

ХРЕСТОМАТИЯ: КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ — ЛОГИКА IPO

ПОЧЕМУ КОМПАНИИ СТАНОВЯТСЯ ПУБЛИЧНЫМИ? ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА IPO

А. В. БУХВАЛОВ

Высшая школа менеджмента СПбГУ

В настоящем выпуске Хрестоматии мы публикуем две работы, оригинальные версии которых появились в 1998 г., анализирующие причины изменения компаниями формы юридического лица со статуса частной на статус публичной компании. Выбор этих статей определяется, с одной стороны, участием в них таких видных исследователей, как М. Пагано и Л. Зингалес, а с другой — удачным сочетанием теории и эмпирики. Важной для российского читателя особенностью этих работ является ориентированность на проблемы корпоративного управления в экономиках континентальной Европы, к которым институционально тяготеет и российская экономическая система.

В течение многих десятилетий теория рассматривала переход к форме публичной корпорации как одноразовое событие, связанное с выходом акций компании на фондовый рынок. Сам этот выход трактовался исключительно в терминах привлечения компанией нового акционерного капитала, направляемого на реализацию крупных инвестиционных проектов и погашение долга. Основной проблемой считался устойчиво эмпирически наблюдаемый факт *недооцен-*

ки IPO (Initial Public Offering). Недооценкой IPO называется тенденция к значительному увеличению цены акций в течение первого дня торгов по сравнению с ценой первичного размещения. Парадоксальность этой ситуации выступает как потенциальное недополучение (утраченный «альтернативный» доход) денег юридическим лицом — вновь образовавшимся открытым акционерным обществом. Основная линия объяснений долгое время сводилась к информационной асимметрии между исходными собственниками и компанией-андеррайтером (инвестиционным банком).

Мы остановимся на моделях недооценки далее, но сразу отметим, что это отнюдь не единственная современная проблематика, проистекающая из рассмотрения IPO. Значительную роль играют соображения, связанные со структурой собственности и власти в компании, рынком корпоративного контроля (рынком слияний и поглощений), риском утери контроля над корпорацией и т. д. Отметим, что вложение изучения IPO в более общий контекст долговременных интересов сторон дает и более убедительные объяснения эффекта недооценки, на чем мы остановимся ниже.

Читаем Хрестоматию

Итальянский экономист Марко Пагано¹ является одним из ведущих специалистов по финансовой экономике. Для Хрестоматии мы выбрали две очень разные работы по проблематике IPO с его участием. Одна из них [Пагано, Роелл, 2009] посвящена теоретико-модельному описанию выбора структуры собственности контролирующим акционером. Именно его мотивация и приводит компанию на рынок IPO. Вторая работа [Пагано, Панетта, Зингалес, 2009], среди соавторов которой выступает известный американский специалист по корпоративному управлению Луиджи Зингалес², является чисто эмпирической. В данном эмпирическом исследовании авторы отчасти отталкиваются от постановки первой работы — речь идет о решении исходного собственника частной фирмы о выходе компании на IPO таким образом, чтобы, с одной стороны, не потерять контроль над компанией, а с другой стороны, за счет выбора новой структуры собственности избежать излишнего мониторинга, исходящего от других акционеров.

Начнем наш краткий обзор со статьи [Пагано, Роелл, 2009]. Логика модели, представленной в ней, заключается в том, что частная компания для привлечения внешних инвестиций имеет следующие альтернативы: 1) привлечь небольшое количество частных инвесторов на основе закрытых сделок — в результате исходный собственник подвергнется относительно жесткому мониторингу со стороны крупных акционеров; 2) осуществить IPO на бирже, предлагая акции широкому кругу инвесторов с

целью добиться распыленной структуры всех внешних собственников. Для достижения последнего эффекта исходные собственники часто устанавливают заниженные цены при IPO, делающие акции доступными мелким акционерам. Это одно из альтернативных объяснений для, по-видимому, наиболее обсуждаемой проблемы, связанной с IPO, — проблемы недооценки акций при IPO, о которой уже шла речь.

