

IPO акций российских компаний: теория, индикаторы, тренды и перспективы

Александр Евгеньевич Абрамов

E-mail: abramov-ae@raner.ru, ORCID: 0000-0003-4285-9115
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Мария Игоревна Чернова

E-mail: chernova-mi@raner.ru, ORCID: 0000-0003-0144-1820
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

С 2022 г. новая волна сделок IPO в России показала, что в сложных условиях фондовый рынок продолжает успешно выполнять функции привлечения капитала. Однако анализ современных трендов часто не учитывает накопленный с 1996 г. исторический опыт размещений акций российских компаний. Цель статьи — выявление основных трендов публичных размещений акций российских компаний с 1996 г. по июль 2024 г. и особенностей новой волны сделок IPO с 2022 г. Анализ опирается на уникальную базу данных, содержащую информацию о 185 сделках IPO и 88 сделках SPO. Обобщение обширного круга работ, посвященных объяснению недооценки первого торгового дня и последующей кумулятивной избыточной доходности (CAR) акций, выявило значимость мониторинга этих показателей для оценки эффективности сделок IPO российских компаний.

Эмпирический анализ показал, что российские IPO-SPO акций в 2023–2024 гг. по объему сделок существенно уступают сделкам за предыдущий исторический период. Однако размер недооценки и CAR за первые 100 и 250 торговых дней у IPO новой волны существенно выше, что свидетельствует о более высокой эффективности текущих сделок для инвесторов. Позитивным трендом новой волны является преобладание сделок IPO над SPO и сделок с привлечением капитала над сделками с перепродажей акций. В отличие от многих исследований зарубежных рынков, выявлено, что размер недооценки первого торгового дня положительно влияет на кумулятивную избыточную доходность акций на среднесрочном временном горизонте. Значимость этой связи заметно усилилась в новой волне размещений, что может стать важным фактором роста популярности первичных размещений и притока нового капитала на российский финансовый рынок.

Ключевые слова: первичное размещение акций, вторичное размещение акций, недооценка, кумулятивная избыточная доходность, финансовый рынок

JEL: G10, G11, G14, G17, G19

Финансирование: статья подготовлена в рамках государственного задания РАНХиГС.

Для цитирования: Абрамов А. Е., Чернова М. И. IPO акций российских компаний: теория, индикаторы, тренды и перспективы // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 6. С. 42–60.
<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-6-42-60>.

© Абрамов А. Е., Чернова М. И., 2024

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-6-42-60>

IPO of Russian Companies: Theory, Indicators, Trends and Prospects

Alexander E. Abramov¹, Maria I. Chernova²

^{1,2} RANEPА, Moscow, Russian Federation

¹ abramov-ae@ranepa.ru, <https://orcid.org/0000-0003-4285-9115>

² chernova-mi@ranepa.ru, <https://orcid.org/0000-0003-0144-1820>

Abstract

Since 2022, a new wave of IPO deals in Russia has shown that the stock market continues to successfully perform capital raising functions in a challenging environment. However, when analyzing current trends, the historical data on Russian IPOs accumulated since 1996 is often not taken into account. The purpose of the article is to identify the main trends in public offerings of Russian companies' shares from 1996 to July 2024 and the features of the new wave of IPO deals since 2022. The analysis is based on a unique database on 185 IPOs and 88 SPOs. An extensive review of studies explaining the first trading day underpricing and subsequent cumulative abnormal returns (CAR) has revealed the importance of monitoring these indicators for assessing the performance of Russian IPOs. The empirical analysis has shown that the Russian IPO-SPO stock market in 2023–2024 is significantly inferior to deals in the previous historical period in terms of volume and size. However, the size of underpricing and CAR for the first 100 and 250 trading days of the new wave of IPOs is significantly higher, which indicates the greater efficiency of current deals for investors. A positive trend of the new wave is the predominance of IPOs over SPOs and cash-in deals over resale deals. Unlike many studies of foreign markets, this analysis has shown that the size of the first trading day underpricing has a positive effect on the cumulative excess return of shares over the medium-term time horizon. The significance of this relationship has noticeably increased in the new wave of deals, which may become an important factor in the growing popularity of IPOs and the inflow of new capital into the financial markets in Russia.

