

4. Лаврук В.В. Інвестування інноваційних проєктів у агропромислового виробництві: автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.03 / В. В. Лаврук; Сум. нац. аграр. ун-т. – Суми, 2011. – 40 с.

1. Staty'sty'chny'j zbirny'k «Balansy` ta spozhy'vannya osnovny`x produktiv xarchuvannya naseleennyam Ukrainy» [Elektronny'j resurs]. – Rezhy'm dostupu: http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/kat_u/2013/sb/07_13/zb_spog_2012.zip

2. Staty'sty'chny'j zbirny'k «Ukrayina u cy'frax». [Elektronny'j resurs]. – Rezhy'm dostupu: http://www.ukrstat.gov.ua/druk/publicat/kat_u/2013/sb/07_13/zb_Ukr_2012.zip

3. Stepova S.V. Innovacijna diyal'nist` pidpny'emstv APK Ukrainy`: organizacijno-metody'chne zabezpechennya yiyi akty`vizaciyi: avtoref. dy`s. ... kand. ekon. nauk : 08.00.04 / S.V. Stepova; NNCz "In-t agrar. ekonomiky`. – K., 2011. – 20 s.

4. Lavruk V.V. Investuvannya innovacijny`x proektiv u agropromy`slovomu vy`robny`cztvi: avtoref. dy`s. ... d-ra ekon. nauk : 08.00.03 / V. V. Lavruk; Sum. nac. agrar. un-t. – Sumy`, 2011. – 40 s.

Рецензент Янковий О.Г., д.е.н., професор, завідувач кафедри економіки підприємства Одеського національного економічного університету

4.03.2014

УДК 336.763:336.777.7

Картычак Ольга

НЕДООЦЕНКА IPO КАК ФАКТОР ПРИВЛЕЧЕНИЯ НОВЫХ ИНВЕТОРОВ

В статье представлены результаты исследования, связанные с феноменом недооценки компании при IPO и эффектом данного рычага в процессе акционирования, предполагающего облегчение задачи привлечения долгосрочного капитала в компанию. Впервые в академической литературе недооценка рассмотрена во взаимосвязи с дисконтом при продаже неконтрольного пакета акций компании. Исследовано влияние недооценки на формирование спроса со стороны новых инвесторов при допэмиссии акций.

Ключевые слова: недооценка, уровни стоимости, дисконт, IPO, контроль, миноритарий.

Kartychak Olga

UNDERPRICING IPO AS A FACTOR IN ATTRACTING NEW INVESTORS

The article presents the results of studies related to the phenomenon of the underpricing IPO and the effect of this lever in the process of corporatization that involves facilitating the task of attracting long-term capital to the company. For the first time, in the academic literature the underpricing is considered in relationship with a discount at the sale of the company minority stake. It's studied how the underpricing influences the demand's formation from new investors in the additional issue of shares.

Key words: underpricing, levels of value, discount, IPO, control, a minority shareholder.

Картичак Ольга

НЕДООЦІНКА IPO ЯК ФАКТОР ЗАЛУЧЕННЯ НОВИХ ІНВЕТОРІВ

У статті представлені результати дослідження, пов'язані з феноменом недооцінки компанії при IPO і ефектом даного важеля в процесі акціонування, який полегшує завдання залучення довгострокового капіталу в компанію. Вперше в академічній літературі недооцінка розглянута у взаємозв'язку з дисконтом при продажу неконтрольного пакета акцій компанії. Досліджено вплив недооцінки на формування попиту з боку нових інвесторів при допемісії акцій.

Ключові слова: недооцінка, рівні вартості, дисконт, IPO, контроль, міноритарій

Постановка проблеми. В условиях низкого уровня предложения дешевых долгосрочных финансовых ресурсов кредитными учреждениями предприятия вынуждены привлекать новый акционерный капитал. Одним из факторов, стимулирующих привлечение данных средств, является предоставление скидки новым акционерам, что позволяет им заработать на открытом рынке существенные прибыли в краткосрочном периоде. Столь щедрые скидки, названные в научной литературе недооценкой компаний при IPO, ставят под сомнение эффективность рынков. В данной работе впервые рассмотрено понятие недооценки во взаимосвязи с понятием дисконта при продаже неконтрольных пакетов акций.

