

На правах рукописи

Напольнов Андрей Викторович

**СТРУКТУРИРОВАНИЕ ПЕРВИЧНЫХ ПУБЛИЧНЫХ
РАЗМЕЩЕНИЙ АКЦИЙ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ**

08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва

2011

Работа выполнена на кафедре «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

Научный руководитель: кандидат экономических наук, доцент
Гусева Ирина Алексеевна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Ивашковская Ирина Васильевна

кандидат экономических наук
Лебедева Зоя Александровна

Ведущая организация: **Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего профессионального образования «Казанский (Приволжский) федеральный университет»**

Защита состоится 16 февраля 2012 г. в 12:00 часов на заседании совета по защите докторских и кандидатских диссертаций Д 505.001.02 при ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д. 49, ауд. 406.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д. 49, комн. 203.

Автореферат разослан 12 января 2012 г. Объявление о защите диссертации и автореферат диссертации 12 января 2012 г. размещены на официальном сайте ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»: <http://www.fa.ru> и направлены для размещения в сети Интернет Министерством образования и науки Российской Федерации по адресу referat_vak@mon.gov.ru

Ученый секретарь совета Д 505.001.02,
к.э.н., доцент

Е.Е. Смирнова

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Развитие российской экономики определяет потребность компаний в инвестиционных ресурсах и формирует спрос на услуги финансовых посредников. Среди таких услуг – первичное публичное размещение акций (далее IPO – Initial Public Offering – или первичное размещение).

В первое десятилетие XXI века мировой рынок IPO достиг максимальных объемов за историю существования, а первичные размещения акций стали играть еще более важную роль в инвестиционном процессе, сформировались определенные тенденции в развитии рынка. Нестабильность на финансовых рынках в 2008-2009 гг. и второй половине 2011 г. повлекла уменьшение активности на первичных рынках и изменение внешних условий проведения первичных публичных размещений. В связи с этим необходимо проанализировать основные тенденции развития рынка IPO и определить направления его развития на среднесрочную перспективу.

В условиях усиления глобальной конкуренции за капитал вопрос сравнительной доходности размещаемых акций имеет большое значение. Российские размещения исторически показывали меньшую доходность в сравнении с размещениями зарубежных компаний как развитых, так и развивающихся рынков, что негативно сказывается на восприятии иностранными инвесторами российского рынка IPO и потенциальных эмитентов из России. Это определяет необходимость исследования фундаментальных факторов, оказывающих влияние на ценообразование при первичных публичных размещениях акций российских компаний.

При организации первичного публичного размещения акций каждая компания требует индивидуального подхода, что объясняется не только особенностями и потребностями бизнеса, но и видением менеджмента и акционеров эмитента. Структурирование первичного размещения акций предполагает выбор определенных параметров размещения и направлено на достижение целей акционеров, которые, как правило, стремятся максимизировать поступления от продажи акций. Практика российского рынка

показывает, что не всегда эмитенты используют имеющиеся возможности по структурированию размещений, что неблагоприятно отражается на их результатах. Для повышения эффективности результатов первичных публичных размещений российских компаний необходимо решить задачу по определению составляющих оптимальной структуры размещения.

Если в конце 90-х годов XX века размещения акций российских компаний были немногочисленны, в 2005-2007 гг. российский первичный рынок превратился в один из крупнейших в мире. В 2008-2009 гг. в результате мирового финансового кризиса количество размещений уменьшилось. В 2010 г. началось восстановление рынка, однако новая волна нестабильности во второй половине 2011 г., связанная с долговыми проблемами стран еврозоны, поставила под вопрос точные сроки восстановления первичных рынков. Тем не менее, учитывая масштабы экономики России и количество компаний, объявлявших о планах проведения размещений, российский рынок IPO имеет значительный потенциал.

Вышеизложенное свидетельствует о значимости исследования опыта проведения первичных публичных размещений акций российских компаний и определяет актуальность темы диссертационного исследования.

Степень разработанности проблемы. Вопросам организации первичных публичных размещений акций посвящены работы зарубежных и российских экономистов: С.В. Гвардина, Я.М. Миркина, А.В. Лукашова, С.В. Лосева, В.Д. Никифоровой, В.А. Макаровой, В.Г. Балашова, В.А. Ирикова, С.И. Ивановой, Р. Геддеса [R. Geddes], Д. Дрейхо [J. Dreyho], Ф. Эспинасса [P. Espinasse] и др. В современной научной и практической литературе используется ряд понятий, некоторые из которых не являются до конца определенными или не в полной мере отражают экономическую сущность явлений и поэтому требуют уточнения. В частности, с целью корректного и последовательного формирования статистической базы по IPO необходимо уточнить понятия «первичное публичное размещение», «рынок первичных публичных размещений» и определить понятие «структурирование первичного публичного размещения».

Отдельные вопросы развития мирового и российского рынков IPO затронуты в работах Я.М. Миркина, А.В. Лукашова, В.Г. Балашова, В.А. Ирикова, Г.Р. Марголита и др. В зарубежной литературе данная тема получает развитие, прежде всего, в практической литературе: материалах бирж и компаний-консультантов. Отдельные аспекты тенденций развития рынков IPO отражены в работах Д. Риттера [J. Ritter], Р. Геддеса [R. Geddes], Д. Дрейхо [J. Dreyho] и др. В научной литературе отсутствует комплексное изучение данных вопросов, уделено недостаточное внимание взаимосвязи развития российского и мирового рынков IPO.