Предлагаемая модель является микроэкономической моделью, основанной на максимизации функции полезности предпринимателя при ограничениях, обуславливающих, прежде всего, согласие собственника и внешних акционеров осуществлять инвестиции в фирму. Общетеоретический вывод работы заключается в том, что стимул сделать компанию публичной тем сильнее, чем более необходимо значительное внешнее финансирование. Ниже мы укажем, что этот вывод вовсе не однозначен.

Статья [Пагано, Роелл, 2009] является существенным добавлением к более раннему потоку теоретических и эмпирических работ, посвященных положительному эффекту наличия в компании крупного акционера, осуществляющего мониторинг действий менеджера в рамках решения соответствующей части агентской проблемы. Обычно наличие крупного акционера трактовалось положительно для достижения компанией результативности. В рассматриваемой работе представлена обратная сторона медали: исходный собственник опасается излишнего мониторинга со стороны других крупных акционеров. В моделировании равновесного решения и заключается вклад работы [Пагано, Роелл, 2009].

В статье [Пагано, Панетта, Зингалес, 2009] используется база данных по частным и публичным компаниям Италии, которая позволяет проследить финансовые показатели и структуру собственности в течение длительного периода до и после IPO. Результат нетривиального эконометрического анализа свидетельствует о том, что при прочих равных компании стано-

¹ Марко Пагано является профессором Неаполитанского университета им. Федерико II, членом CEPR (где в 1997–2005 гг. он был содиректором исследовательской программы по финансовой экономике).

² Луиджи Зингалес является профессором предпринимательства и финансов им. Р. МакКормака Школы бизнеса Чикагского университета и автором многочисленных эмпирических работ по корпоративному управлению.

ваются публичными не для того, чтобы профинансировать свои инвестиционные проекты и рост (эти два фактора являются традиционными объяснениями выхода на IPO), а для того, чтобы перебалансировать свою структуру собственности после периода значительных инвестиций и быстрого роста. Последнее наблюдение соответствует тому, что исходный собственник сначала максимизирует ценность компании как для самого себя, так и для внешнего инвестора, и лишь потом выходит на IPO.

Предлагаемые читателю работы являются абсолютно международными по своим подходам и исследовательской технике, но обе они появились на итальянском фоне, а можно сказать и общее — континентальном европейском, типичной структуры собственности и менталитета инвесторов.³ Для континентальной Европы нетипична распыленная структура собственности, обычная для американских корпораций. В [Пагано, Роелл, 2009, с. 80] отмечается, что, по некоторым оценкам, в Италии 88% производственных компаний (в которых занято до 91% всех работающих) контролируются одним человеком или семьей; те же тенденции наблюдаются и в других развитых промышленных странах континентальной Европы. Характерно также следующее эмпирическое наблюдение из [Пагано, Панетта, Зингалес, 2009]: при IPO могут размещаться как новые акции вновь созданной публичной компании, так и акции исходных собственников, полученные ими в рамках выхода компании на IPO. Первые неотличимы от вторых для инвесторов-покупателей, но доход от продажи первых поступает на счет юридического лица, а доход от продажи вторых — на счета физических лиц — исходных собственников компании. В [Пагано, Панетта, Зингалес, 2009, табл. 6] показано, что исходные собственники склонны продавать незначительную долю акций компании (6%).

³ По-видимому, в значительной мере ту же логику можно перенести и в Россию. Достаточно вспомнить о многочисленных случаях противостояния «олигархов», которые обычно оборачивались полным застоєм для компании.

Уникальность базы исходных данных позволила также проанализировать, в какой мере ставки кредита при банковском финансировании отдельных частных компаний из выборки влияют на решение о переходе компании в статус публичной. Выяснилось также, что в Италии банки предоставляют кредит публичным компаниям под существенно более низкий процент, чем непубличным.

Простейшие сведения о моделях, основанных на панельных данных

Эконометрическая обработка панельных данных имеет свои существенные особенности, сведениям о которых мы посвящаем этот подраздел. Два основных типа данных, с которыми имеет дело эконометрика, представлены кросс-секционными (cross-section), или пространственными, данными и временными рядами (time series). В первом типе выборки исследователь имеет дело с многими объектами и многими свойствами этих объектов, рассматриваемыми на одном временном срезе. Во втором типе исследователь имеет дело с одним объектом, рассматриваемым в различные последовательные моменты времени, и многими свойствами этого объекта. Чаще всего на практике у исследователя просто нет возможности составить выборку, развивающуюся одновременно и в пространстве, и во времени. В случаях редкостного везения в руках исследователя оказывается *панельная выборка*.⁴

В панельной выборке рассматриваемые свойства анализируемых объектов даны в каждый момент времени, т. е. по каждому свойству можно проследить соответствующую траекторию объекта. В статье [Пагано, Панетта, Зингалес, 2009] исследуется случай наличия у исследователей уникальной выборки итальянских компаний за 11-летний период (1982–1992), содержащей разнообразные исторические данные по тысячам компаний, из которых

⁴ Панельные данные также называются лонгитудными.

