

ВЛИЯНИЕ НА ПАЗАРНИТЕ ПРОМЕНИ ВЪРХУ ПЪРВИЧНИТЕ ПУБЛИЧНИ ЕМИСИИ

Петър Атанасов¹, ПУ „Паисий Хилендарски“

Резюме

Публичността е едно от най-важните събития в жизнения цикъл на компанията. Решението за преминаване от частния към публичния сектор включва значителни и разнообразни потенциални разходи и ползи. Първоначалното публично предлагане често е най-големият проблем с единичен капитал, който дадена компания прави и отбелязва важен преход по отношение на регулирането, структурата на собственост и информационната среда. Теоретично, капиталовият пазар трябва да привлича, концентрира и пренасочва свободния финансов ресурс към бизнеса, отговаряйки на неговите предпочитания за риск и ликвидност. Така дефинираните функции и задачи се изпълняват в достатъчна степен от първичния пазар, чийто размер е сравнително малък в сравнение с вторичния пазар и пазара на деривати. Изследването на връзката между пазарните промени и първичните публични емисии е от решаващо значение за анализа и прогнозите на двата показателя.

Ключови думи: *капиталов пазар, първични публични емисии*

INFLUENCE OF MARKET CHANGES ON PRIMARY PUBLIC EMISSIONS

Petar Atanasov² Plovdiv University “Paisii Hilendarski”

Abstract

Publicity is one of the most important events in a company's life cycle. The decision to move from the private to the public sector involves significant and diverse potential costs and benefits. The initial public offering is often the largest single capital issue that a company makes and marks an important transition in terms of regulation, ownership structure and information environment. Theoretically, the capital market should attract, concentrate, and redirect the free financial resource to the business, responding to its preferences for risk and liquidity. The functions and tasks thus defined are sufficiently met by the primary market, the size of which is relatively small compared to the secondary market and the derivatives market. The study of the relationship between market changes and primary public emissions is crucial for the analysis and forecasts of both indicators.

Key words: *capital market, primary public emissions;*

¹ Петър Атанасов работи, като главен асистент във Факултета по Икономически и Социални Науки - катедра Финанси и Счетоводство при ПУ „Паисий Хилендарски“ гр. Пловдив, преподава корпоративни финанси и има интереси в областта на капиталовите пазари.

² Petar Atanasov works as a chief assistant professor in the Faculty of Economics and Social Sciences, Department of Finance and Accounting at Plovdiv University “Paisii Hilendarski”; Lecturer on Corporate Finance and has interests in the field of capital markets.

ПРЕДИМСТВА И НЕДОСТАТЪЦИ НА ПУБЛИЧНОСТТА

Две от основните функции на добре работещата финансова система са формирането на капитал от компаниите и споделянето на риска между инвеститорите. Процесът на първичното публично предлагане обслужва и двете функции, позволявайки собствениците на компании да привлечат капитал, като при това споделят риска с по – широката инвестиционна публика.

Собственият капитал носи особено значение за дългосрочните инвестиции и растеж на компанията. Причината е, че последният притежава някои отличителни характеристики, които му придават специална роля като източник на финансиране в сравнение с други форми на капитал, като банковия дълг и търговския кредит.

- ✓ На първо място, инвестирането на собствен капитал е безсрочно. След като бъде предоставен, той не може да бъде изтеглен от акционерът. Това очевидно е в рязък контраст с временните капиталови инвестиции.
- ✓ Собственият капитал е търпелив в смисъл, че не гарантира някаква фиксирана норма на възвръщаемост. Доставчиците на собствен капитал ще бъдат вземздени само след като бъдат вземздени всички останали заинтересовани страни, като служители, доставчици, бюджет, кредитори и др.
- ✓ Тъй като собственият капитал получава само остатъчната печалба, матуритета му е безсрочен а при фалит и ликвидация акционерите се вземздяват последни, собственият капитал е по-рисков от другите форми на външен капитал, които обикновено получават дадена възвръщаемост, независимо от това колко добре се справя компанията. Тази характеристика на собствения капитал е особено важна за ориентираните към бъдещето компании, където резултатът от научните изследвания, иновациите, разработването на продукти и навлизането на пазари е несигурно а готовността за поемане на риск е важна.

