

## ИРО РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ: ОСОБЕННОСТИ И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ

© 2018

*М.Р. Русинова*, магистрант кафедры экономики и финансов  
*Пермский национальный исследовательский политехнический университет, Пермь (Россия)*

**Ключевые слова:** ИРО; первичное публичное размещение; акции; биржа; цена акций; доходность; капитал; инвестиции; фондовый рынок.

**Аннотация:** Российские и зарубежные компании для расширения клиентской базы, а также в целях развития предприятия используют акционерное финансирование. Первичное публичное размещение – ИРО – открывает широкие возможности фондового рынка и переводит компанию на новый уровень развития. Таким образом, ИРО становится самым популярным способом повышения финансовых возможностей компаний, а также актуализирует изучение вопроса эффективности проведения ИРО. В статье проведен анализ российского рынка ИРО в период с 1996 по 2017 гг. и построен график изменения объема привлеченных средств и темпа прироста в рассматриваемый период. По графику определены временные периоды формирования рынка ИРО, активного роста, а также снижения объема, предположительно, в связи с кризисом 2008 года. Построена диаграмма привлеченных средств российскими компаниями с помощью разных бирж размещения. В ходе исследования обнаружен одновременный выпуск акций на российских биржах и London Stock Exchange – двойной листинг, – что обусловлено большей ликвидностью, доступностью и интересом со стороны потенциальных инвесторов. Также обнаружена тенденция первоначальной недооценки акций российских компаний, чему свидетельствуют цены закрытия первого дня торгов, которые выше первичного размещения, и подтверждается в 80 % исследуемых размещений в период с 2006 по 2016 гг. Таким образом, для повышения инвестиционной привлекательности российских компаний необходимо проводить совершенствование процедуры проведения ИРО на этапах подготовки и реализации. Повышение прозрачности данных о компаниях, планирующих проведение ИРО, в свою очередь, сократит недооценку акций.

### ВВЕДЕНИЕ

Основной целью любой компании является повышение ее доли на рынке товаров и услуг, что в свою очередь подразумевает расширение клиентской базы, а также развитие инфраструктуры предприятия. Данные мероприятия требуют значительных вложений.

При наличии возможности заимствования средств в целях привлечения дополнительного капитала, компании обращаются к банковским кредитам, долговым ценным бумагам и конвертируемым облигациям. При отсутствии возможности заимствования – компании пользуются акционерным финансированием. Все вышперечисленные инструменты связаны с общей долговой нагрузкой компании. Несмотря на то, что стоимость привлечения кредитов и займов ниже стоимости акционерного капитала, получение дополнительных займов после превышения оптимальной долговой нагрузки, измеряемой соотношением чистого долга и чистой прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации (EBITDA), будет возможно только под более высокий процент. В связи с этим компаниям выгодно использовать возможности акционерного финансирования [1].

Одним из самых трудоемких по степени реализации инструментов финансирования деятельности компании является Initial Public Offering (ИРО) – первичное публичное размещение. ИРО представляет собой первичную публичную продажу акций компании и листинг акций на фондовой бирже, посредством организации ряда организационных, юридических и финансовых процедур с участием трех основных заинтересованных сторон – продавца, компании и инвесторов [2]. В англосаксонских странах путем эмиссии акций финансируется до 15–20 % от общего объема инвестиций в основной капитал [3].

Выход на публичные рынки капитала знаменует собой переход на качественно новый уровень развития

компании. Процесс первичного публичного размещения открывает широкие возможности фондового рынка, а также способствует решению целого ряда специфических задач таких как:

- 1) максимизация стоимости компании;
- 2) удовлетворение интересов инвесторов;
- 3) расширение сферы деятельности;
- 4) привлечение дополнительного капитала на безвозвратной и бесплатной основах;
- 5) увеличение деловой репутации компании;
- 6) повышение ликвидности и узнаваемости бренда.

Таким образом, в настоящее время первичные публичные размещения акций (ИРО) являются одним из самых надежных и популярных способов увеличения финансовых возможностей компаний, позволяющих фирмам воплощать в жизнь намеченные ими инвестиционные проекты [4].

