

ОЦЕНКА АКЦИЙ УБЫТОЧНЫХ КОМПАНИЙ НА IPO НА ПРИМЕРЕ РЫНКА США

Иванова М.Д., (ИТМО, Санкт-Петербург)
Научный руководитель – к.э.н., доцент Янова Е.А.
(ИТМО, Санкт-Петербург)

Аннотация

IPO компании являются новичками на рынке и предположительно более непрозрачными, чем другие публичные компании. Определение стоимости этих фирм является сложной задачей, а при отрицательной прибыли - еще труднее

Введение

Высокие оценки во многом связаны с активизацией маркетинговых усилий венчурных капиталистов и андеррайтеров. Полученные данные показывают, что венчурные капиталисты и андеррайтеры обладают рыночной властью, чтобы формировать у инвесторов хорошее восприятие IPO и создавать спрос со стороны инвесторов, что повышает оценку. Из-за более высокого уровня неопределенности и самоуверенности IPO с отрицательной прибылью, похоже, отличаются от других IPO и более подвержены рекламной шумихе.

Часть 1

За последние пару десятилетий тысячи компаний в США решили стать публичными, собрав выручку от акционерного капитала в сотни миллиардов долларов. Около половины всех первичных публичных размещений (IPO) в США в период с 1994 по 2013 год были инициированы компаниями с отрицательной прибылью. Особенно на этапе доткомов молодые высокотехнологичные компании инициировали IPO, даже когда не было разработано ни одного продукта, не было получено прибыли, а зачастую даже не было продаж. Интересно, что эти фирмы нашли инвесторов, которые были готовы вложить деньги, чтобы получить часть многообещающей идеи, которая могла бы превратиться в многомиллиардный бизнес.

Стоимость некоторых из этих фирм резко возросла и не могла быть оправдана зачастую отсутствующими фундаментальными показателями. Со временем инвесторы во многих случаях осознали, что их высокие ожидания и надежды никак не могут быть реализованы. Пузырь лопнул. Было ли это просто феноменом ажиотажа в Интернете в те дни?

Очень известные IPO, такие как Groupon, Twitter и Tesla, являются примерами IPO компаний с отрицательной прибылью и очень высокими оценками после фазы доткомов. Groupon, например, оператор местных торговых онлайн-площадок, стала публичной в 2011 году. Перед IPO компания сообщила в своем проспекте о продажах на конец финансового года в размере 313 млн долларов США и убытке в размере 390 млн долларов США. При поддержке известных фирм венчурного капитала и весьма уважаемых андеррайтеров компания была оценена в 12,7 млрд долларов США с точки зрения рыночной капитализации на основе цены предложения. Это означает, что отношение рыночной стоимости к балансовой стоимости составляет около 17,9х, что в 4-5 раз выше, чем у котирующихся на бирже компаний той же отрасли, года и аналогичного размера. Twitter и Tesla предлагают аналогичные показатели.

Основываясь на множителях цены предложения, Пурнанандам и Свамианатан (2004) показывают, что IPO могут быть как заниженными, так и переоцененными одновременно.

Они считают, что эти переоцененные IPO имеют более слабые финансовые результаты и в долгосрочной перспективе неэффективны. Инвесторы могут быть обмануты оптимистичными прогнозами роста и при оценке IPO не уделять должного внимания рентабельности.

1.2 Гипотезы

Гипотеза 1: IPO с отрицательной прибылью более ценны, чем IPO с положительной прибылью и публично зарегистрированные компании.

Первая гипотеза в этой статье в основном основана на теории Миллера (1977) о гетерогенных убеждениях. Как показывают экономисты Пурнанандам и Сваминатан (2004), IPO кажутся более ценными, чем компании, акции которых котируются на бирже, из-за сильной ориентации на ожидания роста. Если широкий диапазон допущений и убеждений в росте и прибыльности затрудняет оценку прибыльных IPO, эффект для IPO с отрицательной прибылью должен быть еще более выраженным. Еще труднее выполнить оценку, основанную на фундаментальных принципах. Основываясь на теории Миллера (1977), я предполагаю, что разнородные убеждения должны преобладать, когда дело доходит до оценки таких компаний. Поскольку предполагается, что только самые оптимистичные инвесторы участвуют в IPO и получают акции, оценка должна быть еще более активной по сравнению с другими фирмами IPO с положительной прибылью. Этот более высокий уровень неопределенности из-за асимметричной информации может привести к высокой оценке и также описан Баяром и Чеммануром (2012). Следовательно, уровни оценки IPO с отрицательной прибылью могут быть обусловлены неопределенностью, а не только ожиданиями более высокого роста. Такая более высокая оценка должна сохраняться не только на уровне IPO фирм (Aggarwal et al., 2009), но также должна сохраняться при сравнении IPO фирм с публично зарегистрированными компаниями. Следовательно, Гипотеза 1 выглядит следующим образом: Гипотеза 1: IPO с отрицательной прибылью более ценны, чем IPO с положительной прибылью и публичными листингами компаний.