Анализ последних публикаций. Поскольку ранее в академической литературе недооценка не исследовалась во взаимосвязи с оценкой стоимости контроля при реализации малых пакетов акций, то на данный момент существует две группы исследователей, разрозненно занимающихся этими проблемами. Проблемой недооценки занимаются западные ученые: Д.Риттер, Лагран, Аггарвал, Зингаллес, на постсоветском пространстве - А.Напольнов, А.Лукашов, В.Бойко. Оценку неконтрольных пакетов акций рассматривают такие видные западные ученые, как Ш.Прат, Дж.Хитчнер, М.Ли, К.Мерсер, среди отечественных исследователей значимыми являются наработки Я.Маркуса, Ж.Козловской, Е.Яскевича.

Цели статьи. Целью данного исследования является определение экономической природы недооценки в роли финансового рычага при привлечении нового акционерного капитала.

Основной материал. Проблема привлечения долгосрочного капитала в форме акционирования является одной из наиболее сложных в финансовой деятельности компаний, поскольку требует от них наибольшего уровня прозрачности и затрат на саму процедуру проведения и поддержания листинга.

В то же время для потенциальных акционеров одним из важнейших качеств инвестиции является ее доходность, в форме дивидендов, приращения капитала или их комбинации, в обозримом будущем.

Поскольку расширение горизонта планирования и прогнозирования автоматически приводит к снижению ревалентности фактических показателей к плановым, то, как замечал в своих работах еще Дж. М. Кейнс, наиболее важным является краткосрочное прогнозирование изменения исследуемых величин. Для данной работы таким показателем принимается доходность в форме приращения капитала.

Еще в 70-х годах XX века была замечена статистическая закономерность значительного возрастания стоимости акций по итогам торгов первого дня, в сравнении с ценой размещения компаний. В академической литературе этот феномен получил название недооценки (от англ. *underpricing*), в профессиональном языке участников фондового рынка его именуют «деньгами, оставленными на столе» (от англ. *money left on the table*). Данную разницу принято считать непрямыми затратами при акционировании. Инвесторы, которые выкупают акции при допэмиссии, имеют возможность зафиксировать значительную прибыль в кратчайшем прогнозном периоде. Возможность существенного заработка в краткосрочной перспективе существенно увеличивает спекулятивный спрос на акции новой эмиссии, но требует от андеррайтера дополнительных усилий по стабилизации котировок из-за последующего активного сброса бумаг.

На данный момент выделяют 4 группы теорий, предлагающих свои объяснения природе данного феномена:

- модели с информационной асимметрией;
- институциональные теории;
- теории психологии финансов;
- модели собственности и контроля.

Столь высокое многообразие гипотез, в большинстве случаев подкрепленное значительной статистической базой, не может в полной мере объяснить значительное – от 10 до 30% - возрастание стоимости акций по цене закрытия первого дня торгов по сравнению с ценой размещения компаний.

Бесспорно, при наличии некоторого набора условий данный дисконт является не только скидкой за отсутствие контроля, а и таит в себе налоговые и институциональные составляющие, а иногда и технические сбои в работе оборудования. Но, опираясь на работы Зингаллеса, приходим к выводу, что вопросы финансирования и сохранения контроля являются более существенными и взаимосвязанными для существующих акционеров, по сравнению с непрямыми затратами в виде недооценки компаний. В теориях недооценки можно найти идеи, что с помощью недооценки новый выпуск сильно дробится, и новые инвесторы получают минимальные пакеты акций.

Более того при рассмотрении нами данного вопроса было замечено, что исследователи недооценки в различных теориях и гипотезах систематически не учитывают базовые понятия стоимости целого и части.

На наш взгляд, фондовый рынок обладает в числе прочих, одним из интереснейших свойств: посредством спроса и предложения формируется реальная капитализация компании, выражающаяся как рыночный курс, умноженный на количество акций. Таким образом, имея даже одну акцию, мы распоряжаемся активом, стоимость которого является стоимостью компании в целом, но кратна количеству таких же активов.

Общеизвестно, что фондовый рынок отображает истинную стоимость компании с учетом всей существующей информации на рынке. Но при IPO продается только до 25% обычных акций компаний. Причем это продажа широкому кругу инвесторов, а это значит, что ни один инвестор не получит контрольного пакета акций, и, соответственно, не согласится приобрести неконтрольный пакет акций по цене, кратной части полной стоимости компании.