Стремление компаний к росту и развитию в условиях современной экономической среды способствует широкой распространенности ИРО как способа наращивания их финансовых возможностей, что обосновывает актуальность изучения вопроса эффективности и особенностей проведения ИРО.

Традиционно с позиции инвесторов выделяют три феномена, применяемых для оценки эффективности проведения ИРО:

1. Первоначальная недооценка акций. Под первоначальной недооценкой акций понимают размещение акций по заниженным ценам и значительный рост цен акций в первый день торгов [5–7]. К. Ханли выделил наличие асимметрии информации как главный фактор возникновения первоначальной недооценки акций, а также открыл феномен частичного приспособления (partial adjustment phenomenon) на рынке США, указывающий на прямую зависимость индекса изменения цены размещения (price revision index) и недооценки

IPO [8]. Российскими учеными было доказано, что феномен частичного приспособления имеет место быть и в российской практике проведения IPO [9];

2. Пониженная долгосрочная доходность. Данный феномен представляет собой низкую доходность акций компаний, осуществивших IPO, в долгосрочном периоде по сравнению с акциями компаний, не осуществивших IPO. В работе Й. Риттера выделяется три причины данного появления данного феномена: неправильная оценка рисков, неудача и чрезмерный оптимизм инвесторов [10]. В работе П. Шульца пониженная долгосрочная доходность акций объясняется с помощью эмиссионной активности [11]. В работах российских ученых подтверждается факт существования долгосрочной пониженной доходности российских IPO [12];

3. Цикличность размещений. В период экономического подъема большее число компаний стремится привлечь дополнительные финансовые ресурсы ввиду открытия перед ними выгодных инвестиционных возможностей, таким образом увеличивается количество проводимых IPO [13]. Помимо этого, при принятии решений инвесторы оценивают компанию исходя из своих внутренних представлений об ее деятельности и несвоевременно реагируют на изменение мнения со стороны рынка, таким образом существует некоторая задержка в осуществлении первичных публичных размещений [14]. Для размещения акций компании выбирают периоды времени, отличающиеся повышенным оптимизмом со стороны инвесторов. В результате чего акции могут быть переоценены, и как следствие компанией может быть привлечено значительно больше средств [15; 16].

Целью данного исследования является определение особенностей и тенденций развития российского рынка IPO на основе анализа показателей данных о первичных публичных размещениях.

### РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Российский рынок IPO берет свое начало в 1996 году, на основе анализа данных о первичных публичных размещениях оценим эффективность проведения IPO российскими компаниями.

Согласно данным информационно-аналитических порталов PREQVECA и finans.ru [17; 18] в период 1996–2017 гг. 129 российскими компаниями были привлечены средства посредством проведения IPO. В период с 1996 по 2002 годы происходит формирование рынка IPO, за активным ростом числа размещений 2003–2007 гг. следует снижение объема IPO в 2008 и 2009 годах [19]. Последующие два года рынок российских IPO восстанавливается, темп прироста в 2010 году составляет более 2000 %. Однако с 2012 года наблюдается снижение активности на рынке IPO (рис. 1).

В российской практике наблюдается тенденция двойного листинга, более 40 % от общего объема привлеченных средств получено в ходе одновременного выпуска акций на российских биржах и London Stock Exchange (рис. 2).

Для IPO российских компаний характерна повышенная краткосрочная эффективность, поскольку российским компаниям свойственна первоначальная недооценка акций, таким образом, цена закрытия первого дня торгов несколько выше цены первичного размещения (рис. 3).

