

«Народные» IPO на растущих рынках капитала

Кокорев Д.А., Чиркова Е.В.

В данной статье исследуется зависимость размеров недооценки IPO в момент размещения и долгосрочной доходности IPO от таких факторов, как принадлежность акций до размещения (государственная/частная собственность), страна происхождения компании, структура распределения акций при IPO (доли институциональных инвесторов и физических лиц) и др. Исследование показало, что IPO, в которых участвуют физические лица, имеют большую недооценку, чем обычные. При этом подтверждается гипотеза о пониженной долгосрочной доходности размещений с участием физических лиц по сравнению с доходностью рынка. В целом IPO государственных компаний имеют большую недооценку, чем IPO частных компаний, но при этом возрастает долгосрочная доходность. Размещения российских компаний характеризуются сравнительно небольшой недооценкой и отрицательной избыточной долгосрочной доходностью по сравнению с размещениями компаний из других стран. Также прослеживается положительная взаимосвязь между использованием андеррайтером опциона на дополнительное размещение акций и их недооценкой.

Ключевые слова: IPO; недооценка IPO; долгосрочная избыточная доходность IPO; «народные IPO», приватизация.

Введение

Термин «IPO» (Initial Public Offering) означает первичную продажу акций компании, называемой в этом случае эмитентом, на публичных рынках. Как правило, она осуществляется через брокеров (андеррайтеров).

Основной круг вопросов, которые исследуются в связи с IPO, обычно сводится к мотивам превращения компании из закрытой в публичную, выбору времени выхода на биржу, причинам и размерам недооценки акций при их выпуске по сравнению с ценой в первый день котирования (а такой феномен имеет место), а также разнице в долгосрочной доходности вновь выпущенных акций и уже котируемых акций аналогичных компаний.

Кокорев Д.А. – аспирант кафедры экономики и финансов фирмы Государственного университета – Высшей школы экономики, стажер-исследователь научно-исследовательской лаборатории корпоративных финансов, e-mail: dkokorev@gmail.com

Чиркова Е.В. – к.э.н., доцент кафедры экономики и финансов фирмы Государственного университета – Высшей школы экономики, e-mail: evchirkova@gmail.com

Статья поступила в Редакцию в апреле 2010 г.

В данной работе мы пытаемся выявить зависимость недооценки IPO (или, другими словами, изменения цены акций в первый день торгов по сравнению с ценой размещения) и долгосрочной (на горизонте от 6 до 36 месяцев) доходности акций от следующих факторов:

- государственной или частной компанией является эмитент;
- активность участия физических лиц в размещении;
- размер компании-эмитента;
- использование андеррайтером опциона на дополнительное размещение.

В работе используются данные по размещениям, прошедшим в 2003–2008 гг. в странах так называемого растущего рынка капитала. При этом рассматриваются только те размещения, в которых могли участвовать физические лица («народные» IPO¹).

Первичные публичные размещения: направления исследований

Несмотря на то, что IPO всегда характеризовались такими феноменами, как недооценка, пониженная долгосрочная доходность, волновой характер выходов на биржу, исследования этих «аномалий» стали появляться сравнительно недавно – примерно с середины 1970-х гг. Далее мы приводим обзор ключевых работ по IPO в разбивке по исследуемым эффектам.

Время выхода на биржу. В конце 1970-х гг. в работах Роджера Ибботсона [3] и Джея Риттера [11] было отмечено, что выходы компаний на IPO происходят волнами, а максимумы IPO-активности соответствуют пикам фондового рынка. Следовательно, руководство эмитентов, как правило, хочет воспользоваться оптимистическими настроениями инвесторов на растущих рынках и разместить акции по максимально возможным ценам. Данное явление было названо использованием «окна возможностей» (window of opportunities).

Для IPO характерна **недооценка акций в момент размещения** – цены большинства акций при закрытии торгов первого дня существенно (в 1980–2005 гг. в среднем на 16,4% – см. [8]²) выше цен размещения. Одним из первых выдвинул ряд возможных объяснений этому феномену Ибботсон [4]. Оно базируется на предпосылке об асимметрии информации: один из участников рынка более информирован, чем остальные. При этом такой стороной может быть инвестор (который имеет представление о справедливой цене акций и создает спрос на них), инвестиционный банк, проводящий размещение (как основной участник рынка, наиболее плотно взаимодействующий и с компанией, и с инвесторами), и сама компания (располагающая наиболее полной информацией о своей операционной деятельности и перспективах развития).

¹ Как правило, в первичных размещениях акций могут принимать участие только институциональные инвесторы. Термин «народные IPO» (retail IPO) используется для обозначения размещений, в которых могут также участвовать розничные покупатели (физические лица).

² Впоследствии данная работа практически каждый год обновлялась, выборка расширялась, количество лет увеличивалось. Нами приведены последние данные с сайта Риттера – по выборке с 1980 по 2005 гг. (<http://bear.warrington.ufl.edu/RITTER/>).

Третьим основным направлением исследований IPO является документирование и объяснение **пониженной доходности в долгосрочной перспективе**: если приобретать акции по цене закрытия первого дня, когда устраняется недооценка размещения, то долгосрочная доходность таких инвестиций будет существенно ниже, чем доходность вложений в аналогичные компании с длинной историей котирования.

Одним из первых этот феномен обнаружил Риттер [12], который на примере IPO, прошедших с 1975 по 1984 г. в США, показал, что трехлетняя доходность акций, купленных сразу после IPO, в среднем на 30 процентных пунктов ниже, чем акций компаний, уже обращающихся на рынке: трехлетняя доходность акций компаний, сделавших IPO, составила 35%, по сравнению с 62% по акциям аналогов.

Также Риттер и другие исследователи показали, что недооценка и долгосрочная доходность – это обратно коррелированные величины: чем сильнее растет цена в первый день торгов, тем больше вероятность того, что акция просто «перегрета», и возврат на нормальный ценовой уровень со временем уменьшает долгосрочную доходность.

Следующим логическим шагом в исследованиях IPO было выявление факторов, влияющих на недооценку при размещении и пониженную долгосрочную доходность. Среди основных исследуемых факторов – распределение акций при размещении, собственник акций до размещения, объем размещения, размер размещаемого пакета в процентах от объема акционерного капитала (float), возраст и размер активов компании, стабилизирующие действия андеррайтера.