Проблема определения цены размещения и вопросы недооценки являются центральными в значительном числе зарубежных исследований. Среди наиболее значимых можно отметить работы Д. Барона [D. Baron], И. Велча [I. Welch], Д. Риттера [J. Ritter], Т. Лафрана [T. Loughran], А. Лйунгвиста [A. Ljungqvist], Л. Бенвенисте [L. Benveniste], Р. Картера [R. Carter], Ф. Корнелли [F. Cornelly], К. Рока [K. Rock], Р. Ибботсона [R. Ibbotson] и др. Среди российских исследований данной проблемы можно отметить работы И.В. Ивашковской, С.И. Ивановой, В.А. Ирикова. Результаты имеющихся исследований не объясняют особенностей недооценки на российском рынке, а вопрос о том, какие факторы оказывают на нее воздействие, остается открытым.

Отдельные вопросы по структурированию первичных публичных размещений акций российскими эмитентами рассмотрены в работах С.В. Гвардина, Я.М. Миркина, А.В. Лукашова, С.В. Лосева, В.Д. Никифоровой, В.Г. Балашова и др. В опубликованных работах отсутствует комплексное исследование проблем структурирования IPO.

Актуальность и недостаточная степень научной разработанности указанных вопросов предопределили выбор темы, цель и основные задачи диссертации.

Цель и задачи исследования. Цель исследования состоит в разработке комплекса теоретико-методических положений и практических рекомендаций по проведению первичных публичных размещений акций.

Для достижения цели исследования поставлены следующие задачи:

- уточнить понятийный аппарат в рамках тематики исследования;
- выделить основные направления развития мирового и российского рынков первичных публичных размещений акций в среднесрочной перспективе на основе анализа их современного состояния;
- определить факторы, оказывающие влияние на установление цены размещения акций и причины низкого значения доходности первого дня торгов акциями российских компаний в сравнении с аналогичным показателем на зарубежных рынках;
- разработать предложения по структурированию первичных публичных размещений для российских компаний, способствующие повышению эффективности их результатов, на основе анализа практики структурирования первичных публичных размещений акций российских эмитентов в период 1996-2011 гг.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования выступают первичные публичные размещения акций. Предметом исследования является организация первичных публичных размещений акций российских компаний.

Методологические и теоретические основы исследования. Методологическую и теоретическую основу исследования составляют научные труды зарубежных и отечественных экономистов, посвященные проблемам первичных публичных размещений, аналитические обзоры российских и зарубежных экспертов в области рынка ценных бумаг. При разработке темы использованы такие общенаучные методы познания, как анализ, синтез, индукция, дедукция, а также методы исторических экскурсов, группировки, статистического и графического анализа.

Информационная база исследования. Информационную базу исследования составили исторические статистические данные международных информационных агентств Bloomberg и Thomson Reuters, информационных ресурсов Dealogic и Lionshares, официальные сайты организаторов торговли, саморегулируемых организаций, российских и зарубежных органов исполнительной власти, наделенных полномочиями по регулированию рынка ценных бумаг, сайты компаний-эмитентов и проспекты ценных бумаг.

Область исследования. Диссертация выполнена в рамках специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит Паспорта специальностей ВАК Министерства образования и науки Российской Федерации (по экономическим наукам).

Научная новизна исследования. Научная новизна исследования заключается в обосновании предпосылок и формировании оптимальной структуры первичных публичных размещений.

Новыми являются следующие научные результаты исследования:

- внесены дополнения в понятийный аппарат финансового рынка: уточнены определения «первичного публичного размещения», «рынка первичных публичных размещений», которые в контексте работы в большей степени раскрывают экономическую сущность явлений; раскрыто содержание понятия «структурирование первичного публичного размещения»;
- определены основные особенности развития мирового рынка IPO в 2005-2010 гг. и первой половине 2011 г., оказавшие влияние на структурирование первичных публичных размещений; сформирован и обоснован прогноз относительно перспектив развития рынка первичных публичных размещений при условии стабилизации экономической ситуации в американской и европейской экономиках; обоснованы основные прогнозируемые тенденции – увеличение доли компаний малой и средней капитализации, увеличение рисков рынка IPO, стабилизация доли размещений компаний из развивающихся стран, усиление роли национальных бирж и увеличение внимания инвесторов к бизнесу эмитентов при принятии решения об инвестировании;
- выделены этапы развития российского рынка IPO на основе особенностей структурирования первичных публичных размещений; обоснованы основные тенденции развития рынка в период до 2020 г. – рост активности эмитентов при условии стабилизации ситуации на мировом рынке IPO, диверсификация отраслевой принадлежности эмитентов, уменьшение среднего размера IPO, увеличение участия

розничных инвесторов, рост доли национальных бирж в общем объеме привлекаемых средств;

- выявлено, что причины низкого значения первоначальной доходности российских IPO в сравнении с аналогичным показателем на зарубежных рынках связаны с особенностями взаимодействия эмитентов и инвестиционных банков на российском рынке, высокой конкуренцией на рынке инвестиционных услуг и высокой ролью акционеров в процессах размещений;
- определены стратегические направления структурирования первичных публичных размещений, к которым относятся выбор рынка размещения, ценных бумаг, механизмов и каналов продаж; по каждому из направлений структурирования разработаны рекомендации, соблюдение которых должно способствовать улучшению результатов размещений.