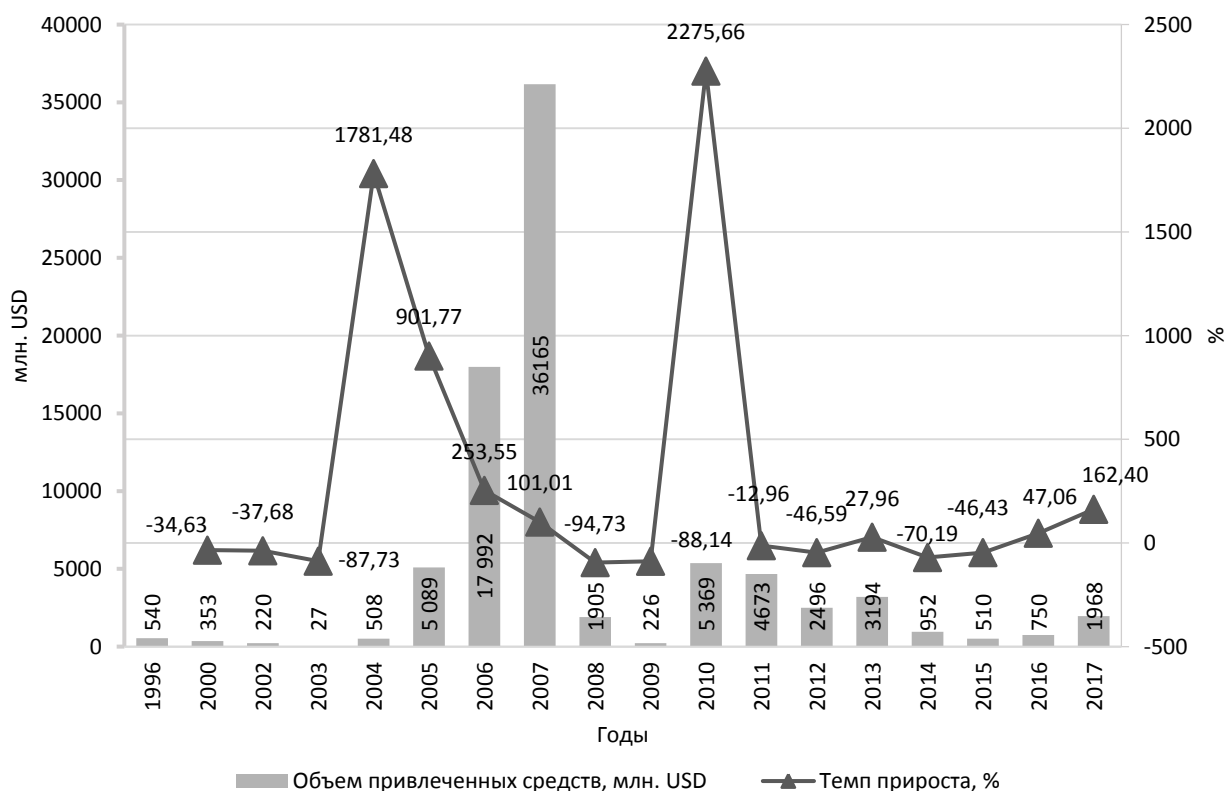


Рис. 1. Динамика IPO российских компаний в 1996–2017 гг.

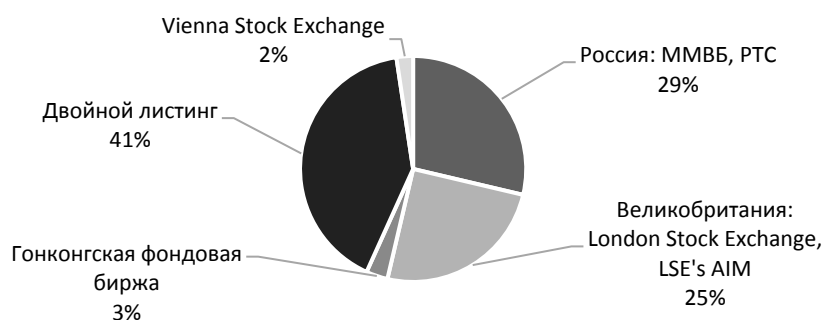


Рис. 2. Объем привлеченных средств российскими компаниями в ходе IPO 1996–2017 гг. в разрезе бирж размещения