Стабилизирующие действия андеррайтера³. У андеррайтера есть инструменты, которыми он может воздействовать как на цену акций до и после размещения, так и на объем выпуска. Одним из наиболее популярных инструментов является «опцион на дополнительное размещение» (greenshoe option⁴). Данный опцион позволяет андеррайтеру при размещении продать дополнительно до 15% от объема размещения вкраткую («запортить»). В дальнейшем, если цена акций снижается ниже цены размещения, андеррайтер может выкупать их обратно по цене размещения, сразу продавая их по этой же цене эмитенту, поддерживая подобными действиями цену от значительного падения. Если же цена акций превышает цену размещения, андеррайтер получает право выкупить акции по цене размещения у эмитента.

Ключевой работой, описывающей влияние действий андеррайтера на поведение цены во время IPO, является статья Рина Аггарвала [2]. Он показал, что инвесторы более склонны приобретать акции, если знают, что ожидается поддержка цены. Следовательно, наличие у андеррайтера опциона на дополнительное размещение может являться стимулирующим фактором для увеличения спроса на акции, что в свою очередь положительно коррелирует с недооценкой, увеличивая ее.

Распределение акций между инвесторами при IPO. От того, кто приобретает акции во время IPO – институциональные инвесторы или физические лица, – может зависеть как недооценка при IPO, так и долгосрочная доходность [7]. Институциональные инвесторы отличаются от розничных прежде всего объемами инвестиций. Большой размер вложений делает институционалов более интересными клиентами для андеррайтера, что ведет к большему обмену информацией между андер-

³ Андеррайтер – инвестиционный банк, размещающий акции на бирже.

⁴ Названием данный инструмент обязан тому, что он был впервые применен в 1919 г. при размещении компании «Green Shoe Manufacturing Company».

райтером и инвестором: в ходе «роуд-шоу» и «букбилдинга» (сбора заявок на покупку акций) крупные институциональные инвесторы имеют возможность напрямую общаться с андеррайтером и менеджментом эмитента, получая дополнительную информацию.

Основной вывод большинства исследований, изучающих распределение акций при размещениях, состоит в том, что банки сознательно занижают цены размещения для того, чтобы выбрать нужных им инвесторов. При народных IPO недооценка сильнее, при этом долгосрочная доходность оказывается ниже, чем при размещениях только между институциональными инвесторами. Очевидно, причина заключается в том, что частным инвесторам в среднем достаются акции наименее привлекательных компаний.

Еще один фактор, который может влиять на доходность размещения, – это **собственность акций до размещения** (государство или частные лица). Ключевое отличие приватизационных IPO или PИPO⁵, в ходе которых долю в компании продает государство, состоит в том, что оно подчас реализует специфические цели, например сохранение рабочих мест или сохранение активов в руках национальных собственников. Такие задачи могут являться более важным приоритетом, нежели экономический эффект от размещения. Поэтому государство не всегда настроено на максимизацию выручки от приватизации, в связи с этим оно не столь активно использует «окна возможностей» и повышенный оптимизм инвесторов.

Одно из основных исследований PИPO – работа Стивена Джонса и др. [5], в которой анализируются более 600 приватизационных IPO из 60 стран – показало, что такие размещения существенно больше по объему, чем обычные, но в большинстве случаев привлеченные средства идут в бюджет государства, а не в компанию. Средний уровень недооценки для таких IPO составляет 34% по сравнению с 16% для обычных размещений. Дополнительные эмиссии государственных компаний также оказываются более недооцененными – в среднем на 9,5%, тогда как при вторичных размещениях частных компаний недооценки практически нет.

В последующих исследованиях рассчитывалась доходность от участия в подобных IPO. В ряде работ сравнивается недооценка при размещении акций государственных и частных компаний. За сравнительную базу недооценки частных компаний берутся результаты, полученные Ибботсоном [3] и Риттером [12] по американскому рынку и Лограном и Риттером [7] по рынкам других стран. Практически все исследования показывают, что недооценка IPO госкомпаний превышает недооценку частных. Исследование Александра Лингквиста [6], проведенное на базе выборки из 2050 IPO, прошедших за период 1992–1999 гг. (из них 185 – PИPO, из которых в свою очередь 65 – с внеамериканского рынка), показало, что недооценка PИPO на 9 процентных пунктов выше, чем остальных IPO.

Большинство авторов находят, что долгосрочная избыточная доходность по сравнению с рыночной доходностью на одно-, двух- и трехлетнем интервалах положительна и статистически значима для IPO госкомпаний. Напомним, что в случае частных компаний долгосрочная избыточная доходность пост-IPO отрицательна (она в среднем составляет –27% за 3 года) и статистически значима. Основными причинами

⁵ Для обозначения приватизации через публичное размещение акций на рынке существует специальный термин – «приватизационные IPO» (SIP – share issue privatization или PИPO – privatization IPO).

столь большой разницы в долгосрочных доходностях могут быть различия в целях IPO, о которых речь шла выше.

Но есть и страны-исключения. Так, Аггарвал [2] показал, что избыточная годовая доходность чилийских IPO составила -30% , в то время как для частных компаний годовая доходность IPO за аналогичный период равнялась -10% .

Таким образом, получается, что на государственных IPO инвесторы (как спекулянты, так и долгосрочные) зарабатывают больше, чем на частных. Но все зависит от конкретной страны.

Вышеназванные факторы, влияющие на доходность IPO, проверялись, в основном, на развитых рынках, в то время как работ, основанных на статистических данных по развивающимся рынкам, – единицы. При этом нет ни одной опубликованной работы, которая одновременно учитывала бы факторы, связанные с распределением акций во время IPO и с принадлежностью компании до IPO.

Эмпирическое исследование народных IPO на рынках растущего капитала

В данном исследовании на примере IPO российских компаний и компаний из развивающихся стран⁶ мы проверяем следующие гипотезы:

- 1) доходность народных IPO существенно зависит от страны, в которой происходит размещение акций;
- 2) в среднем на развивающихся рынках народные IPO имеют пониженную доходность на долгосрочном горизонте и повышенную недооценку в момент размещения;
- 3) приватизационные IPO имеют повышенную недооценку и долгосрочную доходность по сравнению с остальными;
- 4) использование банком-андеррайтером опциона на дополнительное размещение акций положительно коррелирует с размером недооценки.