по определенным критериям авторы выделили 69 компаний. Для построения модели, описывающей вероятность трансформации частной компании в публичную, авторы построили пробит-модель соответствующей вероятности для каждой компании и для каждого года [Пагано, Панетта, Зингалес, 2009, формула (1)]. Данная модель оценивалась с помощью метода наименьших квадратов стандартным образом, при этом ее значимость и объясняющая сила оказались незначительными.

Более интересная задача обработки панельных данных возникает в разделе IV, где сравниваются результаты деятельности компаний, которые прошли IPO в течение данного периода, и компаний, оставшихся частными. Для анализа в рамках алгоритма оценивания панельных данных, который называется регрессией с фиксированными эффектами, строится модель (2). Исследование показало существенное преимущество панельного подхода (формула (2)) по сравнению с моделью формулы (1), см. [Пагано, Панетта, Зингалес, 2009, с. 130].

В связи с тем, что на русском языке не удалось найти сколько-нибудь полного изложения регрессионной обработки панельных данных, приведем здесь простейшие необходимые сведения со ссылками на наиболее популярные зарубежные учебники по эконометрике.

Элементарное введение в проблему можно найти в [Pindyck, Rubinfeld, 1998, ch. 9.4]. Процесс комбинирования кросс-секционных и временных данных, образующих панель, называется группировкой (pooling). Простейшая техника анализа панельных данных собирает вместе все временные и кросс-секционные данные и оценивает модель с помощью метода наименьших квадратов. При таком подходе мы стираем информацию о траекториях отдельных объектов и тем самым, по существу, не используем динамику развития отдельных объектов. Хорошо известны экономически интерпретируемые примеры неадекватности подобного подхода (см.: [Green, 2003, p. 284]).

Более сложная процедура исходит из признания того факта, что пропущенные (omitted) переменные⁵ могут привести к изменениям в свободных членах кросс-секционных и временных регрессий. Так называемые модели с фиксированными эффектами (fixed effects) добавляют фиктивные переменные, зависящие от объектов, но не от времени, связанные с такого рода свободными членами. Это как раз те модели, которые используются авторами статьи [Пагано, Панетта, Зингалес, 2009].

Более подробно с данной техникой можно познакомиться в следующих учебниках: [Baltagi, 2005, ch. 10; 2008, ch. 10; Greene, 2003, ch. 13; Hsiao, 2003, ch. 3–7; Verbeek, 2004, ch. 10; Wooldridge, 2002, ch. 10]. Основной эконометрический пакет EViews позволяет провести все необходимые оценки для панельных данных, а свободно доступное (см. сайт <http://www.eviews.com>) руководство к нему также дает хорошее введение в теорию обработки панельных данных.

В работе [Пагано, Панетта, Зингалес, 2009], так же как и в любом учебнике по эконометрике, часто встречается термин estimator. Стандартный перевод этого термина в учебниках по математической статистике — «оценка». Однако, к сожалению, слово «оценка» используется в этих книгах слишком широко, и читателю приходится определять конкретный смысл из контекста, что крайне неудобно любому читателю, и прежде всего читателю-экономисту. Так, этот термин «склеивает» целых три английских эконометрических термина: estimate — оценка как число, estimation — оценивание как процесс, estimator — алгоритм построения оценки, часто выражаемый явными формулами. Наличие в русскоязычной терминологии математической статистики таких общепринятых калек с английского, как «регрессор» и «предиктор», побуждает нас остановиться на последовательном выборе термина «эстиматор» в качестве перевода для estimator. Для

⁵ Независимые переменные, не включенные в модель.

оценки модели с фиксированными эффектами используется внутригрупповой эстиматор (within estimator).