Гипотеза 2: Рыночная власть венчурных капиталистов и андеррайтеров в сочетании с высоким уровнем освещения в СМИ приводит к более высокой оценке IPO компаний с отрицательной прибылью.

Экономисты Чемманур и Кришнан (2012) утверждают, что согласно гипотезе рыночной власти, влияние венчурных капиталистов или андеррайтеров должно со временем уменьшаться, а уровни оценки снижаться и стремиться к внутренней стоимости.

Они считают, что первоначальная самоуверенность помогает повысить оценку фирмы. Если интерпретировать результаты по-разному, рынок, похоже, со временем учится по мере того, как становится доступным все больше и больше информации, а уровни оценки снижаются до истинной стоимости. Согласно Green and Hwang (2012), розничные инвесторы в среде с высокими настроениями инвесторов, похоже, предпочитают высокорисковые, похожие на лотерею IPO из-за неправильного представления о потенциальной крупной прибыли, хотя на самом деле вероятность такого исхода мала. Как следствие, в долгосрочной перспективе эти IPO, скорее всего, будут хуже работать. Кроме того, согласно теории Миллера (1977), стоимость IPO компаний должна снижаться с уменьшением уровня неопределенности.

2. Данные и методология

2.1 Сбор данных

Были использованы общие базы данных, сопоставимые с наборами данных в литературе (например, Purnanandam and Swaminathan, 2004). База данных ThomsonONE Equity используется для данных IPO с указанием дат, компаний, цен предложения, выручки, а также участия венчурных капиталистов или андеррайтеров. Выборка включает IPO в США в период с 1 января 1994 по 31 декабря 2013 г. Эти временные рамки включают различные фазы рынка IPO, такие как фаза доткомов и недавний финансовый кризис, а также более стабильные периоды. В выборку включены только IPO обыкновенных акций. Пенни-акции с ценой предложения ниже 5 долларов США, а также IPO финансового сектора исключаются.

Согласно описательной статистике, компании IPO с отрицательной прибылью с большей вероятностью будут иметь поддержку венчурного капитала, они моложе, с большей вероятностью будут высокотехнологичными компаниями, имеют более высокое соотношение рыночной стоимости к балансовой стоимости и меньше по объему продаж. Доля IPO фирм с отрицательной прибылью и общее количество IPO достигли своего пика на этапе доткомов. Во время финансового кризиса 2009 года только 21% IPO компаний были убыточными. Рынок IPO значительно замедлился в 2008 г. (13 IPO) и 2009 г. (34 IPO); в 2010-2013 гг. стабильно росли IPO с отрицательной прибылью и количество IPO.

Заключение

Оценка IPO компаний является сложной задачей, поскольку большинство из этих компаний являются новыми для инвесторов. Таким образом, существует высокая неопределенность, смогут ли эти фирмы обеспечить обещанные темпы роста и генерировать денежные средства в будущем. Эта непрозрачность еще более выражена для IPO компаний со слабыми финансовыми показателями, особенно с отрицательной прибылью. Чтобы пролить больше света на различия в оценке IPO фирм, я анализирую различия между IPO фирмами с положительной и отрицательной прибылью, ищу потенциальные движущие силы оценки и проверяю долгосрочные различия в производительности этих IPO компаний. Большинство распространенных исследований IPO прямо не фокусируются на IPO с отрицательной прибылью и не включают в себя IPO, хотя 48% IPO проводятся убыточными компаниями. Это первое исследование, в котором сравниваются уровни оценки убыточных IPO компаний с публичными компаниями, а также проверяются теории и результаты других оценочных документов IPO.

В рыночной среде с высокой неопределенностью, неоднородными убеждениями, неправильным представлением о риске и доходности и излишней самоуверенностью IPO с отрицательной доходностью могут отличаться от других IPO и быть более подверженными рекламной шумихе. Этот эффект поддерживается влиянием венчурных капиталистов и андеррайтеров. Поскольку большая часть распространенной литературы по оценке IPO посвящена периодам до недавнего финансового кризиса, это расширение дает новое понимание более недавних IPO. Я показываю, что IPO с отрицательной прибылью более ценны по сравнению с IPO с положительной прибылью и уже зарегистрированными компаниями. В целом компании, проводящие IPO, ценятся выше, чем компании-конкуренты.

Результаты показывают, что эти высокие уровни оценки являются результатом маркетинговых кампаний, проводимых венчурными капиталистами и андеррайтерами. Эти результаты подтверждаются различными тестами на надежность. Маркетинг IPO влияет на восприятие инвесторами этих компаний, тем самым увеличивая спрос из-за высоких ожиданий роста и генерируя высокие уровни оценки. Эти оценки, похоже, не основаны на фундаментальных финансовых показателях и могут указывать на чрезмерную реакцию. Инвесторы корректируют рыночные цены после IPO. Поскольку

многие из убыточных IPO компаний не в состоянии монетизировать свои ожидания высоких темпов роста в долгосрочной перспективе, премии за оценку имеют тенденцию к снижению до уровней оценки других IPO компаний. В результате компании IPO с отрицательной прибылью уступают рынку и другим компаниям IPO.