Описание выборки

Выборка включает в себя статистические данные по народным IPO, прошедшим на развивающихся рынках с 1 января 2003 г. по 1 мая 2008 г. В первоначальную выборку (198 наблюдений) попали все компании, которые провели в этот период IPO, где могли участвовать розничные инвесторы и где известна доля, которую приобрели розничные инвесторы. Затем по данной выборке был осуществлен поиск следующей информации: страна и отрасль компании, дата, объем и цена размещения, диапазон цены размещения, доля выпущенных акций в процентах от размера собственного капитала, собственник акций до размещения (государство/частное лицо), объем переподписки на акции, доля розничных инвесторов в размещении, цена размещения и изменение локального индекса⁷ за первый день, пол-

⁶ Для сравнения российских народных IPO с подобными размещениями в других развивающихся странах выборка была дополнена наблюдениями с рынков Китая, Сингапура, Польши и других развивающихся стран.

⁷ Использовался композитный индекс локальной биржи (например, для России – индекс ММВБ, для Китая – Hang Seng China Enterprises Index и т.п.).

года, год, два и три года торгов. Для поиска данной информации использовались базы данных Bloomberg и ZEPHYR (Bureau Van Dijk). В качестве источника информации об участии в размещении физических лиц и их доле использовался бизнес-ресурс «Factiva»⁸.

После отсева наблюдений, по которым отсутствовала критичная информация, окончательная выборка сократилась до 161 компании. В ней присутствуют компании из 11 стран, при этом 18 IPO – приватизационные.

За рассматриваемый период через народные IPO, прошедшие на развивающихся рынках, эмитентами было привлечено в совокупности более 111 млрд. долл. США. Средняя доля розничных инвесторов составила 27%, т.е. они за 4,5 года вложили 30 млрд. долл.

Статистика абсолютных показателей народных IPO представлена в табл. 1.

Таблица 1.

Описательная статистика выборки по годам

Год	Количество размещений	Объем привлеченных средств, тыс. долл.	Средний объем IPO, тыс. долл.	Средняя доля розничных инвесторов, %
2003	23	1980246	86097	16
2004	34	14897375	438158	22
2005	25	9141891	365676	24
2006	54	58233941	1098754	34
2007	25	29127743	1165110	36
2003–2007	161	111598976	693161	27

Как видно из табл. 1, размещения довольно равномерно распределены по годам (с пиком в 2006 г., когда торговая площадка в Гонконге стала основной для китайских компаний), при этом наблюдается четкая тенденция роста среднего объема размещения и средней доли индивидуальных инвесторов.

«Народные» IPO российских компаний

Россия в выборке представлена тремя наблюдениями: IPO компании «Роснефть» (17 июля 2006 г.), ВТБ (17 мая 2007 г.) и SPO⁹ Сбербанк (27 марта 2007 г.). Активное привлечение розничных инвесторов к участию в IPO началось в России сравнительно недавно – в 2006 г., с размещения государственной компании «Роснефть». С тех пор состоялись лишь два размещения, в которых индивидуальные инвесторы могли приобрести акции мелкими лотами на первичном рынке, и оба этих

⁸ Принадлежит компании «Dow Jones» и объединяет в себе доступ к более чем 2000 газетам, более чем 3000 журналам и более чем 500 новостным лентам.

⁹ Это единственное SPO в выборке, но включение его, по нашему мнению, допустимо, так как оно оказало существенное влияние на ликвидность акций компании. Согласно работе [8], многие SPO могут рассматриваться как IPO, если они сопровождаются теми же феноменами, что и IPO – существенным повышением ликвидности и др.

размещения также были приватизационными IPO госкомпаний. Агентами размещения акций среди индивидуальных инвесторов были розничные банки: Сбербанк, ВТБ, Уралсиб, Альфа-банк и другие. При этом, учитывая политику расценок на услуги депозитарного хранения акций, инвесторы могли терять на оплате данного вида услуги до 5% в год¹⁰. Наиболее сильно от данного фактора пострадали инвесторы в акции «Роснефти», правда впоследствии, после многочисленных жалоб инвесторов, банки существенно снизили стоимость хранения и учета акций (Сбербанк сделал ее бесплатной для инвесторов).

Как уже было упомянуто, первым «народным» размещением было IPO компании «Роснефть», размещавшей акции как в России, так и на LSE. При этом размещение подавалось как популяризация рынка акций у населения, за месяц до размещения «Роснефть» запустила активную рекламную кампанию на крупнейших федеральных каналах.

115 тыс. физических лиц суммарно приобрели акции на сумму 750,7 млн. долл. В абсолютном размере цифры кажутся высокими, но это всего 7% от объема выпуска, тогда как средняя доля розничных инвесторов по нашей глобальной выборке в 2006 г. составляла 34%. По информации СМИ, в данном размещении активно участвовали российские «олигархи», в частности называются фамилии Абрамовича, Дерипаски и Лисина, вложения которых в IPO «Роснефти» в совокупности оцениваются в 1 млрд. долл. Мы не считаем таких покупателей розничными и не учитываем их покупки для расчетов доли последних.

На рис. 1 представлена сравнительная динамика изменения доходности акций «Роснефти» относительно цены размещения и индекса ММВБ. Практически на всем временном горизонте доходность акции «Роснефти» ниже, чем доходность рынка. Так, например, через год после размещения превышение доходности рынка российских акций над доходностью акций «Роснефти» составило около 25 процентных пунктов.

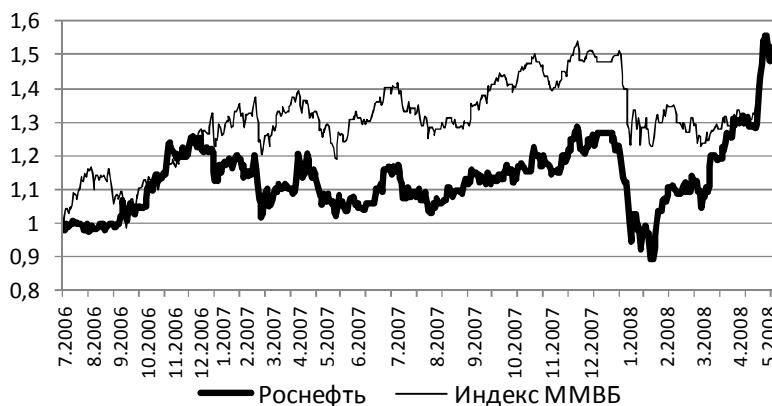


Рис. 1. Сравнительная доходность акции «Роснефти» и индекса ММВБ в период с июня 2006 г. по май 2008 г.

¹⁰ Например, стоимость депозитарного хранения акций в Сбербанке составляла 0,08% от стоимости акций, но не менее 50 руб. в месяц, что при приобретении минимально доступного пакета акций (на 15 тыс. руб.) составляет 4% годовых.