Остановимся кратко на модели (2) статьи [Пагано, Панетта, Зингалес, 2009]. В случае панельных данных возможно анализировать изменения на индивидуальном уровне. Рассмотрим ситуацию, в которой средний уровень некоей меры результативности, например *ROA*, в среднем растет на 2% для данной выборки фирм. Только при анализе панельных данных возможно установить, является ли это, к примеру, результатом роста на 2% каждой фирмы или это результат роста в среднем на 4% для половины фирм, при отсутствии изменений у другой половины и т. п.

Модели выхода на IPO как раз требуют рассмотрения индивидуальных траекторий фирм, так как сам выход или не выход на IPO является индивидуальным решением фирмы — здесь средние кросс-секционные показатели могут и не означать ничего существенного для данного класса фирм.

Исследования IPO в последующие 10 лет

За 10 лет, прошедшие с момента публикации предлагаемых вниманию читателей статей, появились чрезвычайно интересные работы, связанные с дальнейшим моделированием решения об осуществлении IPO. Интересным дополнением к [Пагано, Панетта, Зингалес, 2009] является более поздняя публикация [Rigamonti, 2007], анализирующая IPO итальянских компаний на более поздней выборке 1985–2005 гг. Показано, что даже через 10 лет, как правило, исходный контролирующий акционер по-прежнему сохраняет контроль. Семейные фирмы менее всего склонны к передаче контроля, но если это происходит, то это продажа всего пакета другому дружественному инвестору.

Модель привлечения фирмой собственного капитала от внешних инвесторов, предложенная в работе [Myers, 2000], значительно шире по тематике, чем просто IPO.

В качестве приложения получена многоэтапная модель принятия фирмой решения об IPO. Эта модель основывается на построении простого дерева решений с учетом неопределенности в результатах деятельности фирмы. Автор также останавливается на агентской проблеме и проблеме мониторинга. В модели указаны условия, когда устойчивым образом будет работать механизм партнерства между инсайдерами и аутсайдерами.

Другая теоретическая модель была предложена в [Benninga, Helmantel, Sarig, 2005]. Модель основывается на подходе к принятию решений в условиях неопределенности потока денежных платежей и использует идеи реальных опционов, а именно: предлагается модель нахождения оптимального момента выхода на IPO, основанная на опционе ожидания. В работе дается новая интерпретация недооценки IPO на основе рассмотрения другого реального опциона — опциона перехода публичной компании в юридическую форму частной компании. Последняя возможность является либо вариантом опциона переключения между активами, либо вариантом опциона прекращения, в той его наиболее нетривиальной модификации, когда прекращение означает не снижение убытков, а создание возможностей для новых прибылей (обсуждение этого момента см. в [Бухвалов, 2004, с. 23–24]).

В работе [Maksimovic, Pichler, 2001] предложена модель принятия решения о времени выхода на IPO и недооценки IPO, также основанная на технике реальных опционов (опцион ожидания) и учете неблагоприятного отбора. Так как на финансовом рынке ценность фирмы в конечном итоге определяется ее успехами на продуктовом рынке, то достаточно очевидным является тезис, утверждающий, что ценность информации о компании, имеющаяся у инвесторов, выше в частной фирме, чем в фирме, осуществляющей IPO. Интересной стороной работы выступает рассмотрение решения об IPO с учетом возможности проведения IPO конкурирующей фирмой. Такого рода

задача наиболее актуальна для венчурных компаний в области высоких технологий. Дальнейший прогресс в объяснении механизмов информационной асимметрии при IPO и факта недооценки внесла работа [Maksimovic, Pichler, 2006]. В [Aussenegg, Pichler, Stomper, 2006] рассматривается эконометрическая модель различных существующих на практике механизмов нахождения цены первоначального размещения (book-building market; when-issued market), основывающаяся на данных о ценах первичных размещений в Германии.

По-прежнему публикуется много работ технического содержания, посвященных поискам, теоретическим и эмпирическим, причин недооценки IPO. Отметим, в частности, работы [Loughran, Ritter, 2002; 2004].

Работы, представленные в настоящем выпуске Хрестоматии, как отмечалось, имеют явный теоретический и эмпирический акцент на особенностях континентальной Европы. В связи с этим встает вопрос о том, что показывает современная теория, и особенно эмпирика, для США — страны, в которой осуществляется наибольшее количество IPO.