Безсрочният, търпелив и рисков характер на собствения капитал означава, че той е важен не само за отделната компания. Наличието на достатъчно собствен капитал всъщност е от системно значение за самата структура и дългосрочна динамика икономиката. Наличието на собствен капитал предполага постепенното изместване на индустриалната структура на страната от компании, които са ограничени в развитието си от краткосрочни кредити и заеми, към ориентирани към бъдещето иновативни, базирани на знания и интензивни капитали компании, които притежават далеч по – висок потенциал за растеж.

Повечето от съществуващата литература относно теориите разглеждащи публичността на компаниите, се основават на разходите и ползите от публичната спрямо частната собственост.

Публичността би могла да увеличи финансовата гъвкавост на кампаниите чрез допълнително подобряване на достъпа им до капиталово финансиране. Един от непосредствените ефекти на първичното публично предлагане е, че след като акциите на дадена компания бъдат предложени за публична търговия, компанията отново може да се обърне към публиката и да набере допълнителен собствен капитал чрез вторично предлагане. Размерът на собствения капитал, натрупан чрез вторични емисии, в никакъв случай не е пределен или незначителен. В тази посока, през всяка година след 2005, вторичните предлагания от вече листвани нефинансови компании са набрали повече собствен капитал от първичните публични предлагания. Увеличаването на ликвидността чрез развиване на капацитет на вторичния пазар би имало синергичен ефект, който подкрепя растежа.

Преминаването на границата на публичността често е първа стъпка и към други форми на финансиране, каквито са корпоративните облигации. На развиващите се пазари между 60 – 70 процента от всички нефинансови компании, които емитират корпоративни облигации са публични дружества или дъщерни на такива. На развитите пазари около 87 процента от всички емисии на публични облигации са на публични дружества или техни дъщерни такива.

Срещат се няколко основни твърдения за това защо компаниите избират публичността. Традиционната мъдрост предполага, че публичното предлагане представлява етап от фазата на растеж, на която компанията се опитва да привлече допълнителни средства. Във фазата след първичното публично предлагане компанията може да се развие в едно от трите основни състояния. Тя може да оцелее като независима такава, да се провали веднага или да стане предмет на сливане или придобиване, с което да загуби настоящата си идентичност. В подкрепа на последното твърдение е труда на Брау и Фосет изследвали 336 нефинансови компании от САЩ, които успешно са завършили първично публично предлагане или са се опитали и впоследствие са се изтеглили. Повече от половината от интервюираните финансови директори силно подкрепят идеята, че „първичното публично предлагане служи за привличане на финансов ресурс, който да послужи при бъдещи придобивания“ (Braun J. F., 2006).

Според Pagano, както и Black и Gilson публичната търговия с акции предоставя голямо предимство както за емитентите под формата на дългосрочен източник на финансиране, така и за инвеститорите, които могат да продават закупените акции по всяко време на вторичните пазари и по този начин да възстановят желаната ликвидност, т.е. парите, които са инвестирани. По този начин краткосрочните финансови средства на отделните инвеститори се трансформират в дългосрочни източници, които след това дават възможност за реализиране на мащабни инвестиционни проекти. Повишаване на основния капитал чрез публична емисия също елиминира разликата между големите акционери, които са склонни да предприемат дългосрочен подход за инвестиране и малките, които ценят ликвидността и затова предпочитат краткосрочен времеви хоризонт на своята инвестиция (Pagano, 1998), (Black, 1998).

Sule и Момоһ твърдят, че чрез механизма на формиране и разпределение капиталовият пазар осигурява ефективно разпределение на оскъдните ресурси, оптимална полза за икономиката, като намалява прекомерната зависимост на корпоративния сектор от краткосрочното финансиране за дългосрочни проекти. Също така предоставя възможности на правителствата да финансират проекти, насочени към осигуряване на основни удобства за социално-икономическото развитие (Момоһ, 2009).