Второй попыткой сделать размещение акций госкомпании народным стало размещение Сбербанка. Особенностью данного размещения являлось то, что оно осуществлялось только на российских биржевых площадках. В нем участвовало более 46 тыс. физических лиц, при этом спрос со стороны розничных инвесторов сдерживался высоким порогом участия: стоимость одной акции составляла 89 тыс. руб. Общий объем акций, проданных розничным инвесторам, составил около 10% от размещения, или 21 млрд. руб. (800 млн. долл.). Для сравнения, средняя доля розничных инвесторов по всем размещениям 2007 г., попавшим в выборку, – 36%. В российской прессе неоднократно писалось о том, что во многих отделениях Сбербанка сотрудников обязывали приобретать акции банка, поэтому оценить реальный объем покупок не по принуждению трудно. Доходность вложений в акции Сбербанка на протяжении первых 10 месяцев превышала доходность индекса, но затем ситуация изменилась, и акции Сбербанка стали показывать отрицательную абсолютную (в сравнении с ценой размещения) и относительную (в сравнении с доходностью индекса) динамику доходности.

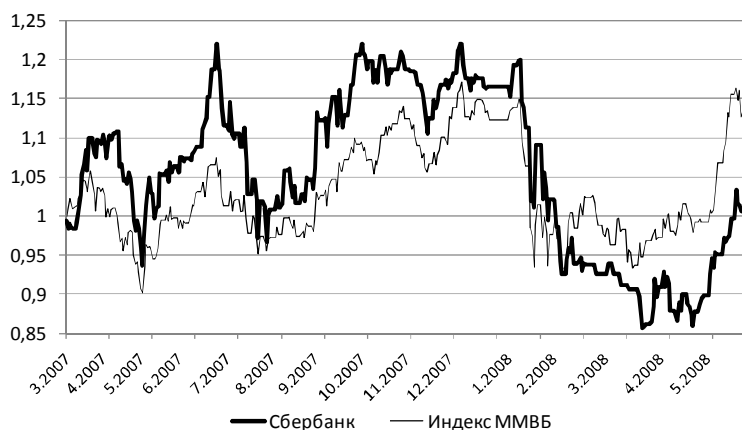


Рис. 2. Сравнительная доходность акции Сбербанка и индекса ММВБ в период с марта 2007 г. по май 2008 г.

Последнее и наиболее массовое по количеству инвесторов IPO – размещение банка ВТБ. Частные инвесторы подали около 135 тыс. заявок на акции ВТБ, объем которых составил 1,6 млрд. долл., или около 19% от общего объема эмиссии. Данное IPO очень активно поддерживалось рекламной кампанией в СМИ, которая включала комментарии и интервью руководства банка. Всего на данное размещение ВТБ планировал потратить около 154 млн. долл. (около 2,5% от объема размещения), из них 29 млн. долл. – только на маркетинг. Для сравнения, «Роснефть» потратила на размещение, по разным оценкам, сумму 120–138 млн. долл. (1,3% от привлеченных средств), а расходы «Сбербанка» составили 11 млн. долл. (0,1% от объема размещения). Успешности IPO ВТБ помогло и то, что на момент размещения (май 2007 г.) акции «Роснефти» и Сбербанка еще котировались выше цены размещения, что для розничного инвестора выставлялось признаком хорошей и практически гарантированной доходности народных IPO.

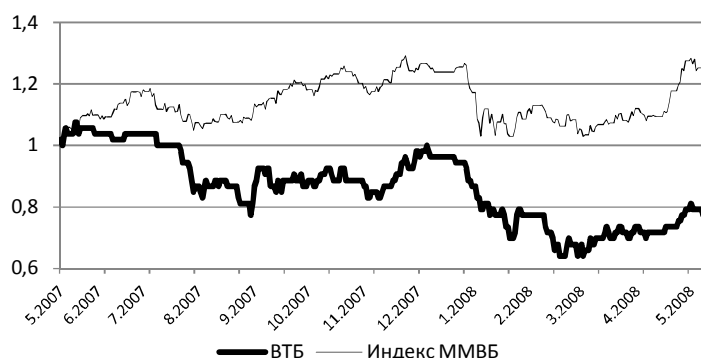


Рис. 3. Сравнительная доходность акции ВТБ и индекса ММВБ в период с мая 2007 г. по май 2008 г.

Но, как показывает статистика, акции банка имеют отрицательную динамику доходности практически на всем горизонте наблюдений. Спустя год после размещения стоимость акций ВТБ упала на 20%, в то время как рынок за это время вырос на 20%. Это позволяет сделать предположение, что в России «народность» IPO была использована как инструмент для привлечения непрофессиональных инвесторов, для того чтобы продать им акции по завышенным ценам.

Методика исследования недооценки и избыточной доходности

Для анализа доходности IPO нами используются показатели избыточных доходностей, которые рассчитываются «методом событий» (event study) и методом «доходности инвестирования» (buy-and-hold returns).

Доходность в данном исследовании определяется для двух интервалов: первоначальная доходность (разница цены закрытия первого дня торгов и цены размещения) и ежемесячная избыточная доходность, начиная со второго дня торгов. При использовании метода «доходности инвестирования» также рассчитывались полугодовые, годовые, двух- и трехлетние доходности как разницы цен закрытия через указанные промежутки времени и цен закрытия первого дня торгов. Для определения ежемесячной доходности в исследовании брался интервал в 21 торговый день после размещения.

Ежемесячные избыточные доходности рассчитывались как разница между доходностью акции и доходностью странового индекса. Таким образом, избыточную доходность для акции i в месяц t можно определить следующим образом:

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt},$$

где r_{it} — доходность акции; r_{mt} — доходность индекса в период t .

Средняя избыточная доходность всех акций определяется как среднее арифметическое избыточных доходностей всех компаний за определенный месяц после размещения:

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ar_{it}.$$

В качестве кумулятивного показателя избыточной доходности акций используется показатель CAR , который вычисляется следующим образом:

$$CAR_{q,s} = \sum_{t=q}^s AR_t.$$

Далее полученные величины AR и CAR тестируются с помощью t -теста, в котором в качестве нулевой гипотезы берется равенство полученного показателя нулю.