В работе [Brau, Fawcett, 2006] обработаны интервью, заполненные 336 генеральными финансовыми директорами (CFO). Целью исследования было сравнение существующей практики с теорией в таких разделах IPO, как мотивация, выбор решения о времени IPO (timing), выбор андеррайтера, эффект недооценки, роль сигнализирования и решение о сохранении статуса частной компании. Результаты этой работы довольно значительно расходятся со многими существующими теоретическими представлениями. Одним из основных выводов стало весьма однозначно выявленное мнение, что главной причиной перехода компании в статус публичной корпорации являются благоприятные возможности проведения поглощений (acquisitions) в рамках именно этой юридической формы. По существу, речь идет о важнейшей роли рынка корпоративного контроля, на которой всегда настаивала институцио-

нальная экономика. Отметим, что вопрос о стратегической роли возможности проведения поглощений как фактора выхода на IPO вообще, как правило, не ставился. Это касается как работ, включенных в Хрестоматию⁶, так и прочих упомянутых выше исследований.

Отметим, что финансовые директора, чьи мнения представлены в [Brau, Fawcett, 2006], при решении вопроса о времени выхода на IPO принимают во внимание всю совокупность рыночных условий, что, безусловно, является правильным предположением (странно думать, что при отраслевом росте прибыльности, но падающем фондовом рынке IPO может быть успешным с точки зрения привлечения средств). Обследование показало, что финансовые директора ожидают недооценку при IPO, но считают ее естественной компенсацией инвестора за принятие риска, без которой успешное IPO невозможно.⁷ Финансовые директора считают, что самым главным позитивным сигналом для инвестора являются исторические прибыли в последние годы, а вторым по значимости сигналом — качество андеррайтера. Имеются чрезвычайно разноречивые мнения по поводу различных специфических для фирмы характеристик. Последний главный вывод достаточно предсказуем: основная причина сохранения статуса частной компании заключается в том, чтобы оставить за собой контроль над принятием решений и права собственности.

Чрезвычайно интересным является обобщающий материал, связывающий основные теоретические концепции корпоративного управления с ответами финансовых директоров [Brau, Fawcett, 2006, Appendix C, p. 429–433]. Приведем лишь некоторые при-

⁶ Здесь вопрос остается по-прежнему открытым, так как в публикуемых работах рассматривается итальянский рынок, а в [Brau, Fawcett, 2006] — американский; фондовый рынок в США развит намного более, чем в континентальной Европе, т. е. является значительно более благоприятной средой для перехода прав собственности.

⁷ Недооценка — это что-то вроде гудвила «наоборот».

меры, связанные с процитированными выше теоретическими работами. Утверждение [Maksimovic, Pichler, 2001] о том, что компания выходит на IPO для увеличения своей публичности и репутации, нашло лишь умеренную поддержку. Важность учета отраслевой принадлежности фирмы [Пагано, Панетта, Зингалес, 2009] нашло сильное подтверждение. Работа [Loughran, Ritter, 2002] по недооценке получила низкую поддержку в результатах проведенного опроса финансовых директоров. Наконец, ответственность исполнительного менеджмента, вытекающая из закона Сарбейнса–Оксли, не получила поддержки финансовых директоров в качестве механизма, инициирующего переход компании в публичную форму. Также несущественными факторами были признаны требования по представлению отчетности SEC, затраты на проведение IPO и раскрытие информации конкурентам.

В отличие от практически всех процитированных ранее эмпирических работ, работа [Brau, Fawcett, 2006] использует материалы опроса менеджеров, а не объективную статистику компаний. Поэтому такого рода исследования можно считать чрезвычайно интересным, но лишь дополнительным источником для существующего блока эмпирической литературы. Хорошо известный минус любых исследований, основывающихся на опросах менеджеров, заключается в том, что мы получаем ответы скорее об их намерениях, чем о том, как они регулярно действуют. Это должно быть особенно заметно при ответе на вопросы, связанные с таким единичным действием, как IPO, которое в истории редкой компании является множественным фактом. Тем не менее знать то, что думают менеджеры, тоже чрезвычайно важно для представления об их реакции на те или иные действия или на ту или иную ситуацию.