Първичното публично предлагане позволява на собствениците да решат проблема с приемствеността на поколенията в семейната компания. От гледна точка на акционера, възможността да осребри съсобствеността си, като продаде акциите по всяко време на вторичния пазар са предимство, което му предоставя гъвкавост на финансовите решения. Според Zingales публичността представлява първият етап от продажбата на компанията. Компаниите извършват първично публично предлагане за да получат пазарна оценка на активите си, което улеснява продажбата им постепенно чрез намаляване на собствеността, или веднага чрез придобиване. Листването на фондовата борса дава възможност на компаниите да знаят стойността на инвестицията си по всяко време и по този начин предоставя критерий за оценка на ефективността на управлението (Zingales, 1995).

В потвърждение на това твърдение Brennan и Franks, използвайки извадка от първичните публични предложения в Обединеното кралство установяват, че почти две трети от акциите на дружествата, избиращи публичността са продадени на външни лица в рамките на седем години след първичното публично предлагане (Brennan, 1997).

Mikkelson, използвайки извадка от първични публични предложения в САЩ, отчитат значително по-нисък обем от 29% в контрола за компании с по – дълга история и 13% оборот в контрола за стартиращи компании. Много компании предприемачи първично публично предлагане обаче включват разпоредби за борба с поглъщането, за да възпират подобни придобивания (Mikkelson, 1997).

Други предимства, които биха получили компаниите, които стават публични са престижът и статутът, придобити от компанията в резултат на разбирането, че бизнес операциите отговарят на високи изисквания. Това повишено уважение на обществеността се основава на факта, че изискванията за листване са доста строги и включват спазване на правилата за регистрация, издадени от органите на капиталовия пазар. В тази посока причината за публично предлагане е да се получи нефинансово предимство. Следователно излизането пред обществеността е свързано с положителни ефекти в областта на маркетинга. На първо място, първичното публично предлагане може да увеличи публичността или репутацията на компанията. Престижът може да бъде много изгоден при наемането на ключови служители, както и маркетингови продукти и услуги. Мотивацията за публично предлагане на компанията се свързва с повишаване на репутацията а привличане вниманието на анализаторите е важно за по-малките високотехнологични компании.

Индиректните ползи от първичното публично предлагане включват: засилен икономически растеж, по-големи иновации и икономика, по-устойчива на шокове поради диверсифицираната база на източници за финансиране. Опитът показва, че няколко предприемачи не притежават управленските умения, необходими за ръководенето на бизнеса в дългосрочен план. Следователно една компания, която се търгува на борсата, има по-голям шанс да привлече професионален мениджмънт. Според анализа на ОИСР правилно функциониращият първичен пазар може да осигури хиляди допълнителни работни места в Европа. Проучване, проведено през 2007 г. също установява, че 92% от нарастването на работните места в една компания се извършва след първично публично предлагане (EU IPO Task Force , 2015).

Според Jain и Kini сред причините за първично публично предлагане са, че предприемачите виждат перспективите си за растеж да намаляват и се стремят да се освободят от своите участия. Компаниите от тази категория биха имали забавяне на активността през годините след първичното публично предлагане, преди евентуално да се провалят. Обикновено една трета от първичните публични предложения се провалят. Това осигурява подкрепа на аргумента, че предприемачите с превъзходна информация продават чрез първичното публично предлагане в очакване на последващ провал (Jain, 1999).

Това твърдение е относително слабо, но прави няколко възмутителни предположения. Първо, предполага, че предприемачите не са съвестни. Второ, пренебрегва факта, че регулаторите имат постоянен дял в поддържането на доверието на обществеността на пазара и участват в процеса на надлежна проверка за установяване на бизнес перспективите, рисковете и рентабилността на компанията. Трето, предполага, че инвестиционната публика е лесно доверчива и че пазарът е доста неефективен, т.е. цените не включват известна информация за бъдещите бизнес перспективи на компаниите.