Согласно мировой практике M&A (слияний и поглощений), продажа части бизнеса посредством реализации неконтрольного пакета акций должна осуществляться с дисконтом. Скидка за отсутствие контроля при сделках, происходящих на неорганизованных рынках, составляет 15-30% от максимальной стоимости при продаже 100% акций компании.

Более того, при IPO отдельно взятому инвестору достается столь крохотный пакет акций, что просто необходим определенный финансовый рычаг, способный стимулировать инвесторов к вложению средств в определенную компанию. Мы отбрасываем мотивы, связанные с враждебными поглощениями, которые, например, можно было наблюдать в ситуациях с Ferretro и группой Приват, Евросетью и Уралсибом.

Инвестирование в бизнес посредством приобретения пакета акций может происходить как на организованном, так и на внебиржевом рынке. Статистические исследования дисконтов за отсутствие контроля и надбавки за его наличие на неорганизованном рынке публикуются в специализированных изданиях, например для рынка США это Mergerstat Review Premiums and Discounts или Shannon Pratt's Control Premium Study, данные которых активно используются при оценке разных пакетов акций. К. Мерсером приводятся данные некоторых эмпирических исследований американского рынка в отношении скидок за недостаток ликвидности, представленные в таблице 1.

Таблица 1

Характеристики скидок за отсутствие ликвидности в сделках с ограниченными в обращении акциями, (restricted stock) [1, ст.263]

№ п/п	Исследование	Количество наблюдений	Медианные значения	Средние значения	Стандартное отклонение	Диапазон значений	
						мин.	Мах.
1	SEC Institutional Investor Study	398	24%	26%	н.д.	-15%	80%
2	Gelman Study	89	33%	33%	н.д.	<15%	>40%
3	Moroney Study	146	34%	35%	18%	-30%	90%
4	Maher Study	34	33%	35%	18%	3%	76%
5	Trout Study	60	н.д.	34%	н.д.	н.д.	н.д.
6	Stryker/Pittcock study	28	45%	н.д.	н.д.	7%	91%
7	Willamette Management Association	33	31%	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
8	Silber Study	69	н.д.	34%	24%	-13%	84%
9	Hall/Pollacek Study	100+	н.д.	23%	н.д.	н.д.	н.д.
x	х	Среднее	33%	31,4%			

К сожалению, подобных исследований по другим странам не так уж и много, но общая картина неорганизованных рынков, на основании данных российского рынка, представлена на рисунке 1.

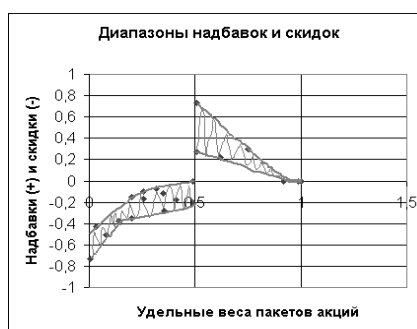


Рис.1. Диапазоны надбавок и скидок для различных пакетов акций [6]

Для Украины скидки за отсутствие контроля составляют в среднем до 25% [5], для США они равняются 20-40%, российский рынок работает в диапазоне 25-50%. Заметим, что для неорганизованных рынков характерны еще и скидки за низкую ликвидность пакета (англ. restricted

stock). Так же на формирование цены пакета влияют неопределенность с покупателем, законодательные ограничения и прочие факторы. Для организованного рынка существенное значение имеют сделки только с очень крупными пакетами акций.

Но процедура IPO заключается в том, что инвесторы, покупая акции непубличной компании, становятся собственниками публичной. На наш взгляд, это один из рычагов, с помощью которого инвесторы активнее покупают акции новых выпусков.

Механизм реализации данного рычага состоит в том, что при проведении первичного размещения устанавливается IPO-дисконт, о чем прямо заявляют практики фондового рынка, например Р.Геддес, А.Лукашов [3, стр. 80]. Но на организованном фондовом рынке цены торговли должны быть выше цены размещения на величину данного дисконта, учитывающего исключительно скидку за отсутствие контроля.

Заметим также, что монетизация IPO-дисконта не может быть абсолютной. Хоудж в 2001 году опубликовал результаты исследования, согласно которым на протяжении 1993-1996 годов сброс акций на рынке США в первый день торгов составлял около 30% от объема размещения [3, стр. 272]. Аналогичный анализ для АМ-рынка за 2000 год, показал, что сброс составлял 37,67% объема торгов и 24,30% акций, предложенных на IPO, за первые 2 дня торговли [4, стр. 247-268].

