P_{max} + P_{min}) / 2$.

Из табл. 2 видно, что средняя недооценка публичных размещений

по всей выборке за 2007–2014 гг. составляет 5,4%, что соответствует специфике средней российской недооценки IPO (результаты недооценки публичных размещений акций российских компаний, полученные в предыдущих исследованиях, равнялись 4,98 и 5,26%). На общих данных публичных размещений наблюдается сильная разница между максимальным и минимальным значениями недооценки (минус 17,56 и плюс 45,83%), что говорит о случаях серьезных отклонений от фундаментальной стоимости акций при IPO/SPO компаний. Это подтверждает высокую волатильность показателя недооценки, равную 11,54%.

Средняя недооценка публичных размещений российских банков за указанный период составляет 2,91% (табл. 3), что говорит о более высоком качестве размещений отечественных кредитных организаций по сравнению с компаниями. Однако если не брать в расчет данные по вторичным размещениям, при которых недооценка ниже, то среднее значение недооценки при первичном размещении получится 4,03%. Максимальная недооценка среди российских банков составляет 10,57% – IPO Внешторгбанка. При этом размещение ВТБ считается одним из самых успешных банковских IPO. С учетом недооценки доля размещения составила 25% от

Таблица 2

Описательная статистика переменных по данным публичных размещений российских компаний (в том числе российских банков) в 2007–2014 гг., %

Переменная	Mean	Median	Min	Max	Std. Dev.
UN (IPO/SPO Underpricing)	5,40	3,98	-17,56	45,83	11,54
DEVIА	50,97	50,00	-100,00	133,33	42,52
PRI	0,1717	0,0	-33,3333	21,7391	9,3900

Источник: расчеты авторов на основе данных публичных размещений российских компаний (в том числе банков).

Таблица 3

Описательная статистика переменных по данным публичных размещений российских банков в 2007–2014 гг., %

Переменная	Mean	Median	Min	Max	Std. Dev.
UN (IPO/SPO Underpricing)	2,91	1,67	-6,13	10,57	4,91
DEVIА	74,53	76,92	33,33	100,00	21,50
PRI	4,8681	3,4000	-3,8462	13,6364	5,1200

Источник: расчеты авторов на основе данных публичных размещений российских банков.

Таблица 4

Данные по IPO/SPO российских банков

Банк	Доля привлеченных средств, % от капитала	Недооценка IPO/SPO, %	Недополученные средства, долл.
«Возрождение»	13,80	5,20	9 210 000,0
«Санкт-Петербург»	18,00	1,30	3 556 000,0
ВТБ	25,00	10,57	971 226 956,6
Сбербанк России	13,06	6,50	552 365 136,8
Банк Москвы	5,40	-6,04	37 529 104,4
ФК «Открытие»	20,00	3,15	1 025 713,3
ТКС Банк	33,96	7,43	69 689 441,8

Источник: данные проспектов эмиссий банков, недооценка – расчеты авторов на основе данных публичных размещений банков.

величины капитала (табл. 4), а это значит, что потенциально банк мог привлечь намного больше средств, необходимых для его капитализации.

Большим спросом среди инвесторов также пользовались акции таких банков, как Сбербанк России и Тинькофф Кредитные Системы. Однако недооценка размещения Сбербанка составила 6,50% при доле привлечения 13,06%, а недооценка ТКС Банка была равна 7,43% при доле привлечения 33,96% от капитала. Эти банки также не смогли привлечь потенциально возможные ресурсы, хотя в СМИ сообщалось об успехе их публичных размещений. Волатильность показателя недооценки по банковской выборке составила 4,91%, что гораздо ниже аналогичного показателя по общей выборке.

Сравнение цены размещения (предложения) с минимальной границей ценового диапазона показывает переменная DEVIA. Среднее отклонение цены размещения от минимальной границы ценового диапазона по общим данным российских компаний и банков составляет 50,97%. Среднее значение отклонения цены размещения от минимальной границы ценового диапазона у российских банков равно 74,53%, что выше аналогичного показателя всей выборки. Это говорит о том, что часто публичные размещения российских банков проходили близко к верхней границе установленного ценового диапазона, в отличие от публичных размещениях компаний других секторов экономики.