Теоретическая и практическая значимость работы. Теоретическая значимость работы заключается в уточнении и дополнении понятийного аппарата, характеризующего первичные публичные размещения, что важно для корректного определения направлений повышения эффективности размещений. Выводы исследования по структурированию размещений и проблеме первоначальной доходности расширяют теоретические представления о подготовке первичных публичных размещений и предлагают новые подходы к решению проблемы повышения эффективности привлечения капитала российскими эмитентами на финансовых рынках.

Практическая значимость исследования заключается в том, что положения и выводы диссертации ориентированы на широкое использование как финансовыми консультантами и инвестиционными банками, так и эмитентами при принятии решений относительно финансовой стратегии в части привлечения акционерного капитала. Предложенные варианты структурирования первичных публичных размещений могут быть применены инвестиционными банками для выбора оптимальной структуры размещения. Выводы относительно выпуска депозитарных расписок, включения ценных бумаг в индекс и выбора инвесторов могут использоваться эмитентами при

принятии стратегических решений о проведении как первичных, так и последующих размещений акций.

Основные теоретические положения и практические выводы диссертации могут использоваться в экономических вузах при преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг», «Зарубежные финансовые рынки», «Финансовые рынки и институты», «Инструменты финансового рынка».

Апробация и внедрение результатов исследования. Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательских работ ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», проводимых в соответствии с комплексной темой «Пути развития финансово-экономического сектора России» по кафедральной подтеме «Формирование эффективной структуры финансовых рынков».

Результаты работы докладывались и получили одобрение на следующих научных мероприятиях:

- «Круглый стол» на тему «Роль финансовой, банковской и валютной систем в инновационном развитии экономики» (2009 г., Финакадемия, Москва);
- Международный российско-германский семинар «Посткризисное развитие финансовой архитектуры» (2009 г., Финакадемия, Москва);
- «Круглый стол» на тему «Мировой финансово-экономический кризис и перспективы инновационного развития экономики России: финансовый, кредитный, валютный аспекты» (2010 г., Финансовый университет, Москва).

Материалы диссертации используются в практической деятельности ОАО «Альфа-Банк» при подготовке первичных публичных размещений акций.

Основные положения диссертации используются в практической деятельности компании X5 Retail Group при формировании стратегии работы на рынке акционерного капитала.

Результаты работы используются в учебном процессе при преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Профессиональная деятельность на рынке

ценных бумаг» и «Зарубежные финансовые рынки» на кафедре «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» Финансового университета.

Внедрение результатов исследования подтверждено соответствующими документами.

Публикации по теме исследования. Результаты диссертационного исследования опубликованы в 7 научных работах общим объемом 6,64 п.л. (авторский объем – 6,54 п.л.), в т.ч. 3 работы общим объемом 2,46 п.л. (авторский объем – 2,36 п.л.) в журналах, определенных ВАК Министерства образования и науки РФ.

Структура и объем диссертации. Структура диссертационной работы обусловлена целью, задачами и логикой исследования. Основной текст диссертации изложен на 177 страницах и включает введение, три главы, заключение и список литературы из 160 наименований.

Таблица 1. Структура диссертационной работы

Название глав	Название параграфов	Количество		
		Таблиц	Рисунков	Приложений
Введение				
Глава 1. Теоретические аспекты первичных публичных размещений акций	§1.1. Общие вопросы подготовки и проведения первичных публичных размещений акций	1	5	1
	§1.2. Ценообразование и факторы недооценки акций при первичных публичных размещениях		1	
	§1.3. Сущность и особенности структурирования первичных публичных размещений акций	1	3	
Глава 2. Международная и российская практика первичных публичных размещений акций	§2.1. Международная практика и тенденции развития мирового рынка первичных публичных размещений акций		11	2
	§2.2. Опыт проведения первичных публичных размещений акций российских компаний		3	4
	§2.3. Сравнительный анализ доходности первичных публичных размещений акций	1	7	4
Глава 3. Возможности формирования оптимальной структуры первичных публичных размещений акций	§3.1. Стратегические альтернативы компаний при структурировании первичных публичных размещений акций	6	12	6
	§3.2. Инструменты повышения инвестиционной привлекательности эмитентов при проведении первичных публичных размещений акций	1		
Заключение		-	-	-
Список литературы		-	-	-
Приложения		-	-	-

СОДЕРЖАНИЕ И ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В соответствии с поставленными задачами в диссертации рассмотрены четыре группы проблем.

Первая группа проблем связана с уточнением и дополнением понятийного аппарата в рассматриваемой области.

Анализ различных научных взглядов на определение первичного публичного размещения позволил прийти к выводу, что существует два разных подхода к трактовке данного понятия. В соответствии с первым подходом IPO рассматривается как первое предложение акций, сопровождающееся получением листинга на бирже, вне зависимости от того, размещаются акции основного или дополнительного выпуска. В соответствии со вторым подходом IPO определяется как предложение акций дополнительного выпуска широкому кругу инвесторов. Анализ показал, что отсутствие единого подхода к определению первичного публичного размещения объясняет различия в статистических данных, представляемых участниками рынка ценных бумаг. На основе анализа существующих теоретических разработок и практического опыта проведения IPO было установлено, что первичное публичное размещение акций можно рассматривать с нескольких точек зрения:

- В узком смысле, как рыночная транзакция, IPO – это предложение акций компанией-эмитентом или продающими акционерами неограниченному кругу инвесторов, предполагающее преобразование бизнеса из частного в публичный с одновременным прохождением процедуры листинга на фондовой бирже. Это определение отражает экономическую сущность явления.
- В широком смысле, как продукт инвестиционного банка, IPO представляет собой совокупность действий, производимых банком-организатором совместно с компанией-эмитентом, с момента заключения договора об оказании услуг по организации размещения до окончания действий по поддержке цены акций. С этой точки зрения, предложение и размещение акций – завершающие этапы IPO (рис. 1).