Проведенные нами расчеты для украинских компаний, разместившихся на WSE (Таблица 2), показывают, что в течение первой торговой сессии торгуется около 3,82% акций, реализованных на бирже. Отсутствие возможности полной монетизации недооценки свидетельствует о сленговости понятия «денег, оставленных на столе», которое лишь поверхностно описывает внешнее проявление внутренней сущности данного процесса.

Таблица 2

Недооценка и структура торгов акциями украинских компаний на WSE в период стабилизации (составлено самостоятельно по данным [2])

№ п/п	Эмитент	Дата размещения	Реализованный пакет акций, %	Цена размещения	Цена закрытия 1-го дня торгов	Недооценка, %	Объем торгов в первый день, % от объема новой эмиссии
1	Astarta	17.08.06	20.00%	19.00	19.10	0.53%	7.11%
2	Kernel	23.11.07	37.98%	24.00	24.00	0.00%	1.15%
3	Agroton	08.11.10	26.20%	27.00	28.84	6.81%	7.29%
4	Milkiland	06.12.10	22.40%	33.78	36.01	6.60%	1.50%
5	Sadovaya Group	30.12.10	25.00%	8.60	10.44	21.40%	12.33%
6	Agroliga Group	11.02.11	16.67%	81.00	103.72	28.05%	
7	IMC (Industrial Milk Company)	04.05.11	23.90%	10.80	11.05	2.31%	3.28%
8	KSG Agro	05.05.11	33.00%	20.90	22.12	5.84%	1.94%
9	Westa ISIC S.A	15.06.11	25.00%	11.75	12.00	2.13%	1.44%
10	Ovostar Union	29.06.11	25.00%	62.00	62.20	0.32%	5.12%
11	Coal Energy	04.08.11	25.00%	20.00	19.20	-4.00%	0.43%
12	KDM Shipping	09.08.12	10.90%	32.40	33.00	1.85%	0.41%
x	среднее арифметическое	x	x	x	x	5.99%	3.82%

Согласно исследованиям Дамодарана, стратегия инвестирования в акции при IPO с целью фиксации дисконт-прибыли, является очень высоко рискованной и главным критерием при инвестировании должны служить показатели роста и чистого денежного потока.

Наша гипотеза о недооценке как скидке за отсутствие контроля при приобретении неконтрольного пакета акций находит место в группе моделей собственности и контроля, но не является развитием существующих моделей, а претендует на новую ветку исследований феномена недооценки.

При этом данное утверждение согласуется с интегральной теорией стоимости, разработанной Мерсером. В Интегрированной теории утверждается, что традиционная трехуровневая модель стоимости (рис. 2), которая обычно принимается как самоочевидная, не отвечает наблюдаемым на рынках условиям ценообразования.

Таким образом, IPO-дисконт является действенным рычагом при привлечении акционерного капитала, так как его предоставление не нарушает базовых основ экономических отношений, но придает инвесторам уверенности, что они произвели выгодную инвестицию.