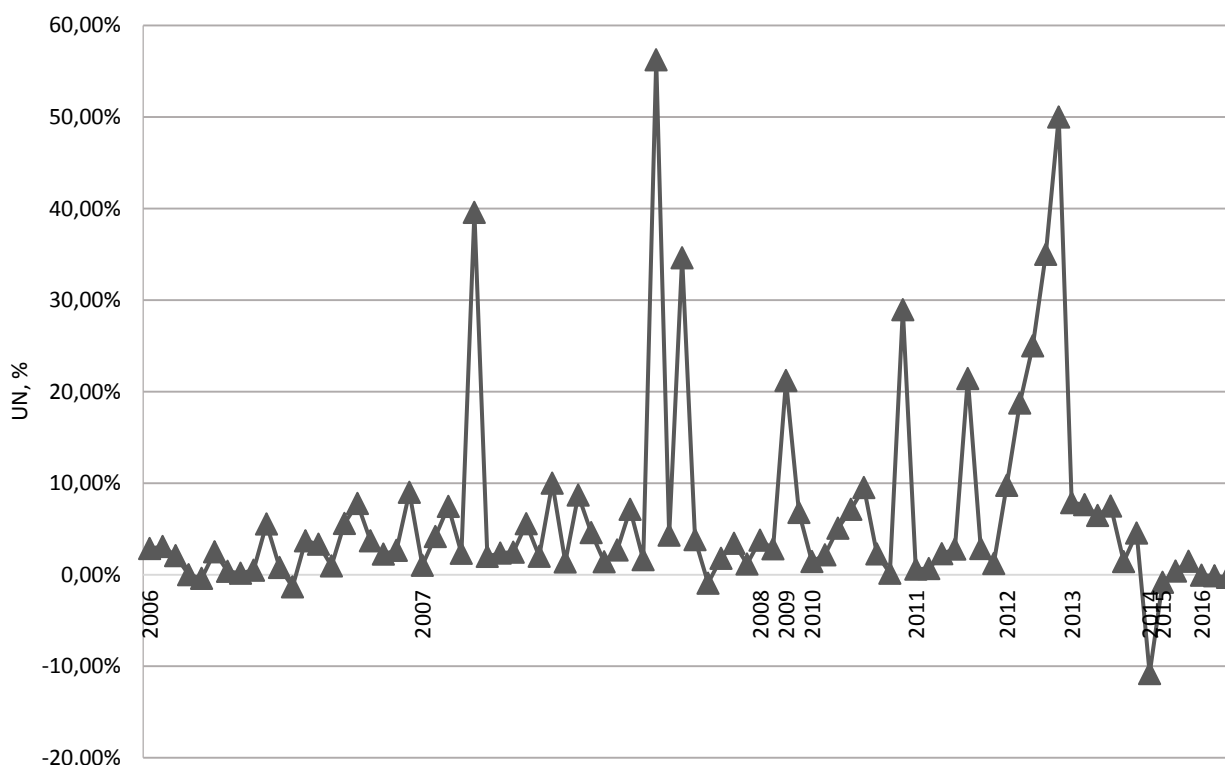


Рис. 3. Динамика первоначальной недооценки акций российских компаний в ходе IPO 2006–2016 гг.

Значение первоначальной недооценки IPO рассчитывается по формуле:

$$UN = \frac{(P_{cl} - P_0)}{P_0},$$

где  $UN$  – первоначальная недооценка IPO;  
 $P_{cl}$  – цена закрытия в первый день торгов;  
 $P_0$  – цена первичного размещения.

Кроме того, подтверждается, что чем выше индекс изменения цены размещения, рассчитываемый по формуле, тем выше значение недооценки IPO в целом (рис. 4).

$$PRI = \frac{(P_0 - P_e)}{P_e},$$

где  $PRI$  – индекс изменения цены размещения;  
 $P_e$  – ожидаемая цена размещения.

### ОБСУЖДЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ИССЛЕДОВАНИЯ

Сформулированные выводы актуализируют вопрос поиска повышения эффективности проведения IPO российскими компаниями. После трехлетнего снижения объема IPO, первичное публичное размещение российских компаний вновь набирает обороты. Первый квартал 2017 года был ознаменован крупным IPO, проведенным компанией «Детский мир» на Московской Бирже [20], объем привлеченных средств составил 355 млн долл. США, рост цены с даты размещения составил 5,68 % [18]. В связи с этим совершенствование процедуры проведения IPO на этапах подготовки и реализации является объективной необходимостью

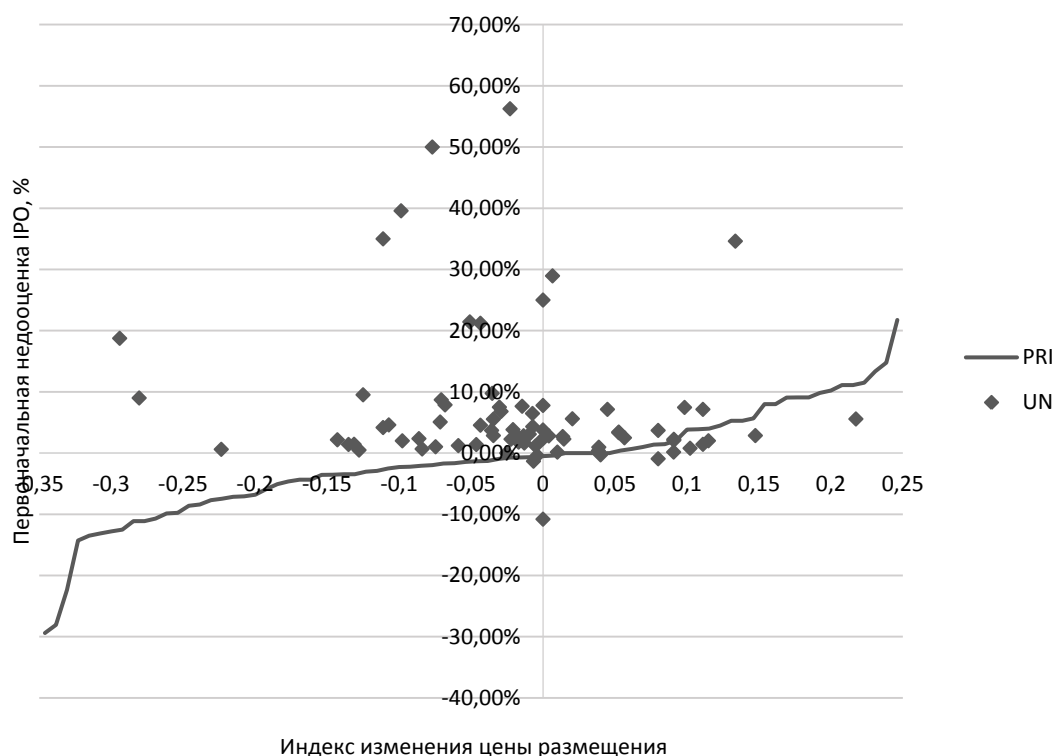


Рис. 4. Феномен частичного приспособления российских компаний в ходе IPO 2006–2016 гг.

для повышения инвестиционной привлекательности российских компаний. В целях сокращения недооценки акций, необходимо уменьшить асимметрию информации – повысить прозрачность данных о компаниях, планирующих проведение IPO.

#### ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ВЫВОДЫ

1. Анализ IPO российских компаний выявил положительную тенденцию к выбору IPO в качестве инструмента для привлечения дополнительного капитала. Данный факт подтверждается возрастающим объемом привлеченных средств российскими компаниями в ходе первичного публичного размещения с 2015 по 2017 год;

2. Доказано, что российские компании для размещения предпочитают зарубежные площадки. Данное обстоятельство обусловлено такими факторами как: большая ликвидность, а главное доступность и интерес со стороны потенциальных инвесторов;

3. Выявлено наличие феномена первоначальной недооценки IPO российских компаний. Данный факт наблюдается более чем в 80 % исследуемых размещений в период с 2006 по 2016 гг. Данные подтверждают влияние индекса изменения цены размещения на значение первоначальной недооценки IPO.