Логика IPO в России

Исследования о выборе компанией формы юридического лица проводились, хотя и в меньшем масштабе, в России. Основные

эмпирические работы проводились в ГУ–ВШЭ (частично — совместно с университетом Хитоцубаши) [Долгопятова, 2007а; 2007б; Долгопятова, Яковлев, Ивасаки, 2007; Ивасаки, 2006; 2007; Яковлев, 2007] и в Высшей школе менеджмента СПбГУ (см.: [Бухвалов, Комиссарова, 2006; Бухвалов и др., 2006; Березинец, Ильина, 2008]).

Отметим также теоретическую работу [Дорофеев, 2004], где проблематика мониторинга крупным собственником рассматривалась в плоскости возможности его сговора с менеджерами.

Применение понятия IPO к российским компаниям требует своего теоретического осмысления в силу значительной институциональной специфики [Бухвалов, 2005]. Прежде всего, в результате плановых процессов приватизации 1993–1994 гг. огромное количество предприятий было формально преобразовано в открытые акционерные общества (ОАО), причем распределение акций диктовалось самими приватизационными процедурами. Реальная торговля акциями началась только с открытием РТС в сентябре 1995 г., но лишь для очень немногих компаний. На протяжении многих лет количество компаний в листинге колебалось на отметке в 300, при том что количество ликвидных акций (как обыкновенных, так и привилегированных) не превышало 30–40 наименований. Некоторые компании вышли на иностранные фондовые рынки с помощью ADR и GDR, хотя до середины 2000-х гг. очень немногие из последних инструментов котировались на ведущих биржевых площадках. Кроме того, в юридическом плане акционерные общества подразделялись на открытые и закрытые (ЗАО). Тип ЗАО как юридическая форма, занимающая промежуточное место между частными компаниями (ООО в России) и ОАО, вызывал естественные вопросы о своей экономической логике (см.: [Ивасаки, 2006]). Случай ОАО как формы юридического лица также требовал экономического объяснения того, почему при более чем 50 тыс. зарегистрированных

ОАО количество включенных в листинг компаний оставалось на одном и том же невысоком уровне?

Де-юре каждое ОАО следовало трактовать как публичную компанию. Реально, однако, акции этих компаний не имели свободного обращения. Это привело к необычной ситуации, когда ОАО начали проводить IPO на зарубежных и российских биржах. Эпоха регулярных российских IPO началась с размещения на фондовой площадке NYSE компании «Вимм-Билль-Данн» в феврале 2002 г. В середине 2000-х гг. произошел целый бум российских IPO, прежде всего на Лондонской фондовой бирже, что было связано с введенным в США в 2003 г. законом Сарбейнса–Оксли, ужесточившим требования к отчетности и корпоративному управлению компаний. Пик активности на европейских рынках пришелся на 2006 и 2007 гг. Так, в 2007 г. капитализация осуществивших свои IPO российских компаний составила 43% международных IPO на европейских биржах (Китай — 5%), а из пяти крупнейших международных IPO три приходятся на российские компании во главе с ВТБ. Два года подряд, в 2006 и 2007 гг., Россия держала и абсолютное первенство в Европе по привлеченному отдельной компанией через IPO капиталу («Роснефть» и ВТБ, соответственно).⁸ В настоящий момент кризис повсеместно приостановил процесс выхода компаний на IPO, поэтому в нашем кратком обзоре мы остановимся на периоде с 2002 по первую половину 2007 г.

По технике своего проведения и маркетингу российские IPO имели существенные особенности.⁹ Как правило, заявки на по-

купку акций при IPO могут подать только крупные инвесторы (частичное размещение акций для мелких инвесторов через Интернет явилось инновацией Google в 2004 г.). При проведении IPO в России получили распространение «народные IPO», рассчитанные на прямое участие населения в покупке акций при IPO. Наиболее известными такими случаями являются размещения акций ВТБ и «Роснефти». Отметим, что агрессивная маркетинговая политика при размещении акций, направленная на то, чтобы привлечь инвестиции со всех сегментов рынка, может привести к эффекту, обратному недооценке IPO. А именно, цены на акции ВТБ быстро упали ниже уровня IPO и продолжали оставаться на этом уровне, несмотря на то что отчетность о результатах деятельности ВТБ носила вполне позитивный характер и в обычных условиях должна была бы обеспечивать рост, а не падение. Естественно высказать гипотезу, что рынок был перегрет благодаря маркетинговым усилиям. Конечно, нельзя делать общетеоретический вывод, имея в статистике одну-единственную компанию, но в качестве трактовки конкретного кейса данное объяснение представляется правдоподобным.