Друго обяснение предполага, че компаниите избират публичността не за финансиране на растеж, а по-скоро за възстановяване на баланса на своите сметки след период на високи инвестиции и растеж. Тази констатация, която се основава на емпирични данни за италиански, шведски и испански компании, е доста изненадваща, защото е противоположна на интуитивната. Човек би очаквал, че компаниите не биха имали нужда да привличат публичен капитал, когато са привлекли капитали за растеж и разширяване от други източници. След изчезването на възможностите за растеж изчезва и

необходимостта да се публикува, за да се привлече допълнителен капитал (Rydqvist K. a., 1995).

Решението една компания да поеме по пътя на публичността не е никак лесно и не е лишено от педизвикателства. Съществува значителен риск, свързан с предприемането на първично публично предлагане, както за мениджърите, така и за компанията. Преминването от частна към публична собственост може да отнеме от девет до осемнадесет месеца, което изисква огромен ангажимент по отношение на време, усилия и ресурси.

В статистическия си анализ на компаниите предприемащи първично публично предлагане PWC отчитат, че последните са склонни да заплатят между 5% - 7% от общите брутни приходи от продажбата на своите акции на компаниите, които са поели пласирането на емисията. Към споменатите разходи би трябвало да се прибавят различните административни и правни такива извършени преди реалната продажба, с което общите разходи достигаа средно до 11% от общите брутни приходи. Друг проблем свързан с първичното публично предлагане е така нареченото подценяване (PWC, 2012).

Освен с финансовите разходи листването на капиталовия пазар се свързва с разходи като: повишена отчетност на компанията, обикновено съчетана с по – строг мониторинг и корпоративно управление, както и възможността първоначалното ръководство да загуби контрола над компанията поради разширяващата се база на акционерите. Не на последно място приемайки публичността оценката на компанията става зависима от колебанията на капиталовия пазар, които съвсем не е задължително да корелират с нейните резултати, както и с настроенията на инвеститорите, които не винаги са рационални.

ПРЕГЛЕД НА ЕМПИРИЧНИТЕ РЕЗУЛТАТИ И ТЕНДЕНЦИИ

Факторите за осъществяване на първично публично предлагане са разделени на вътрешни и външни. Външните са макроикономически фактори, като състоянието на капиталовия пазар, сентимента на инвеститорите, цената на дълга и на безрисковия ресурс а вътрешните (специфични) са такива като тенденцията на компанията за намаляване на ливъриджа или привличане на капитал за нови проекти.

Важен фактор за активността на първичните публични предлагания е алтернативната цена на капитала. Лихвената политика се посочва като една от причините, поради които ресурсите за емисии на първичните публични предлагания са оскъдни. Тъй като правителствата са основни кредитополучатели, които предоставят на финансовите институции безрискови позиции чрез издаване на облигации, потенциалните инвеститори на фондовите пазари не са заинтересовани да инвестират в не добре познати компании на фондовата борса.

В труд на Ernst и Young се отстоява твърдението, че около 60% от инвестиционното решение за първично публично предлагане се основава на финансови фактори, като цена на финансовия ресурс, съотношение дълг към собствен капитал, възвръщаемост на собствения капитал, рентабилност, растеж на продажбите и др. (Ernst & Young, 2010).

Доколко цената на финансовия ресурс, привлечен от първично публично предлагане е относително ниска е спорен въпрос, по който се срещат противоположни мнения. Факт е обаче, че разходите по първичното публично предлагане са еднократни, като зависят най - вече от размера на емисията а изплащането на дивидент няма задължителен характер. Други финансови фактори свързани с публичността са редица данъчни стимули. В България например не се дължи данък върху капиталовта печалба.