Рис 1. Этапы подготовки и проведения первичного публичного размещения

Толкование термина «структурирование» применительно к сделкам на финансовых рынках, хотя и часто встречающегося в финансовой практике и в научной литературе, отсутствует в научной финансовой литературе. Наиболее частое практическое использование этого термина связано со структурированием сделки, т.е. решением существенных вопросов по ее организации. В исследовании показано, что с точки зрения системного подхода IPO является совокупностью определенным образом взаимосвязанных между собой элементов. При этом структурирование предполагает целенаправленное формирование взаимосвязей в системе. Соответственно, структурирование IPO – это выбор конкретных параметров размещения для достижения его оптимальной структуры.

В исследовании сделан вывод о том, что оптимальной структурой размещения является такая его структура, которая максимально удовлетворяет потребностям эмитента и, прежде всего, акционеров, соответствуя при этом требованиям рынка к таким сделкам. С точки зрения инвесторов, оптимальная структура должна включать преимущественно акции дополнительного выпуска (первичные акции), что позволяет инвестировать средства непосредственно в капитал компании, тогда как для банков-организаторов приемлема любая структура сделки, позволяющая провести ее закрытие. Оптимальность структуры для акционеров зависит от их приоритетов: если основная цель акционера – монетизация доли в капитале компании, тогда наиболее предпочтительна структура с высокой долей акций основного выпуска (вторичных акций). Если основная цель собственника при IPO – привлечение инвестиционных ресурсов, то оптимальна структура с акциями дополнительного выпуска.

Вторая группа проблем посвящена тенденциям и перспективам развития мирового и российского рынков IPO.

Под рынком IPO в работе понимается сегмент рынка ценных бумаг, на котором осуществляется продажа акций эмитентом и акционерами, сопровождающаяся преобразованием бизнеса из частного в публичный. Рынок IPO является сегментом рынка ценных бумаг, на котором эмитент привлекает капитал, а продающие акционеры монетизируют доли в акционерном капитале компании. Спрос на рынке формируют институциональные и розничные инвесторы, которые

участвуют в приобретении акций на этапе IPO, а предложение – эмитенты и продающие акционеры, у которых возникает потребность в денежных ресурсах.

В результате анализа развития мирового рынка IPO выявлены тенденции его развития в 2005-2010 гг. и первой половине 2011 г.:

- рост объема привлекаемых денежных средств. В 2005 г. посредством 1 552 размещений было привлечено 180 млрд. долл. Несмотря на падение объемов в 2008-2009 гг., в 2010 г. рынок IPO восстановился, и в результате 1 393 размещений было привлечено 285 млрд. долл. (на пике рынка в 2007 г. объем рынка составил 295 млрд. долл.). За первую половину 2011 г. 677 компаний привлекли 113 млрд. долл.;
- увеличение среднего размера размещения. Выход на рынок более крупных компаний повлиял на увеличение среднего размера размещения: в 2005 г. он составлял 116 млн. долл., в 2010 г. – 205 млн. долл., в первой половине 2011 г. – 167 млн. долл.;
- незначительное изменение отраслевой направленности размещений. В рассматриваемый период отраслевая структура может быть охарактеризована как относительно стабильная. Опережающий рост активности наблюдался среди сырьевых компаний. Наибольший объем капитала привлекали сырьевые компании и компании финансового сектора;
- усиление роли эмитентов развивающихся рынков. В 2005 г. эмитенты из развивающихся рынков привлекли около 35% капитала, а в 2010 г. на них пришлось почти 70% общего объема привлеченного капитала. На фоне увеличения роли эмитентов из развивающихся рынков происходило усиление национальных рынков и бирж;
- сокращение доли спонсируемых IPO. Под спонсируемыми IPO понимаются такие сделки, в которых инициатором является фонд прямых или венчурных инвестиций. Доля этих размещений упала с 22% в 2005 г. до 12% в 2010 г. и первой половине 2011 г.;
- рост количества размещений акций выделяемых дочерних компаний. На IPO выходят дочерние компании крупных корпораций, уже являющихся

публичными. Ряд крупных размещений в исследованный период был связан со сделками данного типа.

По итогам анализа развития рынка IPO в условиях кризиса на мировых финансовых рынках в 2008-2009 гг. и после начала оживления в 2010 г. и 1-м полугодии 2011 г. было установлено, что падение экономической активности несколько скорректировало количественные показатели рынка IPO, но не изменило основных тенденций его развития, сложившихся в последнее десятилетие.

Обоснован прогноз развития мирового рынка первичных публичных размещений в среднесрочной перспективе до 2020 г. Развитие рынка продолжится в направлении сложившихся тенденций. Среди них: 1) увеличение доли компаний малой и средней капитализации, в том числе инновационных компаний, 2) общее увеличение рисков рынка IPO за счет выхода на рынок меньших по размеру компаний, 3) стабилизация доли размещений компаний с развивающихся рынков в общей структуре рынка IPO, 4) усиление национальных бирж, формирование новых финансовых центров, 5) усиление внимания инвесторов к бизнесу эмитентов при принятии решения об инвестировании в момент проведения IPO.