Можно было бы задаться вопросом, почему иностранные компании не поступают так же. По очень простой причине: для самой компании, ее менеджеров и акционеров капитализация играет существенную роль, причем не только в случае слияний и поглощений. В России это не так.

Однако имеется множество черт российских IPO, совпадающих с международными тенденциями. Прежде всего, для подавляющего количества IPO имел место факт недооценки, т. е. цена акций в первый день торговли существенно возросла. Здесь, впрочем, надо оговориться, что особенностью размещения на российских площадках является то, что по институциональным причинам завершение IPO и первый день биржевой торговли могли быть

⁸ Здесь использованы данные отчета: *IPO Watch Europe. Review of the Year 2007*. PricewaterhouseCoopers, http://www.pwc.co.uk/pdf/ipo_watch_review_2007.pdf

⁹ Здесь надо отметить и путаницу в терминологии. Часто именем IPO назывались вторичные размещения (SPO — Seasoned Public Offerengs) — примером является так называемое «народное IPO Сбербанка». Смысл же SPO совершенно другой. Это не изменение формы юридического ли-

ца. Некоторое сходство в проведении торгов не снимает вопроса о содержательном различии.

отделены значительным интервалом времени, за который инвесторы могли собрать много новой информации.

Спецификой российских IPO является и взаимоотношение эмитента с инвестиционным банком. При определении цены размещения используется технология «best try», и банк не выкупает объем эмиссии. Это делает российский рынок IPO менее чувствительным к классической информационной асимметрии.

Не используются в России и реальные опционы типа возвращения в форму частной компании, что на Западе делается через развитый рынок LBO — эта техника у нас почти неизвестна.

Кроме того, в отличие от ситуации в Италии, где [Пагано, Панетта, Зингалес, 2009] указывают на крайне незначительный уровень дивестиций, как в год IPO, так и в следующие три года, для России характерна ситуация, когда в рамках IPO одновременно продаются акции выходящего на IPO ОАО и пакеты акций его ключевых собственников. Доля дивестиций непосредственно при проведении IPO, указываемая в проспекте эмиссии, положи-

тельно коррелирована с недооценкой, хотя и на низком уровне значимости.

Хорошо известно, что развивающиеся фондовые рынки много более предсказуемы, чем развитые. В работе [Бухвалов, Волков, 2005] регрессионная двухфакторная модель, основанная на формуле остаточной прибыли, была впервые применена к ретроспективному оцениванию IPO компании «Вимм-Билль-Данн». Более чем удовлетворительный результат вселил надежду на то, что динамически пересчитываемая указанная модель может служить основой для нахождения цен IPO российских компаний. Эта гипотеза оправдалась практически для всех IPO, проведенных в 2005–2007 гг. По-видимому, одной из причин такой прогнозируемости является то, что в России на IPO выходят только крупные компании.

Возвращаясь к Хрестоматии, можно сказать, что в совокупности две представленные работы дают глубокий анализ принятия решений об IPO и реструктуризации собственности в континентальной Европе. Трудно переоценить значимость выводов этих исследований для российского рынка.

ЛИТЕРАТУРА

- Березинец И. В., Ильина Ю. Б. 2008. Изменение организационно-правовой формы российских компаний: взаимосвязь с финансовыми результатами деятельности. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Серия Менеджмент* (1): 31–52.
- Бухвалов А. В. 2004. Реальные опционы в менеджменте. Введение в проблему. *Российский журнал менеджмента* 2 (1): 3–32.
- Бухвалов А. В. 2005. Корпоративное управление как объект научных исследований. *Российский журнал менеджмента* 3 (3): 81–96.
- Бухвалов А. В., Волков Д. Л. 2005. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (1): 26–44.
- Бухвалов А. В., Комиссарова Ю. К. 2006. ОАО как инновация в российской экономико-правовой среде: особенности внедрения и адаптации. В сб.: Бухвалов А. В. (ред.). *Корпоративное управление и оценка компаний*. НИИ менеджмента СПбГУ: СПб.; 20–52.
- Бухвалов А. В., Осолков И. В., Ильина Ю. Б., Бандалюк О. В. 2006. Выбор организационно-правовой формы для российских компаний: постановка задач эмпирического исследования. В сб.: Бухвалов А. В. (ред.). *Корпоративное управление и оценка компаний*. НИИ менеджмента СПбГУ: СПб.; 53–71.