Доходность от инвестирования за определенный период рассчитывается кумулятивным методом. Например, доходность за 36 месяцев находится по следующей формуле:

$$R_t = \prod_{i=1}^{36} (1 + r_{it}).$$

Аналогичным образом определяется изменение индекса за указанный период. Для соотношения доходности акции и индекса может быть использована как избыточная доходность, так и специальный индекс относительно благосостояния (wealth relative – WR):

$$WR = \frac{1 + \text{average 3-year total return on IPO}}{1 + \text{average 3-year total return on matching firms}}.$$

Данный индекс показывает отношение доходности акций и доходности рынка (или доходности акций аналогичных компаний). Если значение WR больше единицы, то доходность акции выше доходности рынка, и наоборот.

При проведении эконометрического анализа доходности народных IPO на рынках развивающегося капитала был введен ряд зависимых и независимых переменных (см. Приложение).

Регрессионный анализ был проведен на перекрестных данных (cross-section). В процессе исследования были использованы две модели: в одной в качестве зависимой переменной бралась недооценка, в другой – долгосрочная доходность.

Регрессионная модель для оценки зависимости недооценки от различных факторов была специфицирована следующим образом:

$$R = \alpha + \beta_1 \text{Re } t\text{Share} + \beta_2 \text{Option} + \beta_3 \text{OverSub} + \beta_4 \text{LnVolume} + \beta_5 \text{Owner} + \varepsilon.$$

Модель для оценки долгосрочной доходности специфицировалась в виде

$$R = \alpha + \beta_1 \text{RetShare} + \beta_3 \text{OverSub} + \beta_4 \text{LnVolume} + \beta_5 \text{Owner} + \beta_6 \text{AbnormalDay} + \varepsilon.$$

Предполагаются следующие зависимости.

- Увеличение доли розничных инвесторов (переменная «RetShare») должно сопровождаться большей недооценкой, так как для привлечения большего числа непрофессиональных игроков необходимо занижать цену, и пониженной долгосрочной избыточной доходностью, так как розничные инвесторы, как правило, участвуют в размещениях менее качественных компаний.

- Использование опциона (переменная «Option») положительно коррелирует с размером недооценки, так как инвесторы более активно участвуют в размещении, если знают что у андеррайтера есть инструменты поддержки цены.

- Зависимость долгосрочной доходности от размеров подписки (переменная «OverSub») может быть как прямой, так и обратной. С одной стороны, большая переподписка может свидетельствовать о недооценке акций при размещении, и в этом случае разумно ожидать избыточную положительную доходность на длинном интервале. С другой стороны, переподписка в разы при IPO считается некоторыми исследователями признаком пузыря на рынке акций. Если это так, то избыточная долгосрочная доходность будет отрицательной. Мы склонны верить в последнее предположение.

- Высокий объем размещения (переменная «LnVolume») снижает информационную асимметрию (как правило, информация о крупных компаниях более доступна, чем о небольших) и размер недооценки. Кроме того, данный показатель влияет на долгосрочную доходность, так как больший объем размещения (а следовательно, и большая капитализация компании) – это показатель ее качества и устойчивости (традиционно считается, что более зрелые, т.е. более крупные компании, – менее рискованные, так как их бизнес-модель устоялась). Таким образом, больший объем размещения снижает по модулю избыточную доходность, приближая изменение цен акций компании к волатильности рынка.

- Приватизационный статус размещения (переменная «Owner») должен снижать размер недооценки компании, но увеличивать избыточную долгосрочную доходность акций компании.

- Увеличение недооценки (переменная «AbnormalDay») уменьшает избыточную доходность акций.

Результаты анализа народных IPO методом событий

Из 58 показателей избыточной доходности (AR)¹¹ только 15 значений положительны, остальные – отрицательные. При этом практически все значения избыточной доходности значимы (тестировалась гипотеза равенства нулю на уровне значимости 5%).

Превалирующее количество отрицательных месячных избыточных доходностей ведет к постоянному уменьшению показателя кумулятивной избыточной доходности (CAR). Данный показатель равен –18 процентных пунктов к концу первого года

¹¹ Показатели AR включают в себя показатель первого дня торгов, а также показатели за каждый из 57 месяцев торгов, следующих за датой размещения.

торгов, -40 – к концу второго года, и -51 процентный пункт – после трех лет обращения. Статистическая значимость показателя CAR позволяет говорить о наличии отрицательной избыточной доходности акций, выпущенных в ходе народных IPO.

После трех лет обращения феномен пониженной кумулятивной доходности становится незаметным (сумма избыточных доходностей (AR) с 36 по 48 месяцы торгов составляет лишь $-0,04\%$). Данное наблюдение вполне соотносится с результатами многих классических исследований долгосрочной доходности IPO (например, Риттера [12]), которые показывают, что после трех лет обращения доходность акций соответствует рыночной. Показатель CAR при длительности обращения более 48 месяцев становится малоинформативным из-за существенного сокращения наблюдений в нашей выборке (хотя все еще остается значимым).

Если же говорить о показателе недооценки, то он составляет $20,5\%$ и на однопроцентном уровне значимости отличен от нуля. Иными словами, оба феномена, свойственных всем IPO (недооценка в момент размещения и пониженная доходность), наблюдаются и в народных IPO, только в существенно больших масштабах (см. табл. 2).

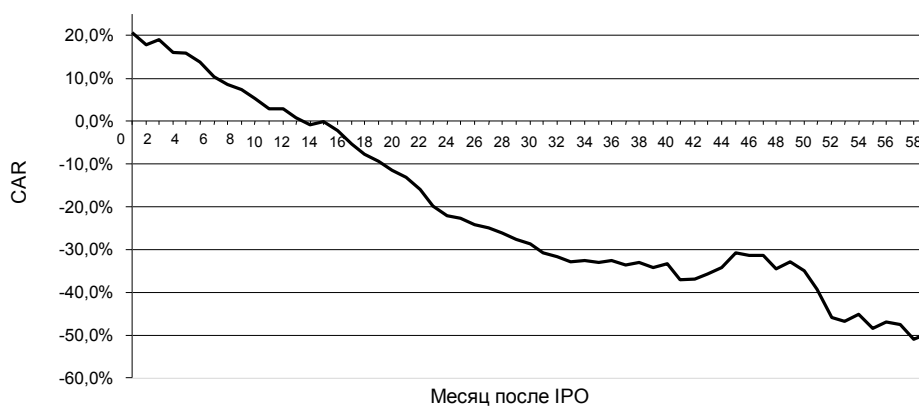


Рис. 4. Накопленная избыточная доходность народных IPO с 0 по 58 месяцы после размещения

На рис. 4, где представлена кумулятивная избыточная доходность вложений в IPO при покупке по цене размещения, видно, что в течение первого года с момента размещения накопленная избыточная доходность акций положительна. Данный факт объясняется довольно высоким уровнем недооценки IPO.