Максимальное отклонение показателя DEVIA по совокупной выборке составило 133,33%, минимальное значение показателя равнялось минус 100%. Максимальное значение показателя по банкам составило 100%, минимальное равно 33,33%. Следовательно, банки в отличие от компаний размещались внутри границ ценового диапазона или по его верхней границе – это показатель более высокого качества ценообразования размещений банков. По верхней границе диапазона (DEVIA = 100%) прошли размещения Сбербанка России и Банка ТКС, причем в этих случаях также наблюдается недооценка: при IPO Сбербанка она составила 6,57%, а ТКС Банка – 7,43%.

Из этого следует, что банки недополучили средства даже при оптимистичных прогнозах. Очевидно, что в заявленный ценовой диапазон была заложена недооценка. Очень близко к верхней границе диапазона находились цены размещения у ВТБ (DEVIA = 90,91% при IPO и 85,64%, 94,20% при SPO). Минимальное отклонение от минимальной границы диапазона было у банка «Возрождение», оно составляло 33,33%, но при этом наблюдалось довольно высокое значение недооценки IPO (5,2%), что свидетельствует о сильном консерватизме андеррайтеров в отношении банка. В целом волатильность показателя DEVIA для российских банков составляет 21,5%, что в два раза меньше аналогичного показателя для всей выборки.

Сравнение цены размещения с серединой ценового диапазона показывает переменная PRI (индекс изменения цены размещения). Результаты, полученные по совокупной выборке, говорят о том, что в среднем цена размещения акций при публичных размещениях не сильно отклонялась от середины ценового диапазона: среднее значение показателя PRI = 0,1717%. Для банков среднее значение PRI, напротив, составило 4,8681%. Большие значения показателя получились при размещениях ВТБ (PRI = 9,28%), Сбербанка России (PRI = 6,9%), ТКС Банка (PRI = 11,11%). Ни один из них не разместился по цене, равной середине ценового диапазона, в каждом случае наблюдаются отклонения в ту или иную сторону, в основном к верхней границе. Минимальные значения показателя, а значит, отклонение цены размещения в сторону нижней границы, получились у двух банков: «Возрождение» и «Санкт-Петербург». Волатильность переменной по совокупной выборке составила 9,39%, по банкам – 5,12%.

В табл. 5 представлена описательная статистика средних показателей публичных размещений российских компаний и банков в 2007–2014 гг. с позиции отношения цены размещения с заявленным ценовым диапазоном (в скобках представлены медианы). Как было сказано выше, итоговая цена размещения акций может входить в ценовой диапазон, а может выходить за его пределы. Успешным считается такое размещение, когда изначально установлен справедливый ценовой диапазон, а цена размещения проходит по верхней границе диапазона. Данные подтверждают, что среди компаний есть размещения, выходящие за пределы ценового коридора.

Широкий ценовой коридор, как правило, сигнализирует инвесторам о том, что андеррайтер не уверен в своих оценках компании [6]. Таким образом, большая неопределенность со стороны андеррайтеров увеличивает недооценку. Высокие значения недооценки акций наблюдаются как раз при

Таблица 5

Средние статистические показатели публичных размещений российских компаний, в том числе российских банков, в 2007–2014 гг. относительно заявленного ценового диапазона

Показатель	Все публичные размещения	Цена размещения ниже ценового диапазона	Цена размещения внутри ценового диапазона			Цена размещения выше ценового диапазона
			нижняя граница диапазона	внутри диапазона	верхняя граница диапазона	
Доля от общего числа публичных размещений, %	—	3,57	12,50	64,29	14,29	5,36
Средняя ширина ценового диапазона (WPR), долл.	3,60	4,00	1,28	3,23	7,15	3,00
	[2,00]	[4,00]	[0,33]	[2,00]	[2,00]	[3,00]
Средняя ширина ценового диапазона (WPR), %	24,50	4,20	25,20	25,80	23,40	30,00
	[25,00]	[4,20]	[25,00]	[26,00]	[22,00]	[30,00]
Средняя ожидаемая цена размещения (P _e), долл.	73,42	95,50	5,27	19,90	348,53	11,50
	[11,70]	[95,50]	[6,90]	[12,70]	[15,75]	[11,50]
Средняя фактическая цена размещения (P _o), долл.	80,60	80,00	4,84	19,80	396,80	14,00
	[12,60]	[80,00]	[6,00]	[13,25]	[17,50]	[14,00]
Среднее значение недооценки, IPO Underpricing, %	7,61	0,41	5,94	6,37	12,84	4,29
Средний объем сделки при публичном размещении, млрд долл.	0,86	0,07	0,82	0,88	2,80	1,40

Источник: расчеты авторов на основе данных публичных размещений российских компаний (в том числе банков).