Lowry признава, че промяната в обема на първичните публични предлагания не можа да се обясни напълно с изискванията за финансиране, като идентифицира икономически значимите фактори допринасящи за колебанията. Сред откритите са настроенията на инвеститорите и информационните асиметрии (Lowry, 2003).

Теоретично тримесечният растеж на реалния брутен вътрешен продукт през периода, водещ до първично публично предлагане, е проксито на капиталовото търсене. В съответствие с теорията за капиталовото търсене, компаниите ще изискват повече финансиране в периоди на висок икономически растеж. По тази причина очакваме всички показатели за първичните публични предложения да бъдат положително свързани с БВП. Уви емпиричните резултати не подкрепят теорията.

Loughran изследва връзките между броя на първичните публични предложения и външните фактори. Трудът на автора прави преглед на първичните публични предложения в петнадесет държави, като изследва инфлационно коригирани индекси на цените на акциите и темпове на растеж на БВП. Резултатите предполагат положителна връзка между броя първичните публични предложения и нивата на цените на акциите, но няма положителна корелация с движенията на цикъла (Loughran T. R., 1994).

В проучване, проведено от Brau и Fawcett, главните финансови директори определят общите условия на фондовите пазари, като най-влиятелен фактор за определяне на времето за първично публично предлагане. Burgstaller потвърждава това в анализ на австрийски емисии акции. Интересен в това проучване е фактът, че първичните публични предложения в Австрия не са следвали бизнес цикъла. Резултатите предполагат, че решението за издаване на собствен капитал зависи преди всичко от текущите цени на акциите. Според автора по-вероятно е компаниите да станат публични, когато цените на акциите са по-високи (Brau J. C., 2004), (Burgstaller, 2008).

Rydqvist и Högholm сравняват данните за извадка от частни компании в Швеция и единадесет европейски държави. Те достигат до извода, че най-продължителната публична дейност се е провела след изключително рязко увеличение на цените на акциите и това не е свързана с бизнес цикъла “ (Rydqvist K. H., 1995).

Loughran и Ritter достигат до сходно заключение, заявявайки, че пазарът на първични публични предложения проявява цикличност и емитентите се възползват от това, като предпочитат да емитират публични акции, когато пазарите са на високи нива (Loughran T. a., 1995).

Пастор и Веронези моделират оптималните срокове на решения за публичността на частните компании. Техният модел прогнозира, че вълните на първичните публични предлагания, причинени от намаляващата очаквана пазарна възвръщаемост, се предхождат от висока пазарна възвръщаемост. Вълните на първичните публични предлагания, задвижвани от повишената съвкупна рентабилност, следват периоди на висока пазарна възвръщаемост. Това означава, че компаниите ще изберат да емитират в определени моменти, когато пазарната активност благоприятства висока цена, т.е. когато пазарът е бичи (Pastor, 2003).

Между 1995 и 2014 г. приблизително 27 000 компании по света са пристъпили към първично публично предлагане, като са привлекли общо 3,5 трилиона долара собствен капитал. През същия период някои компании напускат публичния пазар на акции и нетният резултат е, че днес има приблизително 50 000 регистрирани на пазара дружества, като 26 000 от тях са регистрирани на развиващите се пазари. Други наблюдавани тенденции са, че намалява броят на относително малките (под 100 млн.) листвания, както и намаляване на публичните предлагания на развитите пазари за сметка на тези на развиващите се. Например в САЩ средният размер на първично публично предлагане се е удвоил от 123 милиона долара през периода 1995-2000 г. на 257 милиона долара през периода 2001-2014 г. От 2008 г. 51% от целия собствен капитал, набран чрез първично публично предлагане по целия свят, е набран от компании от развиващите се пазари. Броят на развиващите се пазари е доминиран от китайски компании, които от 2008 г. представляват 62% от целия капитал, набран на развиващите се пазари (GOVERNORS, 2015).