Российский рынок IPO – самый молодой среди крупнейших первичных рынков. На основе особенностей структурирования первичных публичных размещений российских эмитентов выделены следующие этапы развития российского рынка IPO:

- I. зарождение рынка IPO (1996-2003 гг.): первые IPO российских компаний были единичными и осуществлялись преимущественно на иностранных биржах;
- II. становление рынка IPO (2004-2007 гг.): значительное увеличение числа IPO, совершенствование российской регулятивной и биржевой инфраструктуры, активное использование возможностей двойного листинга;
- III. развитие рынка IPO в условиях финансового кризиса (2008-2011 гг.): увеличение количества размещений, сопровождающихся переносом головной компании в иностранную юрисдикцию, общее уменьшение активности эмитентов, перенос сроков запланированных размещений.

В перспективе российский рынок IPO, принимая во внимание размеры экономики страны, имеет хорошие шансы закрепить свои позиции одного из крупнейших рынков в мире. Важно, чтобы данный потенциал был использован для развития внутреннего российского рынка ценных бумаг.

На основе анализа тенденций развития мирового рынка и истории развития российского рынка сформулированы и обоснованы тенденции развития рынка в перспективе до 2020 года: 1) рост активности эмитентов при стабилизации ситуации на мировом рынке IPO, 2) диверсификация отраслевой принадлежности эмитентов, 3) уменьшение среднего размера IPO, 4) увеличение участия розничных инвесторов в IPO, 5) рост доли национальных бирж в общем объеме привлекаемых средств.

Третья группа проблем включает анализ динамики курсовой стоимости акций после размещения и анализ особенностей «первоначальной доходности» акций на российском рынке.

В диссертации показано, что динамика цены акций после размещения – важный показатель инвестиционной привлекательности сделки. Относительное изменение цены в первый день называется доходностью первого дня торгов, или первоначальной доходностью, а поскольку данный показатель является положительным для всех рынков IPO, акции считаются недооцененными.

Проведенный анализ первоначальной доходности показал, что если недооценка акций на зарубежных рынках является серьезной проблемой для эмитентов, которые привлекают меньше инвестиционных ресурсов, то в России ситуация противоположная, так как значения первоначальной доходности находятся на низком уровне. Среднее значение доходности за период 1996-2011 гг. составило 4,3%, тогда как на американском рынке, крупнейшем рынке IPO, за период 1960-2011 гг. аналогичный показатель составил 16,8%. Высокие значения данного показателя характерны и для стран БРИКС (за исключением России), что делает участие инвесторов в размещениях эмитентов из этих стран привлекательным. Таким образом, значение первоначальной доходности российского рынка не только меньше, чем на сопоставимых развивающихся рынках, но и является одним из самых низких в мире (табл. 2).

Таблица. 2. Сравнительный анализ первоначальной доходности¹

	Страна	Количество компаний	Период	Первоначальная доходность
1	США	12 246	1960-2011	16,8%
2	Великобритания	4 267	1959-2010	16,2%
3	Индия	2 811	1990-2007	92,7%
4	Китай	2 102	1990-2010	137,4%
5	Гонконг	1 259	1980-2010	15,4%
6	Франция	697	1983-2010	10,5%
7	Турция	315	1990-2008	10,6%
8	ЮАР	285	1980-2007	18,0%
9	Бразилия	275	1979-2011	33,7%
10	Россия	78	1996-2011	4,3%

В результате исследования российского рынка IPO было выявлено, что причина его низкой первоначальной доходности связана со спецификой разрешения агентской проблемы. Суть этой проблемы на рынке IPO состоит в том, что у каждого из активных участников процесса есть свои интересы в отношении установления цены размещения: инвесторы и менеджмент заинтересованы в установлении более низкой цены, тогда как акционерам выгодна высокая цена, позволяющая максимизировать поступления от размещения (рис. 2).