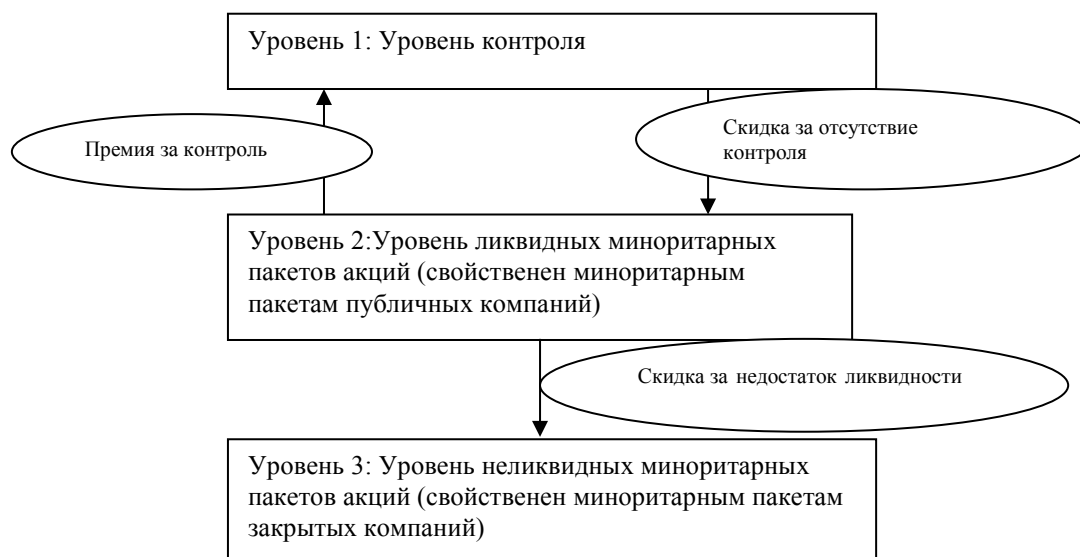


Рис. 2. Традиционная модель трех уровней стоимости [1]

В начале 90-х эта проблема начала обсуждаться благодаря выходу статьи Э.Нэта. Он утверждал, что наблюдаемые на открытом рынке цены на акции публичных компаний торгуются на контрольном, а не на миноритарном уровне. Если было бы иначе, объяснял Нэт, то любой корпоративный захватчик смог бы поделить часть стоимостного превышения цены одной акции на уровне контроля относительно ее цены (миноритарного уровня) на биржевой площадке с миноритарными биржевыми акционерами и мог бы поглотить любую компанию. Такую ситуацию мы могли бы наблюдать, если действовала традиционная схема трех уровней стоимости, когда стоимость акции на уровне контроля всегда бы была выше, чем ее стоимость на миноритарном уровне.

Современная интегральная теория стоимости так описывает решение данного парадокса: контроль ничего не стоит без возможности увеличивать экономическую чистую прибыль компании (в классических эмпирических моделях контроль имеет абсолютную ценность, вне зависимости от результатов его применения). При рыночной распыленности (англ. widely-held company), в условиях англо-американской модели фондового рынка, акционеры, приобретая акции, рассчитывают, что менеджмент этой компании будет управлять в их интересах. Если менеджмент не справится с функцией оптимизации выгод компании, то компания со временем станет претендентом на поглощение. Поэтому даже если миноритарий не имеет контроля, то рыночные силы заставляют менеджмент работать в интересах этого миноритария так же, как и в случае наличия у него полного контроля.

В публичных компаниях контроль акционеров практически не имеет смысла с точки зрения формирования экономической прибыли. Непубличные же компании, в силу отсутствия столь жесткого контроля и аудита, более подвержены риску трансфертного ценообразования и вывода средств в пользу мажоритарного акционера. Правда, иногда и престижные аудиторы не выполняют своих обязанностей, например, Arthur Andersen фальсифицировала отчетность Enron, а отчет Ernst & Young по банку Lehman Brothers умалчивал о сущности проводимых транзакций "Repo 105", но в данном случае убытки понесли все без исключения держатели бумаг компаний, а фальсификации выполнялись топ-менеджментом.

При проведении процедуры IPO, в процессе изменения статуса компании, происходит потеря ценности контроля. Инвесторы, покупая при размещении акции непубличной компании, с присущими ей рисками, оказываются на открытом рынке, который снижает уровень некоторых из них, в том числе и риски, связанные с отсутствием контроля. Соответственно, и возрастает стоимость, формируя знаменитую академическую недооценку.

Данный механизм не нарушает базовых финансовых постулатов, и в тоже время значительно стимулирует спекулятивный спрос на акции, увеличивая эластичность спроса по цене, что в итоге приводит к возрастанию гибкости управления объемом эмиссии.

Целью данного исследования является определения экономической сущности недооценки в роли финансового рычага при привлечении акционерного капитала, но нельзя не затронуть и вопрос переоценки. Возможными факторами, вызывающими переоценку, мы считаем следующие:

- потребность инвестфондов в постоянном инвестировании, а не только в «горячие периоды». С помощью переоценки стимулируется предложение;

- IPO – инвестиционная процедура, иногда с горизонтом в десятки лет. Иногда инвестиционная стоимость с учетом определенной синергии выше по сравнению с фундаментальной экономической стоимостью. В этом случае оплачивается надбавка за участие в капитале;
- неверно определен уровень долгосрочного инвестирования, и активный сброс акций для фиксации недооценки, опускает цену ниже цены размещения;
- технические сбои в работе оборудования;
- сверхвысокая распыленность пакетов у отдельных инвесторов не позволяет им получить запланированную массу прибыли, с учетом затрат на аналитическое покрытие сделки, и более рационально избавиться от акций;
- скрытые мотивы инвесторов.