ИЗВОДИ И ЗАКЛЮЧЕНИЯ

Процесът на първично публично предлагане е входна точка и важен барометър на капиталовите пазари и играе решаваща роля в икономиката. Въпреки че основните преки заинтересовани страни на първичните пазари са компаниите, които се финансират, и инвеститорите, които ги подкрепят, косвените ползи от добре функциониращите първични пазари се дължат на цялата икономика (Force, 2015).

Пазарът на първичните публични предлагания служи като икономически показател, както в практиката, така и в академичните среди поради доказаните си процикличен характер. Теоретично капиталовата потребност се свързва с икономическия растеж от там с бизнес цикъла. Направеният преглед на емпирични резултати уви не подкрепя теорията. Според множеството изследвания активността на първичните публични предложения се свързва с циклите на капиталовия пазар и стойността на ценните книжа а не с икономическия ръст и бизнес цикъла. Тези резултати биха могли да бъдат следствие на стадното поведение на инвеститорите – изследвано от поведенческите теории но в по – значима степен подкрепят теорията за асиметричната информация. От всички пазарни участници мажоритарните акционери и висшия мениджмънт имат по – висок достъп до информация, от което следва, че биха предложили акциите на публиката, когато последните са надценени. Избирайки пътя на публичността оценката на компанията става функция много повече на пазарните условия и тенденции отколкото на постигнатите резултати. В този контекст поведението на мажоритарните акционери и висшия мениджмънт, в чийто ръце се намира решението за публичността, напълно се вписва в емпиричните резултати относно активността на първичните публични предложения, както и факторите с които корелират.

БИБЛИОГРАФИЯ

- Black, B. G. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, No. 3, 243–277.
- Brau, J. C. (2004). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance*, 61, 399-434.
- Brau, J. F. (2006). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practise. *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 1, 399–436.
- Brennan, M. a. (1997). Underpricing, ownership and control in initial public offerings in the UK. *Journal of Financial Economics*, vol 45, 391-413.
- Burgstaller, J. (2008). When and why do Austrian companies issue share? *European Financial Management*, 787-813.
- Ernst &Young. (2010). *Ernst and Young's guide to going public* . EYGM Limited.
- EU IPO Task Force . (2015). Rebuilding IPOs in Europe Creating jobs and growth in European capital markets. *EU IPO Task Force* , 3-7 .
- Force, E. I. (2015). *Rebuilding IPOs in Europe Creating jobs and growth in European capital markets* .

- Governors, o. R. (2015). *Growth companies, access to capital markets and corporate governance*,.
- Jain, B. A. (1999). The life cycle of initial public offering firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(9) & (10), 1281-1307.
- Loughran, T. a. (1995). “The New Issues Puzzle,” . *The Journal of Finance*, 50, 23-51.
- Loughran, T. R. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific- Basin Finance Journal*, Vol. 2, 165–200.
- Lowry, M. (2003). Why does IPO volume fluctuate so much? *Journal of Financial Economics*, 67, 3-40.
- Mikkelson, W. H. (1997). Ownership and operating performance of firms that go public. *Journal of Financial Economics*, vol. 44, 281-307.
- Momoh, S. O. (2009). The Impact of Stock Market Earnings on Nigeria per Capita Income. *African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research*, 5, 77-89.
- Pagano, M. P. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of Finance*, Vol. 53 , 27–64.
- Pastor, L. a. (2003). *Stock prices and IPO waves*. CRSP Working Paper No. 548. p. 16-19.
- PWC. (2012). (Considering an IPO? The costs of going and being public may surprise you) Изтеглено на 19 08 2020 г. от http://www.pwc.com/en_us/us/transaction-services/publications/assets/pwc-cost-of-ipo.pdf
- Rydqvist, K. a. (1995). Going public in the 1980’s: evidence from Sweden. *European Financial Management*, vol. 1, 287-315.
- Rydqvist, K. H. (1995). Going public in the 1980s: Evidence from Sweden. *European Financial Management*, Vol. 1, 287–315.
- Zingales, L. (1995). Insider ownership and the decision to go public. *Review of Economic Studies*, 62, 425-48.