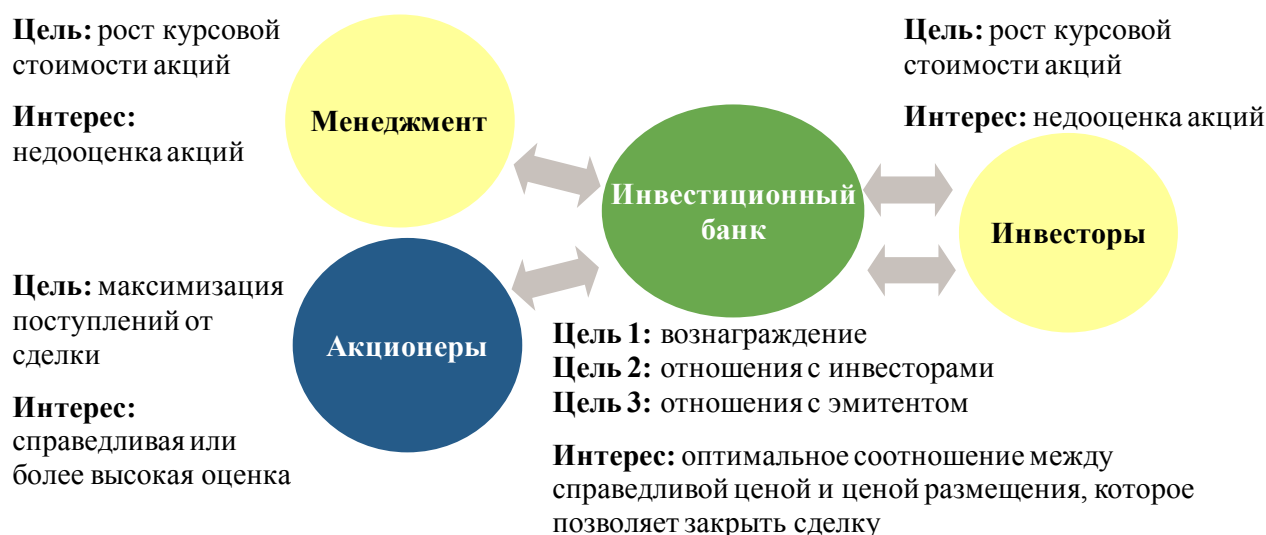


Рис. 2. Конфликт интересов между основными участниками IPO

¹ Данные по российскому рынку – расчеты автора, данные по зарубежным рынкам – на основе сводной информации, представленной на интернет-сайте Д.Риттера (<http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>).

В работе выявлены фундаментальные факторы, определяющие низкие значения первоначальной доходности и являющиеся специфическими факторами российского рынка IPO:

- *особенности взаимодействия эмитента и инвестиционных банков.* Сильная переговорная позиция эмитента с инвестиционным банком определяется его размерами и конкуренцией между банками;
 - *размеры размещения.* В исследованный период 1996-2011 гг. эмитентами выступали преимущественно крупные компании, тогда как на большинстве зарубежных рынков IPO более активно используется средними и малыми компаниями (рис. 3);

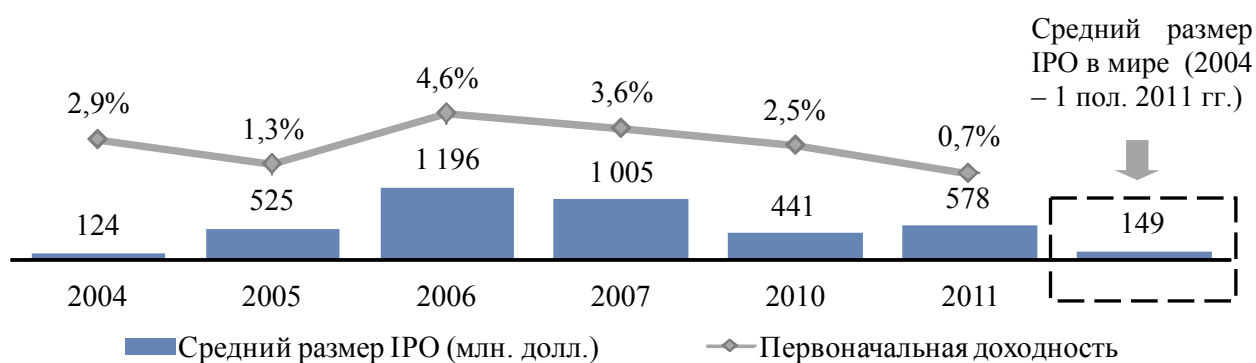


Рис. 3. Первоначальная доходность и средний размер размещений на российском рынке IPO²

- *конкуренция.* Российский рынок акционерных размещений в исследованный период только формировался, что отличает его от развитых и многих развивающихся рынков. Он имел и имеет значительный потенциал роста. Высокая конкуренция между инвестиционными банками определила их готовность соглашаться на условия эмитента, в том числе и при определении ценового диапазона предложения акций. Таким образом, инвестиционные банки занимали сторону акционеров эмитента в ущерб интересам инвесторов;

² Рассчитано с использованием данных информационной системы Bloomberg, расчет первоначальной доходности за 2011 г. исключает размещение компании «Яндекс»

- *особенности участия акционеров и менеджмента.* Важным отличием российских размещений от зарубежных (прежде всего, американских и европейских) является то, что процессом IPO, как правило, руководит собственник компании, а не менеджмент. Это объясняется сложившейся структурой акционерного капитала, при которой компания контролируется небольшой группой физических лиц. В мире общепринята практика получения менеджментом опционов на акции по цене размещения, что является инструментом его долгосрочной мотивации. В результате менеджмент, владеющий акциями, как и инвестор, участвующий в IPO, заинтересован в росте стоимости акций. Это создает условия для занижения стоимости акций с целью получения дохода от роста котировок в краткосрочной перспективе. Однако когда процессом руководит собственник, ситуация обратная, так как он, наоборот, заинтересован в справедливой оценке бизнеса.

Анализ опыта российских IPO показал, что эмитенты используют «якорных инвесторов» для увеличения спроса на акции. Часто таким инвестором выступает финансовый институт, связанный с организаторами размещения. При этом акционеры настаивают на том, чтобы организаторы размещения выставили крупные заявки от своего имени в начале роуд-шоу (этап IPO, на котором проходят встречи менеджмента и инвесторов в крупнейших финансовых центрах). Раскрытие данной информации стимулирует дополнительный спрос. Юридические консультанты по сделке следят за тем, чтобы анонсированная информация соответствовала действительности.

У низкой первоначальной доходности на российском рынке есть как положительные стороны, т.к. это позволяет привлечь больше инвестиционных ресурсов, так и отрицательные, поскольку российские акции на первичном рынке проигрывают глобальную конкуренцию с другими развивающимися рынками, которые показывают высокие темпы роста и тем самым имеют большую инвестиционную привлекательность. Установление цены размещения с дисконтом к справедливой стоимости, определяемой на основе модели денежных потоков и мультипликаторов торгуемых компаний-аналогов, как это происходит на других

рынках ценных бумаг, позволило бы увеличить первоначальную доходность и привлекательность акций для инвесторов.