Таблица 6

Средние статистические показатели публичных размещений российских банков в 2007–2014 гг. относительно заявленного ценового диапазона

Показатель	Все размещения	Цена размещения ниже ценового диапазона	Цена размещения внутри ценового диапазона			Цена размещения выше ценового диапазона
			нижняя граница диапазона	внутри диапазона	верхняя граница диапазона	
Доля от общего числа, %	—	0,00	0,00	57,14	42,86	0,00
Средняя ширина ценового диапазона, долл.	8,50	—	—	3,87	14,50	—
	[4,00]	—	—	[0,72]	[3,50]	—
Средняя ширина ценового диапазона, %	16,50	—	—	15,88	17,30	—
	[15,60]	—	—	[13,31]	[25,00]	—
Средняя ожидаемая цена размещения, долл.	452,00	—	—	37,10	1005,00	—
	[34,50]	—	—	[42,20]	[15,75]	—
Средняя фактическая цена размещения, долл.	513,00	—	—	37,70	1146,80	—
	[35,00]	—	—	[43,10]	[17,50]	—
Среднее значение недооценки, IPO Underpricing, %	4,02	—	—	0,90	8,18	—
Средний объем сделки при публичном размещении, млрд долл.	2,90	—	—	0,48	6,40	—

Источник: расчеты авторов на основе данных публичных размещений российских банков.

самых высоких значениях ширины ценового коридора (например, WPR = 7,15 USD; UN = 12,84%).

Изменения цены размещения обычно сопровождаются изменением количества предлагаемых акций и, соответственно, изменением объема привлеченных средств. Размещения, при которых

цена предложения входит в ценовой диапазон и близка к верхней границе либо равна ей, отличаются более высокой фактической ценой размещения и более высокой выручкой. Этот факт также подтверждается полученными результатами: при размещении по верхней границе установленного диапа-

зона в среднем фактическая цена размещения равнялась 396,8 долл., а объем привлеченных средств составил 2,8 млрд долл.

Кроме того, при размещениях, прошедших по верхней границе ценового диапазона, фактическая цена превышала ожидаемую цену размещения (P_e = 348,53; P_o = 396,80

долл.), что подтверждает успешность данных публичных размещений. Однако именно такие размещения показали наибольшую недооценку (UN = 12,84%). То есть цена закрытия первого дня торгов оказалась выше фактической цены размещения в среднем на 12,84%. Более того, наблюдалось увеличение недооценки акций по мере приближения к верхней границе ценового диапазона. Такое же явление обнаружили и зарубежные ученые, изучавшие американские IPO в период 1983–1987 гг.

В табл. 6 представлена описательная статистика средних показателей публичных размещений относительно заявленного ценового диапазона российских банков в 2007–2014 гг. Данные подтверждают, что размещения российских банков проходили только внутри границ ценового коридора или по его верхней границе.

Показатель ширины ценового диапазона свидетельствует о более качественном процессе ценообразования и выборе цены размещения акций кредитных организаций. В абсолютном значении ширина ценового диапазона банков больше в сравнении с данными по совокупной выборке, где основную часть составляют компании. Так, размещения, которые прошли внутри ценового коридора, по совокупным данным характеризуются шириной диапазона в 3,23 долл., а по банкам аналогичный показатель составляет 3,87 долл.

Однако в процентном выражении ширина ценового диапазона относительно минимальной границы у банков значительно меньше и составляет 15,9%, тогда как по совокупной выборке – 25,8%. По размещениям, прошедшим по верхней границе коридора, а также по всем размещениям в целом наблюдается аналогичная закономерность. Это означает, что банки устанавливали более справедливый диапазон цен в процессе организации публичных размещений и были увереннее в своих оценках будущего размещения акций.

По данным публичных размещений банков также наблюдается превышение фактической цены над

ожидаемой ценой размещения. Например, при размещениях, которые прошли по верхней границе ценового диапазона, средняя ожидаемая цена размещения составила 1005,0 долл., тогда как фактическая – 1146,8 долл. Это говорит об успешности банковских размещений. Однако по мере приближения к верхней границе ценового коридо-

ра также наблюдается увеличение недооценки акций кредитных организаций. Средняя недооценка публичных размещений банков, прошедших по верхней границе заявленного диапазона, составила 8,18%, а средний объем привлечения – 6,4 млрд долл.

Полученные результаты по ценообразованию IPO российских

Рис. 2. Недооценка российских банков и компаний в 2007–2014 гг.