- Долгопятова Т. Г. 2007а. Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний (эмпирические свидетельства). *Вопросы экономики* (1): 84–97.
- Долгопятова Т. Г. 2007б. Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях. *Российский журнал менеджмента* 5 (3): 27–52.
- Долгопятова Т. Г., Яковлев А. А., Ивасаки И. (ред.). 2007. *Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития*. М.: Издат. дом ГУ–ВШЭ.
- Дорофеев Е. А. 2004. Влияние на корпоративное управление мониторинга инвестиций крупным собственником. *Российский журнал менеджмента* 2 (2): 57–72.
- Ивасаки И. 2006. Корпоративное право и организационный выбор: открытые и закрытые акционерные общества в России. *Российский журнал менеджмента* 4 (3): 55–76.
- Ивасаки И. 2007. Правовая форма акционерных обществ и корпоративное поведение в России. *Вопросы экономики* (1): 112–123.
- Пагано М., Панетта Ф., Зингалес Л. 2009. Почему компании становятся публичными? Результаты эмпирического анализа. *Российский журнал менеджмента* 7 (1): 109–148.
- Пагано М., Роелл Э. 2009. Выбор структуры собственности компании: агентские затраты, мониторинг и решение о превращении компании в публичную. *Российский журнал менеджмента* 7 (1): 79–108.
- Яковлев А. А. 2007. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование. *Российский журнал менеджмента* 5 (1): 3–34.
- Aussenegg W., Pichler P., Stomper A. 2006. IPO pricing with bookbuilding and a when-issued market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41 (4): 829–861.
- Baltagi B. H. 2005. *Econometric Analysis of Panel Data*. 3rd ed. John Wiley & Sons: Chichester, UK; ch. 10.
- Baltagi B. H. 2008. *Econometrics*. 4th ed. Springer: Berlin; ch. 10.
- Benninga S., Helmantel M., Sarig O. 2005. The timing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics* 75 (1): 115–132.
- Brau J. C., Fawcett S. E. 2006. Initial public offering: An analysis of theory and practice. *Journal of Finance* 61 (1): 399–436.
- Greene W. H. 2003. *Econometric Analysis*. 5th ed. Prentice-Hall: Upple Saddle River; ch. 13.
- Hsiao C. 2003. *Analysis of Panel Data*. 2nd ed. Cambridge University Press: N. Y.
- Loughran T., Ritter J. R. 2002. Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs. *Review of Financial Studies* 15 (2): 413–443.
- Loughran T., Ritter J. R. 2004. Why has underpricing changed over time? *Financial Management* 33 (3): 5–37.
- Maksimovic V., Pichler P. 2001. Technical innovation and initial public offerings. *The Review of Financial Studies* 14 (2): 459–494.
- Maksimovic V., Pichler P. 2006. Structuring the initial offering: Who to sell to and how to do it. *Review of Finance* 10 (3): 353–387.
- Myers S. C. 2000. Outside equity, *Journal of Finance* 55 (3): 1005–1037.
- Pindyck R. S., Rubinfeld D. L. 1998. *Econometric Models and Economic Forecasts*. 4th ed. McGraw-Hill: N. Y.
- Rigamonti S. 2007. *Evolution of Ownership and Control in Italian IPO Firms*. BITNotes Working Paper No. 17. <http://ssrn.com/abstract=995164>
- Verbeek M. 2004. *A Guide to Modern Econometrics*. 2nd ed. John Wiley & Sons: Chichester, UK.
- Wooldridge J. M. 2002. *Econometric Analysis of Cross-Section and Panel Data*. MIT Press: Cambridge, MA; ch. 10.

Статья поступила в редакцию
12 марта 2009 г.