Полученные результаты уместно сравнить с аналогичными показателями по всем IPO, прошедшим на развивающихся рынках с 2003 по 2007 гг. Для этого авторами была собрана база данных по 1031 IPO компаний из 15 стран с растущим рынком капитала (учитывались только компании с активно котируемыми акциями и капитализацией более 30 млн. долл. США) и был рассчитан показатель CAR. Также, для сравнения, приводим расчеты, полученные Риттером [12] по недооценке и долгосрочной доходности 1526 IPO, состоявшихся в США в 1980–2001 гг.¹²

¹² Осуществляя данное сравнение, мы не ожидаем, что доходность IPO на развивающихся рынках и в США будет на одном уровне. Тем не менее нам кажется уместным сравнить

Краткая сравнительная статистика представлена в табл. 2.

Таблица 2.

**Сравнение избыточной доходности
народных и обычных IPO, %**

Показатель	Наши результаты по «народным» IPO	Все размещения с развивающихся рынков	Результаты Риттера
Недооценка в момент IPO	20,5	17,0	14,3
CAR 12	0,7	14,8	4,1
CAR 24	-22,8	22,5	-2,6
CAR 36	-33,7	23,8	-14,8

Источник: расчеты авторов, [12].

Таким образом, на основе применения метода событий можно дать предварительное заключение о том, что в целом народные IPO недооценены больше обычных, т.е. более предпочтительны для получения инвестором краткосрочной прибыли, но на долгосрочном горизонте они показывают доходность существенно ниже, чем размещения, прошедшие на растущих рынках капитала за подобный период.

Наши данные по недооценке соотносятся с аналогичными результатами других исследователей, изучавших особенности распределения акций при IPO и их влияния на недооценку и долгосрочную доходность. Исследований же долгосрочной доходности народных IPO до этого не проводилось, и полученные нами результаты можно считать первым подтверждением выдвинутой в начале работы гипотезы о том, что народные IPO имеют еще более низкую доходность, чем обычные.

**Анализ результатов использования метода доходности
от инвестирования**

В табл. 3 представлены значения доходностей, рассчитанных методом buy-and-hold для акций, а также изменения индексов (доходность индекса подсчитывается тем же методом). Напомним, что при измерении долгосрочной доходности за базу расчетов бралась не цена размещения, а цена закрытия первого дня, когда устранялся эффект недооценки. Все показатели оказались значимыми, при этом, как и в исследованиях зарубежных авторов, значимость показателей выше, чем при расчетах методом событий. Помимо подсчета избыточной доходности для каждого периода, был так же посчитан показатель WR (отношение доходности акции к доходности индекса).

наши результаты с одним из наиболее развитых рынков, и большинство аналогичных работ используют для этого цифры, найденные Риттером по США.

Таблица 3.

Сравнительные показатели доходности народных IPO

Показатель доходности	Количество наблюдений	Размещенные акции, %	Индекс, %	Избыточная доходность IPO, процентные пункты	WR
Дневная доходность	161	20,5	0,03	20,5	1,205
6 мес.	161	11,8	22,0	-10,3	0,916
12 мес.	158	22,9	43,8	-21,1	0,854
24 мес.	99	45,6	82,8	-37,2	0,796
36 мес.	65	53,1	113,3	-60,2	0,717

*Результаты исследования факторов,
влияющих на доходность народных IPO на развивающихся рынках*

В табл. 4 представлена информация об избыточной доходности народных IPO в разбивке по странам, вошедшим в выборку.

Таблица 4.

Сравнительные показатели доходности народных IPO по странам

Страна	Недооценка		6 мес.		12 мес.		24 мес.		36 мес.	
	кол-во	доходность, %	кол-во	доходность, %	кол-во	доходность, %	кол-во	доходность, %	кол-во	доходность, %
Китай	111	19	111	-12	110	-24	65	-40	35	-83
Египет	1	79	1	-26	1	-12	1	-67		
Эстония	1	-2	1	-18						
Индия	2	88	2	-23	1	-6	1	76		
Индонезия	1	12	1	11	1	68	1	55		
Малайзия	4	8	4	-2	4	-16	3	-8	3	-14
Польша	12	13	12	10	12	-1	2	-3	1	30
Россия	3	1	3	-12	3	-34				
Сингапур	21	34	21	-23	21	-27	21	-52	21	-43
Тайвань	3	2	3	-8	3	-4	3	-20	3	-40
Таиланд	2	23	2	10	2	27	2	8	2	21
Общий итог	161	20,5	161	-11	158	-21	99	-37	65	-60

Несмотря на то, что средний размер недооценки по выборке положителен и составляет 20%, есть ряд стран (Россия, Эстония, Австралия, Малайзия и Тайвань), где недооценка очень мала или даже отрицательна (см. табл. 4). Однако количество наблюдений по данным странам мало (всего 12).

По объему и количеству народных размещений лидирует Китай. Высокая доля участия розничных инвесторов в размещениях китайских компаний обусловлена несколькими факторами: высоким спросом на акции со стороны внутренних и международных инвесторов (что приводило к существенной переподписке на акции, порой до 1000 раз) и приоритетной возможностью у розничных инвесторов приобрести акции «горячих» IPO¹³. Таким образом, высокая активность розничных инвесторов объясняется тем, что во время размещения государство давало приоритетную возможность участия в размещении локальных инвесторов, позволяя им снять сливки, пользуясь высоким спросом на акции компании. Поэтому все больше и больше индивидуальных инвесторов в Гонконге участвовали в размещениях со спекулятивной целью (продажа акций в первый же день торгов), используя при этом краткосрочные кредиты, которые местные отделения банков выдают специально для приобретения акций на IPO (порой соотношение заемных и собственных средств достигало 9 к 1).

Анализ средних показателей на двух- и трехлетнем горизонте показал, что при довольно значительном уровне недооценки в целом по выборке есть отдельные страны, где избыточная доходность положительна. Это Индия, Индонезия и Таиланд. Но очень малое количество наблюдений в данных странах (1–2 наблюдения в каждой) не позволяет подтвердить гипотезу о существенных страновых отличиях.

При анализе данных по России заметно, что при очень низкой недооценке акций в момент размещения (в среднем 1%) годовая доходность по российским наблюдениям самая низкая по всей выборке (–34%). Еще раз подчеркнем, что период наблюдения оканчивается в мае 2008 г., когда о кризисе в России еще речь не шла и страну называли «тихой гаванью». Это позволяет сделать предположение о том, что при народных IPO в России государство как собственник продаваемых акций преследовало цели максимизации выручки от размещения. Можно говорить и том, что российские физические лица оказались самыми неподготовленными к инвестированию в фондовый рынок.