Выводы. Результаты анализа, приведенные в статье, свидетельствуют о том, что недооценка является достаточно сильным фактором, увеличивающим спрос на бумаги эмитента. В количественном измерении для западных рынков данный спекулятивный уровень спроса достигает до 30% всего объема IPO, для акций украинских компаний – не более 4%. При рассмотрении данной проблемы подтвердилась эффективность фондовых рынков. В работе обозначено новое направление исследования недооценки во взаимосвязи со скидками за отсутствие контроля при реализации неконтрольных пакетов акций.

Литература

1. Z. Christopher Mercer. Valuing Enterprise and Shareholder Cash Flows: The Integrated Theory of Business Valuation. – Peabody Publishing, 2004. – 389p.
 2. Варшавская фондовая биржа. База данных. [Электронный ресурс] // WSE. — Дата обращения: 08.02.2014. — Режим доступа: <http://www.gpw.pl>
 3. Геддес Р. IPO и последующие размещения акций. / Р. Геддес [Пер. с англ. Ю. Кострубова]. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 352 с.
 4. Грегориу Г.Н. IPO: Опыт ведущих мировых экспертов. / Г.Н. Грегориу; перевел с англ. А. Г. Петкевич; науч. ред. Н. А. Головки. – Минск: Гревцов Паблшер, 2008. – 624 с.
 5. Маркус Я.И. Почём нынче пакеты? Оценка пакетов акций. / Я.И. Маркус [Электронный ресурс] // Центр «Бизнесинформ» — Дата обращения: 14.02.2014. — Режим доступа: <http://bicenter.info/articles/06.shtml>
 6. Яскевич Е.Е. Скидки и надбавки при продаже российских пакетов акций. Оценка влияния привилегированных пакетов акций. / Е.Е. Яскевич [Электронный ресурс] // Научно-практический центр профессиональной оценки. — Дата обращения: 12.02.2014. — Режим доступа: <http://срса.ru/Publications/001/>
1. Z. Christopher Mercer. Valuing Enterprise and Shareholder Cash Flows: The Integrated Theory of Business Valuation. Peabody Publishing, 2004. – 389p.
 2. Varshavskaya fondovaya byrzhya. Baza dannykh. [Jelektronnyy resurs] // WSE. — Data obrashchenyya: 08.02.2014. — Rezhym dostupa: <http://www.gpw.pl>
 3. Heddes R. IPO y posleduyushchye razmeshchenyya aktsyy. / R. Heddes [Per. s anhl. Yu. Kostrubova]. – M.: ЗАО «Olymp—Byznes», 2008. – 352 s.
 4. Hrehoryu H.N. IPO: Opyt vedushchykh myrovyykh jekspertov. / H.N. Hrehoryu; perevel s anhl. A.H.Petkevych; nauch.red. N.A.Holovko.-. Mynsk: Hrevtsov Pablysher, 2008. – 624 s.
 5. Markus Ya.Y. Pochëm nynche pakety? Otsenka paketov aktsyy. / Ya.Y. Markus [Jelektronnyy resurs] // Tsentr «Byznesynform» — Data obrashchenyya: 14.02.2014.— Rezhym dostupa: <http://bicenter.info/articles/06.shtml>
 6. Yaskevych E.E. Skydky y nadbavky pry prodazhe rossyyskykh paketov aktsyy. Otsenka vlyuanyya pryvylehyrovannykh paketov aktsyy. / E.E. Yaskevych [Jelektronnyy resurs] // Nauchno-praktycheskyy tsentr professyonal'noy otsenky. — Data obrashchenyya: 12.02.2014. — Rezhym dostupa: <http://срса.ru/Publications/001/>
 7. Yaskevych E.E. Skydky y nadbavky pry prodazhe rossyyskykh paketov aktsyy. Otsenka vlyuanyya pryvylehyrovannykh paketov aktsyy. / E.E. Yaskevych [Jelektronnyy resurs] // Nauchno-praktycheskyy tsentr professyonal'noy otsenky. — Data obrashchenyya: 12.02.2014. — Rezhym dostupa: <http://срса.ru/Publications/001/>

Рецензент Кубліков В.К., д.е.н., професор, завідувач кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку Одеського національного економічного університету.

13.02.2014