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Балакирев Н.Н., Давиденко Л.П. Информационная прозрачность на рынке ценных бумаг // Современный менеджмент и экономика: проблемы и перспективы развития. СПб.: Астерион, 2017. С. 31–36.
2. Geddes R. IPOs and Equity Offerings // Butterworth-Heinemann. Burlington: Elsevier, 2003. P. 3–4.

3. Лукашов А.В., Могин А.Е. IPO от I до O: пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков. М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. 370 с.
4. Бархатов И.В. Особенности IPO российских компаний на фондовом рынке // Вестник Челябинского государственного университета. 2012. № 9. С. 98–101.
5. Ibbotson R.G. Price Performance of Common Stock New Issues // Journal of Financial Economics. 1975. № 2. P. 235–272.
6. Rock K. Why New Issues are Underpriced // Journal of Financial Economics. 1986. № 15. P. 187–212.
7. Benveniste L.M., Spindt P.A. How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues // Journal of Financial Economics. 1989. № 24. P. 343–362.
8. Hanley K. The Underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon // Journal of Financial Economics. 1993. № 34. P. 231–250.
9. Ивашковская И.В., Харламов Л.С. Эффективность ценообразования российских IPO // Корпоративные финансы. 2007. № 3. С. 53–63.
10. Ritter J.R. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings // The Journal of Finance. 1991. Vol. XLVI. № 1. P. 4–5.
11. Schultz P. Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs // Journal of Finance. 2003. Vol. LVIII. № 2. P. 483–517.
12. Абрамов А.Е. Проблемы IPO-SPO российских компаний // Экономическое развитие России. 2012. Т. 19. № 11. С. 34–39.
13. Choe H., Masulis R.W., Nanda V. Common Stock Offerings across the Business Cycle: Theory and Evidence // Journal of Empirical Finance. 1993. Vol. 1. № 1. P. 3–31.

14. Ritter J.R., Welch I. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations // *Journal of Finance*. 2002. Vol. LVII. № 4. P. 1795–1828.
15. Lowry M., Schwert W. IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning // *Journal of Finance*. 2002. Vol. 57. № 3. P. 1171–1200.
16. Boeh K., Dunbar C. IPO waves and the issuance process // *Journal of Corporate Finance*. 2014. Vol. 25. P. 455–473.
17. База данных IPO/SPO // PREQVECA: информационно-аналитический портал. URL: [preqveca.ru/placements/](http://preqveca.ru/placements/).
18. Биржевая торговля акциями // *Finanz.ru*: финансовые новости: статьи, оценки, аналитика мирового финансового рынка, котировки валют и котировки акций в реальном времени. URL: [finanz.ru/aktsii](http://finanz.ru/aktsii).
19. Рубцов Б.Б., Напольнов А.В. Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития // Эффективное антикризисное управление. 2011. № 5. С. 60–69.
20. IPO Watch Europe. Отчет за первый квартал 2017 года // PWC Россия. URL: [pwc.ru/ru/publications/ipo-watch-europe.html](http://pwc.ru/ru/publications/ipo-watch-europe.html).
7. Benveniste L.M., Spindt P.A. How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues. *Journal of Financial Economics*, 1989, no. 24, pp. 343–362.
8. Hanley K. The Underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon. *Journal of Financial Economics*, 1993, no. 34, pp. 231–250.
9. Ivashkovskaya I.V., Kharlamov L.S. Pricing efficiency of Russian IPO. *Korporativnye finansy*, 2007, no. 3, pp. 53–63.
10. Ritter J.R. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 1991, vol. XLVI, no. 1, pp. 4–5.
11. Schultz P. Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs. *Journal of Finance*, 2003, vol. LVIII, no. 2, pp. 483–517.
12. Abramov A.E. IPO-SPO problems of the Russian Companies. *Ekonomicheskoe razvitie Rossii*, 2012, vol. 19, no. 11, pp. 34–39.
13. Choe H., Masulis R.W., Nanda V. Common Stock Offerings across the Business Cycle: Theory and Evidence. *Journal of Empirical Finance*, 1993, vol. 1, no. 1, pp. 3–31.
14. Ritter J.R., Welch I. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, 2002, vol. LVII, no. 4, pp. 1795–1828.
15. Lowry M., Schwert W. IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning. *Journal of Finance*, 2002, vol. 57, no. 3, pp. 1171–1200.
16. Boeh K., Dunbar C. IPO waves and the issuance process. *Journal of Corporate Finance*, 2014, vol. 25, pp. 455–473.
17. Database IPO/SPO. PREQVECA: informatsionno-analiticheskiy portal. URL: [preqveca.ru/placements/](http://preqveca.ru/placements/).
18. Stock exchange trading. *Finanz.ru: finansovye novosti: stati, otsenki, analitika mirovogo finansovogo rynka, kotirovki valyut i kotirovki aktsiy v realnom vremeni*. URL: [finanz.ru/aktsii](http://finanz.ru/aktsii).
19. Rubtsov B.B., Napolnov A.V. Global and Russian IPO markets: key trends and outlook. *Effektivnoe antikrizisnoe upravlenie*, 2011, no. 5, pp. 60–69.
20. IPO Watch Europe. Report for the first quarter of 2017. *PWC Rossiya*. URL: [pwc.ru/ru/publications/ipo-watch-europe.html](http://pwc.ru/ru/publications/ipo-watch-europe.html).