В диссертационном исследовании показано, что в среднесрочной перспективе акции компаний, проводивших IPO, также показывают меньшую доходность в сравнении с рыночной доходностью, оцениваемую как доходность инвестирования в индекс РТС. Из 10 крупнейших российских IPO за период 1996-2011 гг. (исключая размещение компании «Яндекс» в мае 2011 г.), общий объем которых составляет около 30 млрд. долл. только 3 компании на протяжении среднесрочного периода после размещения показывали более высокую доходность в сравнении с индексом: производитель труб «ТМК», производитель удобрений «Уралкалий» и металлургическая компания «Северсталь». Рост стоимости акций других компаний отставал от роста рынка. Среди этих компаний нефтяная компания «Роснефть» и банк «ВТБ», IPO которых были самыми крупными российскими размещениями, в которых активно участвовали розничные инвесторы.

Четвертая группа проблем связана со способами формирования оптимальной структуры первичных публичных размещений акций российских компаний.

Проведенное исследование позволило выделить следующие направления структурирования первичных публичных размещений: выбор рынка, выбор ценных бумаг, выбор механизмов и каналов продажи. Установлено, что в рамках каждого из направлений решаются следующие вопросы:

- *Выбор рынка.* Выбор осуществляется между внутренним и международным рынками, далее определяется биржа, на которой будут обращаться акции, и желаемая категория листинга. Если принимается решение о создании головной компании за рубежом, определяется юрисдикция;
- *Выбор ценных бумаг.* При одновременном выходе на российскую и иностранную биржи необходимо распределение выпуска между акциями и депозитарными расписками. Также выпуск распределяется ценными бумагами, предлагаемыми международным инвесторам и американским

инвесторам по Правилу 144А и Regulation S, при этом уточняется размер размещения, решается вопрос о целесообразности и юридических ограничениях использования механизма ценовой стабилизации (опцион Гриншу);

- *Выбор механизмов и каналов продаж.* При определении механизмов и каналов продаж выбирается способ размещения (предложение по фиксированной цене, аукцион, формирование книги заявок), формируются подходы к подбору целевых инвесторов, устанавливаются ограничения на продажу акций существующими акционерами.

Анализ вариантов структурирования начинается с принятия решения относительно целевого рынка: выбор между исключительно российским листингом, листингом на иностранной фондовой бирже или двойным листингом играет определяющую роль по отношению к другим параметрам размещения. Включение листинга на зарубежной площадке в структуру сделки открывает перед компанией целый спектр возможностей по выбору видов выпускаемых ценных бумаг, категории листинга и базы потенциальных инвесторов.

Определение времени проведения IPO и предварительного размера размещения осуществляются до начала работы по структурированию. Установлено, что от ситуации на финансовых рынках в момент размещения и, соответственно, от выбора времени размещения зависят интерес потенциальных инвесторов к IPO, подписка на акции компании и заполнение книги заявок, цена размещения и конечный объем средств, которые сможет привлечь эмитент. Благоприятная рыночная конъюнктура облегчает работу инвестиционных банков по закрытию сделки. Поскольку подготовка к IPO – процесс длительный и занимает срок 5-6 месяцев с момента выбора банков-организаторов, необходимо начать его заранее, чтобы быть готовым выйти на рынок капитала в наиболее благоприятный момент. Существенным ограничением по времени при международных размещениях является наличие требования к сроку давности отчетности, который не должен превышать 135 дней с момента окончания отчетного периода. При высокой конкуренции на рынке капитала, когда в одно «IPO окно» (промежуток времени, когда эмитенты наиболее активно выходят на

первичный рынок, ориентируясь на правило 135 дней, наиболее часто используемые российскими эмитентами «окна» – март-май и сентябрь-ноябрь) ожидается выход многих эмитентов из России и других развивающихся рынков, выход раньше остальных эмитентов упростит процесс привлечения инвесторов.

На основании проведенного исследования сформулированы следующие рекомендации для эмитентов:

1. Эмитентам, планирующим привлечь до 300 млн. долл., рекомендуется размещать акции только на одной бирже для создания ликвидного вторичного рынка акций и концентрации всей ликвидности на нем. Листинг и размещение ценных бумаг на двух биржах приведут к возникновению обособленных рынков с низкой ликвидностью, что негативно отразится на цене. Проводить размещение депозитарных расписок на зарубежных площадках рекомендуется эмитентам, намеревающимся предложить инвесторам ценные бумаги на сумму от 200 млн. долл. (за исключением альтернативных биржевых площадок).

2. Для получения наиболее высокой оценки стоимости компании рекомендуется проводить размещение на той бирже, на которой работают инвесторы, специализирующиеся на отрасли эмитента и торгуются компании-аналоги.

3. При прочих равных условиях компаниям, ведущим операционную деятельность в России, не рекомендуется выходить на зарубежные биржи через создание холдинговой компании в иностранной юрисдикции. В России созданы условия как для внутренних размещений, так и для международных размещений с российским и иностранным листингом. В диссертационном исследовании показано, что число инвесторов, не имеющих возможности приобретать российские акции, ограничено, а главным фактором, обеспечивающим участие инвестора в IPO, является инвестиционная привлекательность компании. Перенос холдинговой компании в другую юрисдикцию может создать определенные сложности для включения в индекс MSCI Russia, являющийся одним из наиболее важных ориентиров для фондов, инвестирующих в Россию. Установлено, что потенциал включения в индекс – это дополнительная возможность для роста

котировок акций, что благоприятно воспринимается инвесторами, принимающими решение об инвестиции в акции на этапе размещения.