В табл. 5 в страновом разрезе сравниваются полученные нами результаты с аналогичными исследованиями по всем IPO. В связи с тем, что недооценка поддается измерению значительно проще, чем долгосрочная избыточная доходность, исследований на эту тему значительно больше.

При сравнении полученных данных по долгосрочным и краткосрочным доходностям заметно, что они довольно сильно различаются по странам. Но в контексте нашей выборки проводить сравнения имеет смысл только по Китаю и Сингапуру, где достаточно большое число наблюдений. В Китае недооценка по народным IPO на 4 процентных пункта больше, чем в среднем по стране, в Сингапуре – на 5,7 процентных пункта больше. Что касается трехлетней доходности, то в Китае избыточная доходность народных IPO существенно ниже, чем обычных (–83% против –23% у обычных IPO). В случае сингапурских компаний разница менее существенна, но также значима (–43% против –9,2%). Итак, там, где сравнение возможно, «народные

¹³ В Китае принято законодательство, согласно которому при существенной переподписке на акции со стороны розничных инвесторов автоматически увеличивается пропорция распределения акций в пользу физических лиц.

ИРО» показывают в долгосрочном периоде доходность ниже, чем остальные. Недооценка же «народных ИРО» хоть незначительно, но больше.

Таблица 5.

**Сравнение доходности народных ИРО с доходностью всех ИРО
в страновом разрезе**

Страна	Недооценка			36 мес. избыточная доходность		
	все ИРО, %	народные ИРО, %	количество народных ИРО	все ИРО, %	народные ИРО, %	количество народных ИРО
Китай	16	19	111	-23	-83	35
Египет	н/д	79	1	н/д		
Эстония	н/д	-2	1	н/д		
Индия	95	88	2	н/д		
Индонезия	20	12	1	н/д		
Малайзия	70	8	4	н/д	-14	3
Польша	23	13	12	н/д	30	1
Россия	4	1	3	н/д		
Сингапур	28	34	21	-9	-43	21
Тайвань	37	2	3	н/д	-40	3
Таиланд	37	23	2	н/д	21	2

Влияние на доходность и объемы ИРО того, кто продает пакет акций – государство или частный собственник, – не существенно. Единственное значимое различие между государственными и частными размещениями состоит в объеме эмиссии: средний объем ИРО у госкомпаний в 15 раз больше. Другие показатели (объемы переподписки, доля размещенных акций, доля розничных инвесторов) практически не различаются при приватизационном и обычном ИРО.

Гораздо интереснее результаты сравнения избыточной доходности приватизационных и других народных ИРО. Анализ ИРО госкомпаний показал, что они имеют меньшую недооценку по сравнению с другими народными ИРО, но при этом долгосрочная доходность приватизационных ИРО существенно выше на долгосрочном горизонте и, более того, положительна по сравнению с остальными народными размещениями (данный вывод находит подтверждение и в других исследованиях РИРО). Если РИРО разбить по странам, то заметно, что отрицательная избыточная доходность есть лишь в некоторых странах выборки: в России, Египте и Индии.

Таким образом, фактор принадлежности продаваемого при ИРО пакета акций влияет на их доходность. Можно предположить, что размер этой доходности является косвенным отражением целей приватизационной политики государств. Как уже упоминалось ранее, избыточная доходность приватизационных ИРО в Чили отрицательна (в то время как во многих других странах – положительна), т.е. скорее всего чилийское правительство при размещении акций ставило целью максимизировать выручку от продажи акций. К аналогичным выводам можно прийти и в отношении

приватизационных IPO в России и Египте. Напротив, приватизационные размещения в Польше и Китае показывают как высокую недооценку, так и положительную доходность на трехлетнем временном интервале. Можно предположить, что государство при размещении максимизирует не выручку от продажи акций, а ставит перед собой иные цели (например, повышение эффективности приватизируемых компаний, увеличение инвестиционной активности населения, создание среднего класса и т.п.).

Таблица 6.

**Сравнение доходности приватизационных народных IPO
в разных странах**

Страна	Недооценка		Полгода		Один год		Два года		Три года	
	кол-во	доходность, %	кол-во	доходность, %	кол-во	доходность, %	кол-во	доходность, %	кол-во	доходность, %
Китай	11	10,7	11	8,6	11	25,1	7	13,4	3	16,3
Египет	1	78,8	1	-26,5	1	-11,8	1	-66,6		
Индия	1	-2,1	1	-24,7	1	-6,2	1	76,3		
Польша	2	8,8	2	6,5	2	-0,2	1	3,4	1	29,8
Россия	3	0,9	3	-12,1	3	-33,9				
Общий итог	18	12,0	18	1,1	18	8,7	10	10,7	4	19,7

Анализ влияния на недооценку и долгосрочную доходность акций наличия у андеррайтера опциона на дополнительное размещение акций подтвердил, что, как правило, андеррайтер старается использовать опцион при большей недооценке, что вполне логично объясняется его желанием заработать (в среднем недооценка при использовании опциона составляет 23% против 19% в остальных случаях).

**Результаты тестирования гипотез о недооценке
и пониженной доходности народных IPO**

Тестирование модели воздействия различных факторов на недооценку акций дало следующие результаты.

Таблица 7.

Результаты эконометрического анализа факторов недооценки

Переменная	Коэффициент	P-val
Const	0,238	0,001
RetShare	0,0922	0,042
Option	0,0227	0,724
OverSub	0,007	0,065
LnVolume	-0,0465	0,019
Owner	0,0336	0,052

Данная регрессия является значимой на десятипроцентном уровне значимости, F -тест = 0,06, $R^2 = 0,23$. R^2 является довольно высоким для такого типа исследований.

Если говорить о подтверждении гипотез, то можно уверенно утверждать следующее:

- рост доли розничных инвесторов увеличивает недооценку акций;
- переподписка на акции положительно коррелирует с размером недооценки, являясь ее отражением;
- размещения акций госкомпаний проходят при большей недооценке.

Также была найдена положительная взаимосвязь между использованием андеррайтером опциона на дополнительное размещение и недооценкой, но коэффициент при дамми-переменной оказался незначим. Возможно, это объясняется незначительной разницей в недооценке при использовании опциона. Если говорить о влиянии на недооценку объема переподписки на акции, то данный коэффициент значим на десятипроцентном уровне, но является небольшим по абсолютному значению, что свидетельствует о том, что влияние переподписки незначительно.