Keywords: initial public offering, secondary public offering, underpricing, cumulative abnormal return, financial market

JEL: G10, G11, G14, G17, G19

Funding: The article was written on the basis of the RANEPА state assignment research program.

For citation: Abramov A.E., Chernova M.I. (2024). IPO of Russian Companies: Theory, Indicators, Trends and Prospects. *Financial Journal*, 16 (6), 42–60 (in Russ.).

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-6-42-60>.

© Abramov A.E., Chernova M.I., 2024

ВВЕДЕНИЕ

Рынок IPO (*Initial Public Offering* — первичное публичное размещение акций) нуждается в простых индикаторах, по которым инвесторы и эмитенты могут судить об успешности сделки. Такими индикаторами традиционно являются недооценка и избыточная доходность акций.

Под недооценкой понимается показатель, рассчитываемый как процентный прирост цены закрытия акций первого торгового дня по сравнению с ценой размещения. Размер недооценки отражает краткосрочную эффективность сделки IPO или то, насколько — с точки зрения участников биржевых торгов — были переоценены или недооценены акции на

момент их публичного размещения. Низкий размер недооценки, включая ее отрицательное значение, как правило, свидетельствует о переоцененности акций, что может стать причиной их низкой долгосрочной доходности. Наоборот, высокий размер недооценки говорит о том, что эмитент специально оставил премию для инвесторов в качестве компенсации за риски неопределенности и асимметрии информации.

Под кумулятивной избыточной доходностью (*Cumulative Abnormal Return*, или *CAR*) в настоящей статье понимается накопленная доходность акции за период, начиная с даты ее размещения, за минусом накопленной доходности фондового индекса за тот же период времени. При этом значение цены размещения акции и фондового индекса на дату размещения принимаются за 100%. Показатель *CAR* характеризует премию инвестора за риск как за первый торговый день, так и за последующие периоды. Для первого торгового дня он схож с метрикой недооценки, но, в отличие от нее, измеряет относительную, а не абсолютную меру доходности. Как правило, показатель *CAR* используется для оценки среднесрочных и долгосрочных результатов сделок IPO для инвесторов.

В теоретической литературе нет общепринятого объяснения источника недооценки и долгосрочной доходности сделок IPO и их потенциальной связи. В статье систематизированы основные гипотезы о недооценке, показана их эволюция. В дополнение к гипотезам, рассматривающим недооценку как механизм преодоления феномена информационной асимметрии, появились агентские гипотезы и теории специфики поведения различных категорий инвесторов. Многие исследователи пришли к выводам об отрицательной взаимосвязи показателей недооценки и кумулятивной избыточной доходности размещаемых акций на среднесрочной перспективе.

Новизной исследования можно считать следующие результаты. Во-первых, предложен новый подход к измерению недооценки первого торгового дня как относительного изменения цены акций на конец первого торгового дня по сравнению с ценой ее размещения, скорректированного на доходность базового фондового индекса. Это позволяет учесть влияние рыночного фактора на недооценку и использовать универсальную методологию расчета *CAR* не только для долгосрочных периодов, но и для первого торгового дня.

Во-вторых, на основе уникальной базы данных¹ за период с 1996 г. по июль 2024 г. агрегированы ключевые количественные параметры внутренних сделок как IPO, так и SPO (*Secondary Public Offering* — *вторичное публичное размещение акций*) за всю историю российского финансового рынка. Формирование такой базы особенно важно для восстановления целостности картины, которая во многом была утрачена в результате многочисленных реорганизаций эмитентов, российских инфраструктурных организаций, а также смены мест листинга и торговли долевыми инструментами российских эмитентов.

В-третьих, наличие обширных исторических данных позволило выявить ключевые преимущества и риски новой волны сделок IPO-SPO с 2022 г. Преимуществом можно считать более высокие средние значения недооценки и *CAR* первых 100 и 250 торговых дней торговли акциями после проведения IPO, а также преобладание сделок IPO над сделками SPO по стоимости и сделок IPO, проводимых с привлечением капитала в компании, по сравнению со сделками по перепродаже акций их бывшими владельцами. В то же время рисками снижения эффективности сделок IPO новой волны, проявившимися в первой половине 2024 г., являются уменьшение размеров недооценки, увеличение доли сделок SPO, а также сделок IPO-SPO, совершаемых без привлечения капитала.