4. В качестве инструмента диверсификации базы инвесторов при больших объемах размещений рекомендуется использование депозитарной программы. В исследовании установлено, что хотя выпуск депозитарных расписок часто позиционируется инвестиционными банками как инструмент увеличения ликвидности через привлечение более широкой базы инвесторов, сама по себе депозитарная программа не гарантирует получение дополнительной премии к стоимости компании и увеличение ликвидности.

5. Дополнительный спрос рекомендуется формировать за счет привлечения американских инвесторов через размещение по Правилу 144А и Regulation S. Это позволит диверсифицировать базу инвесторов, быстрее заполнить книгу заявок и создаст условия для получения более высокой оценки.

6. Эмитентам рекомендуется включать в структуру сделки первичные акции (акции новой эмиссии), даже если суть сделки состоит в продаже доли основным акционером, а привлечение дополнительного капитала изначально не предполагалось. Установлено, что это позволяет избегать трудностей с продажей акций в запланированном объеме. Продажа при первичном размещении исключительно вторичных акций интересна инвесторам в меньшей степени, чем приобретение первичных акций, когда средства идут непосредственно на инвестиционные цели. У компании должно быть ясное понимание стратегии развития и основных источников будущего роста. Если такие источники есть, то инвесторы будут готовы приобрести и вторичные акции, однако исключительно важным будет участие продающего акционера в роуд-шоу.

7. В случае если размещение осуществляется на зарубежных биржах, в структуру сделки рекомендуется включать опцион Гриншу для осуществления ценовой стабилизации. Это позволит защитить инвесторов от неблагоприятных колебаний цены в первый месяц торгов.

8. Если в процессе роуд-шоу книга заявок была переподписана (т.е. количество акций, которое намереваются приобрести инвесторы, превысило количество предлагаемых акций), то это открывает дополнительные возможности

по формированию новой акционерной базы эмитента. Рекомендуется осуществлять выбор не только в пользу тех фондов, которые подали заявки по наибольшей цене, но и тех, которые будут обеспечивать ликвидность вторичного рынка. Акции, размещенные среди фондов, придерживающихся долгосрочных инвестиционных стратегий, не имеют ликвидного вторичного рынка, что не позволяет максимизировать рыночную стоимость бизнеса. Значительную ликвидность могут обеспечить хедж-фонды и розничные инвесторы, класс которых в России пока только формируется. Одновременное привлечение долгосрочных инвесторов и хедж-фондов позволит инвестору сформировать и надежную базу акционеров, и ликвидный вторичный рынок акций.

9. Эмитентам рекомендуется соответствовать как можно большему числу требований корпоративного управления, даже если законодательство не обязывает их соблюдать. При этом соблюдение дополнительных требований и большая прозрачность бизнеса создадут позитивное мнение об эмитенте у инвесторов и повысит вероятность их участия в размещении. Наличие дивидендной политики не является обязательным условием на стадии размещения. Если компания показывает высокие темпы роста, инвесторы предпочтут, чтобы компания реинвестировала получаемую прибыль в развитие, а не выплачивала дивиденды. Позитивное влияние на восприятие инвесторов окажет совет директоров, сформированный из компетентных отраслевых специалистов, включая независимых директоров. Если председатель совета директоров будет являться независимым директором, это будет дополнительным преимуществом компании в глазах инвесторов, которые будут уверены в том, что их интересы надежно защищены.

ПУБЛИКАЦИИ

Основные положения диссертации опубликованы в следующих работах автора:

Статьи в журналах, определенных ВАК:

1. Напольнов А.В. Краткосрочная и среднесрочная доходность первичных публичных размещений акций российских компаний [Текст] / А.В. Напольнов // Финансы и кредит.– М., 2010. – №45 (429). – С. 60-71. (1,07 п.л.);
2. Напольнов А.В. Теоретические основы структурирования первичных публичных размещений [Текст] / А.В.Напольнов // Вестник Финансового Университета. – М., 2011. – № 4 (64). - С. 76-80. (0,44 п.л.);
3. Напольнов А.В. Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития [Текст] / А.В.Напольнов, Б.Б.Рубцов // Эффективное антикризисное управление – СПб., 2011. – № 5 (68). - С. 60-69. (0,95/0,85 п.л.);

Статьи в других научных журналах и изданиях:

4. Напольнов А.В. IPO как инвестиционный механизм расширения бизнеса [Текст] / А.В. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – М., 2006. – № 1 (01). – С. 92-105 (0,91 п.л.);
5. Напольнов А.В. Роль инвестиционного банка в организации IPO [Текст] / А.В. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – М., 2007. – № 2 (08). – С. 69-88 (1,01 п.л.);
6. Напольнов А.В. Перспективы IPO государственных компаний: участие розничных инвесторов [Текст] / А.В. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – М., 2007. – № 3 (09). – С. 62-76 (1,03 п.л.);
7. Напольнов А.В. Российский рынок IPO: механизмы ценообразования [Текст] / А.В. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – М., 2008. – № 1 (11). – С. 54-69 (1,23 п.л.).