#### REFERENCES

1. Balakirev N.N., Davidenko L.P. Information transparency in the securities market. *Sovremennyy menedzhment i ekonomika: problemy i perspektivy razvitiya*. Sankt Petersburg, Asterion Publ., 2017, pp. 31–36.
2. Geddes R. IPOs and Equity Offerings. *Butterworth-Heinemann*. Burlington, Elsevier Publ., 2003, pp. 3–4.
3. Lukashov A.V., Mogin A.E. *IPO ot I do O: posobie dlya finansovykh direktorov i investitsionnykh analitikov* [IPO from I to O: manual for financial directors and investment analysts]. Moscow, Alpina Biznes Buks Publ., 2008. 370 p.
4. Barkhatov I.V. Features of IPO of Russian companies on the stock market. *Vestnik Chelyabinskogo gosudarstvennogo universiteta*, 2012, no. 9, pp. 98–101.
5. Ibbotson R.G. Price Performance of Common Stock New Issues. *Journal of Financial Economics*, 1975, no. 2, pp. 235–272.
6. Rock K. Why New Issues are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, 1986, no. 15, pp. 187–212.

## THE RUSSIAN COMPANIES' IPO: SPECIAL ASPECTS AND DEVELOPMENT TRENDS

© 2018

*M.R. Rusinova*, graduate student of Chair of Economics and Finance  
*Perm National Research Polytechnic University, Perm (Russia)*

*Keywords:* IPO; Initial Public Offering; stocks; stock exchange; stock price; profitability; capital; investment; stock market.

*Abstract:* To expand the client base as well as to develop a company, the Russian and foreign companies use share financing. The Initial Public Offering – IPO – offers the exciting possibilities for the stock market and moves a company to the new level of development. Thus, the IPO becomes the most popular way to increase the financial opportunities of the companies, as well as mainstreams the study of the IPO efficiency. The paper analyzes the Russian IPO market in the period from 1996 to 2017 and constructs the diagram of changes in the volume of funds attracted and the rate of growth in this period. According to the diagram, the author determined the time periods for the IPO market formation, its active growth, and the decrease in its volume (presumably due to the 2008 crisis). The diagram of funds attracted by the Russian companies through the different stock exchanges is drawn up. The study identified the simultaneous issue of stocks by the Russian stock exchanges and London Stock Exchange – the double listing, which is caused by the greater liquidity, availability and the interest of potential investors. The author identified the tendency of the initial underestimation of the Russian companies' stocks what is indicated by the closing prices of the first trading day, which are higher than the initial placement, and is confirmed within 80 % of the studied placements in the period from 2006 to 2016. Thus, to increase the investment attractiveness of the Russian companies, it is necessary to improve the IPO procedure at the stages of preparation and implementation. Increasing the transparency of data about the companies planning the IPO will reduce the stocks underestimation.