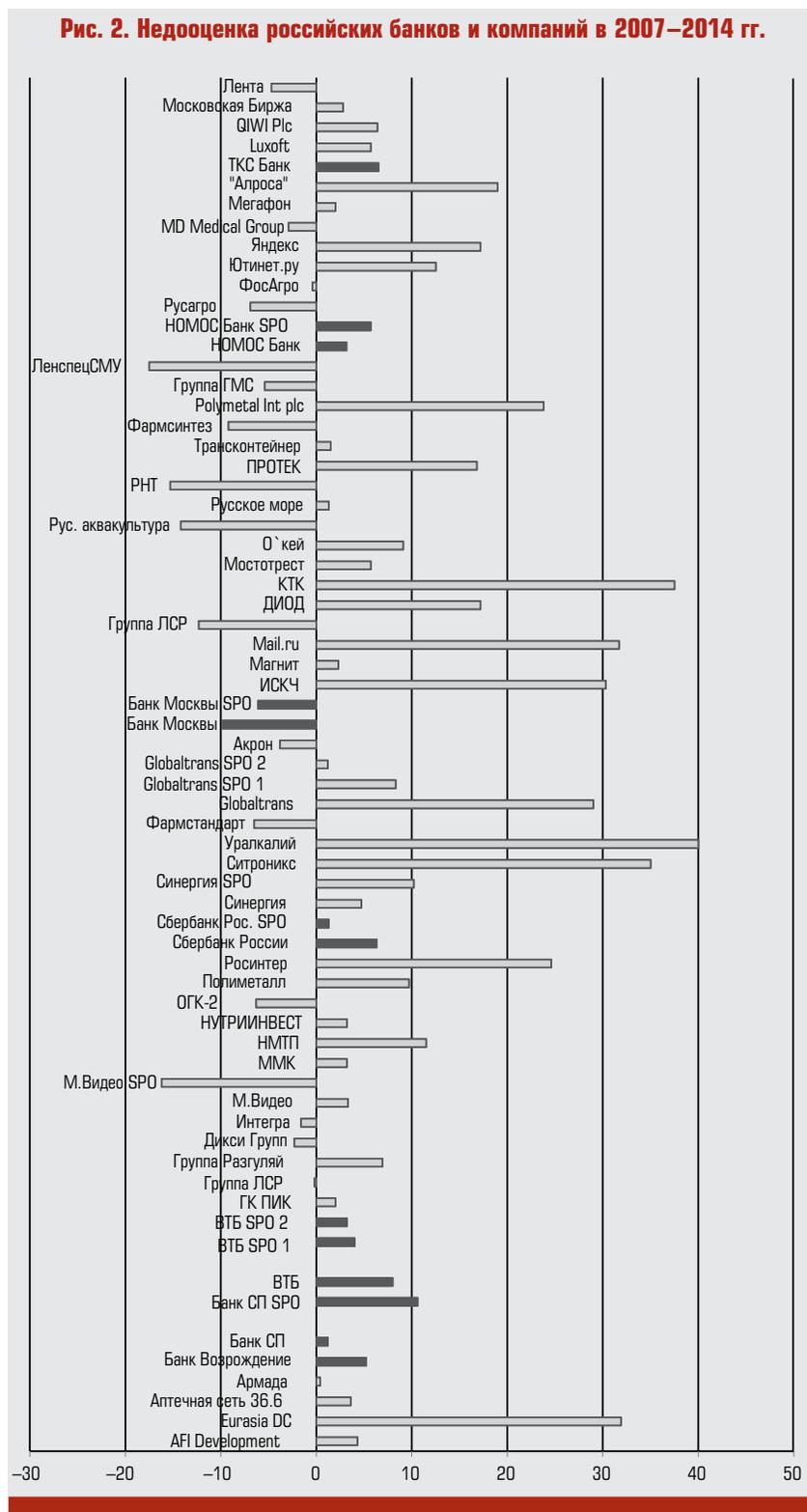
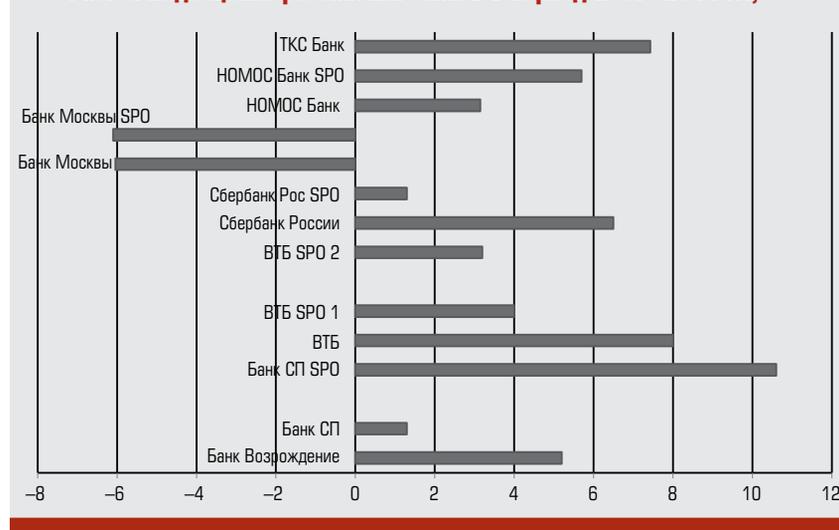