Модель для анализа полугодовой избыточной доходности акций дала следующие результаты.

Таблица 8.

**Результаты эконометрического анализа факторов
полугодовой доходности**

Переменная	Коэффициент	P-val
Const	-0,092	0,021
RetShare	-0,248	0,054
OverSub	-0,001	0,652
LnVolume	-0,042	0,021
Owner	0,052	0,067
AbnormalDay	-0,142	0,042

Данная регрессия является значимой, F -тест = 0,04, $R^2 = 0,16$.

Таким образом, подтвердились следующие гипотезы.

- Существует обратно пропорциональная корреляция между долей розничных инвесторов и доходностью акций.
- IPO госкомпаний показывают более высокую доходность в долгосрочной перспективе.

Значение показателя переподписки на полугодовом горизонте становится незначимым.

Аналогичным образом были получены результаты регрессий по годовым, двух- и трехлетним доходностям акций.

Как показывает анализ, все три гипотезы, подтвержденные при исследовании полугодовой доходности, подтверждаются и на данных временных интервалах. Влияние переподписки на долгосрочном горизонте незначимо, а влияние объема размещения на двухлетнем горизонте доходности незначительно.

Таблица 9.
Результаты эконометрического анализа факторов доходности

Переменная/ показатель	Годовая доходность		Двухлетняя доходность		Трехлетняя доходность	
	коэффициент	P-val	коэффициент	P-val	коэффициент	P-val
F-stat	0,001		0,023		0,037	
R-squared	0,152		0,114		0,122	
Const	-0,662	0,142	-0,061	0,884	0,035	0,425
RetShare	-0,391	0,024	-0,425	0,065	-0,327	0,073
OverSub	0,003	0,612	-0,001	0,742	-0,004	0,921
LnVolume	-0,064	0,041	-0,003	0,044	-0,080	0,047
Owner	0,324	0,029	0,414	0,037	1,32	0,214
AbnormalDay	-0,271	0,041	-0,518	0,318	-0,341	0,569

Таким образом, все предположения, выдвинутые в начале работы, нашли подтверждение в ходе анализа недооценки и долгосрочной доходности акций в случае народных IPO.

Выводы

В данном исследовании на размещениях на развивающихся рынках с 2003 по 2007 гг. было выявлено, каким образом фактор «народности» и приватизационный статус IPO влияют на недооценку IPO и избыточную долгосрочную доходность.

Анализ показал, что народные IPO имеют положительную недооценку и отрицательную долгосрочную доходность. Все показатели кумулятивной избыточной доходности значимы. При сравнении с аналогичными результатами по обычным IPO на развитых рынках недооценка народных размещений оказалась больше, а долгосрочная доходность – существенно меньше.

Мы также показали, что недооценка акций при народных IPO положительно коррелирует с размером переподписки на акции и долей розничных инвесторов в размещении; она выше в случаях, когда размещаемые акции принадлежат государству. Данные зависимости соотносятся с выводами аналогичных исследований по развитым рынкам капитала.

Приватизационный статус размещения оказывает положительное воздействие на его долгосрочную доходность, что подтверждает выводы предыдущих исследователей. В дополнение к этому, мы первыми по выборке IPO на растущих рынках капитала показали, что участие в размещении розничных инвесторов сопровождается пониженной долгосрочной доходностью акций на горизонте от шести месяцев до двух лет.

* *
*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Львунин П., Фетцер О.* Первичные публичные размещения акций: обзор исследований // Электронный журнал «Корпоративные финансы». 2007. № 1. С. 145–189.
2. *Aggarwal R.* Allocation of Initial Public Offerings and Flipping Activity // *Journal of Financial Economics*. 2003. Vol. 68. № 1. P. 111–135.
3. *Ibbotson R.* Price Performance of Common Stock New Issues // *Journal of Financial Economics*. 1975. P. 235–272.
4. *Ibbotson R., Jaffe J.* «Hot Issue» Markets // *Journal of Finance*. 1975. Vol. 30. № 4. P. 1027–1042.
5. *Jones S., Megginson W., Nash R., Netter J.* Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends // *Journal of Financial Economics*. 1999. P. 217–253.
6. *Ljungqvist A., Wilhelm W.* IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary? // *Journal of Financial Economics*. 2002. Vol. 65. № 2. P. 167–201.
7. *Loughran T., Ritter J.* Why Has IPO Underpricing Increased Over Time? // *Financial Management*. 2004. Vol. 33. № 3.
8. *Loughran T., Ritter J.* Why Don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs? // *Review of Financial Studies*. 2002. 15. P. 413–443.
9. *Loughran T., Ritter J., Rydqvist K.* Initial Public Offerings: International Insights // *Pacific-Basin Finance Journal*. 1994. 2. P. 165–199.
10. *Purnanandan A., Swaminathan D.* Are IPO's Really Underpriced? // *Review of Financial Studies*. 2004. № 17. P. 811–848.
11. *Ritter J.* The 'Hot Issue' Market of 1980 // *Journal of Business*. 1984. Vol. 57. № 2. P. 215–240.
12. *Ritter J.* The Long-Run Performance of Initial Public Offering // *Journal of Finance*. 1991. Vol. 46. № 1. P. 3–27.

Приложение

Переменные регрессии.*Зависимые:*

AnormalDay – разница цены закрытия и цены размещения акции, скорректированная на изменение индекса за день торгов;

ReturnHalf – разница цены акции через полгода после размещения и цены закрытия первого дня (в %);

ReturnYear – разница цены акции через год после размещения и цены закрытия первого дня (в %);

Return2Y – разница цены акции через 2 года после размещения и цены закрытия первого дня (в %);

Return3Y – разница цены акции через 3 года после размещения и цены закрытия первого дня (в %).

Независимые:

LnVolume – логарифм объема размещения;

Owner – дамми-переменная для собственника пакета акций до размещения: 1 – если государство, 0 – в противном случае;

Option – дамми-переменная для использования опциона на дополнительное размещение: 1 – если был использован, 0 – в противном случае;

RetShare – доля розничных инвесторов в размещении;

OverSub – переподписка, в размах;

IndexHalf – изменение индекса за полгода после выпуска акций;

IndexYear – изменение индекса за год после выпуска акции;

Index2Y – изменение индекса за 2 года после выпуска акции;

Index3Y – изменение индекса за 3 года после выпуска акции;

AnormalDay – разница цены закрытия и цены размещения акции, скорректированная на изменение индекса за день торгов.