Рис. 3. Недооценка российских банков в период 2007-2014 гг., %



банков подтверждают, что цена закрытия первого дня торгов превышала фактическую цену размещения в среднем на 0,9% (размещения внутри ценового коридора) и 8,18% (размещения по верхней границе ценового коридора). Отечественные банки даже при более качественном ценообразовании IPO по сравнению с остальными компаниями и при достаточно высоком спросе со стороны инвесторов столкнулись с недооценкой акций и не смогли привлечь максимально большой объем средств. Например, ВТБ недополучил при первичном публичном размещении практически 1 млрд долл., Сбербанк России – более 500 млн, ТКС Банк – практически 70 млн долл.

На рис. 2 показана величина недооценки по размещениям российских компаний и банков в 2007–2014 гг. Всего 17 из 69 размещений оказались переоцененными, в основном наблюдалась недооценка

акций. Среди переоцененных фирм оказалась только одна кредитная организация – Банк Москвы. Недооценка вторичного размещения, как правило, была меньше недооценки первичного размещения (за исключением ФК «Открытие» и компании «Синергия»), что согласуется с другими исследованиями в данной области.

На рис. 3 представлены значения недооценки публичного размещения акций российских банков в 2007–2014 гг. Любопытно, что самые большие значения недооценки пришлось на первые IPO: Сбербанка России и ВТБ (за исключением ТКС Банка). При последующих публичных размещениях недооценка акций была меньше, но все равно имела.

Можно подвести итог: российские банки тоже сталкиваются с проблемой недооценки акций при публичных размещениях. Несмотря на то что показатели ценообразова-

ния банков менее волатильны по сравнению с показателями нефинансовых компаний, цена закрытия первого дня торгов на акции банков, как правило, выше цены предложения. Проблема является достаточно серьезной, поскольку именно недооценка акций при публичном размещении значительно снижает ресурсную базу развития кредитной организации. А это особенно актуально в условиях давления на банковский капитал со стороны новых стандартов банковской деятельности и ограниченности внутренних источников капитализации российских кредитных организаций.

ВЫВОДЫ

Таким образом, при публичных размещениях российских банков в 2007–2014 гг. действительно существует недооценка акций, ее средняя величина составляет 2,91% (а по первичным публичным размещениям – 4,03%). Первичное размещение акций демонстрируют более высокую недооценку, чем последующие размещения. Ценообразование при публичном размещении банков более эффективно, чем у компаний других отраслей. Особое внимание кредитные организации должны уделять процессу определения границ ценового диапазона и ожидаемой цены размещения. Результаты исследования показали, что устанавливаемый банками ценовой коридор снижает эффективность ценообразования IPO и увеличивает недооценку акций.

Список литературы

1. Rock K. Why new issues are underpriced // Journal of Financial Economics, 1986 ; Benveniste L. M., Spindt P. A. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues // Journal of Financial Economics, 1989.
2. Cliff T. M. & David D. J. Do Initial Public Offering Firms Purchase Analyst Coverage with Underpricing? // The Journal of Finance, 2004. Vol. LIX, № 6.
3. Иваишкова И. В. Эффективность ценообразования российских IPO // Корпоративные финансы, 2007.
4. Акт Н. Н., Фридман А. А. Влияние асимметрии информации на недооценку IPO, 2008.
5. Loughran T. & Jay R. R. The new issues puzzle // The Journal of Finance, 2008. № 1.
6. Hanley K. Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon // Journal of Financial Economics, 1993.