Наконец, показано, что размер чистой недооценки первого торгового дня оказывает положительное влияние на среднесрочную кумулятивную избыточную доходность акций

¹ База данных «Конструктор IPO российских эмитентов 2024», опублик. 21.10.2024 / А. Д. Радыгин, А. Е. Абрамов, М. И. Чернова, А. Г. Косырев. Свидетельство о государственной регистрации № 2024624574.

российских компаний, причем данное влияние существенно усилилось во время новой волны сделок IPO. Факторами, влияющими на недооценку и среднесрочную CAR, являются преобладание крупных инвесторов в сделках и повышенная ликвидность после проведения IPO, а также итоги размещений акций на фоне роста фондового индекса от месяца до полугодия до проведения IPO. Выводы обоснованы с использованием упрощенных методов и в дальнейшем, после накопления достаточного пула размещений и информации о них, требуют применения методов регрессионного анализа.

Структура статьи построена следующим образом. Вначале следует теоретический обзор проблем сделок IPO и их доходности, далее рассмотрены ключевые тренды сделок публичных размещений акций, анализируются данные по недооценке, факторы, влияющие на размер недооценки и среднесрочной доходности акций. Основные выводы формулируются в заключении.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПРЕДПОСЫЛКИ

В академической литературе проблемы недооценки при проведении публичных размещений акций обсуждаются уже более 50 лет, начиная с работ Г. Столла и Э. Керли [Stoll, Curley, 1970], Д. Лога [Logue, 1973], Р. Ибботсона [Ibbotson, 1975]. Однако однозначного понимания природы недооценки и ее влияния на долгосрочные результаты вложений инвесторов в размещаемые на IPO акции пока не достигнуто. Отношение к недооценке варьируется от того, что она является значимым индикатором для прогнозирования будущей долгосрочной доходности акций, до предположений о преимущественно спекулятивном характере данного феномена.

По замечанию Т. Лофрана и Дж. Риттера [Loughran, Ritter, 2004], наиболее распространенными при объяснении природы недооценки являются теории о существовании информационной асимметрии. При этом даже в рамках одного подхода авторы часто используют различные, нередко противоположные предположения.

Одними из первых разработчиков гипотезы подачи сигналов для преодоления информационной асимметрии на финансовых рынках были Х. Лиланд и Д. Пайл [Leland, Pyle, 1977], предположившие, что с помощью недооценки изначальные владельцы бизнеса могут сигнализировать инвесторам о его стабильном состоянии и потенциале развития за счет удержания ими высокой доли акций компании после проведения IPO. Положительную корреляцию недооценки и доли акций компании, остающейся у прежних собственников, а также их сигнальную роль подтвердили Гринблатт и Хванг [Grinblatt, Hwang, 1989]. В исследовании Ф. Аллена и Дж. Фаулхабера [Allen, Faulhaber, 1989] показано, что действующие владельцы компании лучше информированы о стоимости будущих денежных потоков, поэтому высококачественные эмитенты привлекают инвесторов с помощью более высокой недооценки, рассчитывая на получение более высоких доходов от последующих вторичных размещений акций (сделок SPO). Р. Аггарвал и др. [Aggarwal et al., 2002b] также рассматривают занижение цены размещения в качестве информационного импульса, который повысит спрос инвесторов на размещенные акции и позволит менеджерам компании более выгодно продать свои акции после завершения периода ограничения на их продажу (в среднем около шести месяцев). Однако занижение цены размещения может уменьшать объем привлекаемых компаниями средств и иметь отрицательное влияние на долгосрочный рост стоимости акций.

Р. Ибботсон [Ibbotson, 1975] писал, что недооценка используется, чтобы «оставить приятный вкус во рту инвесторов после IPO». Иногда такое поведение старых акционеров называют стремлением «оставить деньги на столе», то есть оставить «чаевые» для андеррайтера и новых акционеров.

Т. Чемманур [Chemmanur, 1993] сформулировал гипотезу о стимулировании создания информации инвесторами, согласно которой акционеры качественных компаний,

обладающие конфиденциальной информацией о перспективах своей фирмы, за счет высокой недооценки акций при IPO стимулируют информированных инвесторов проводить тщательный анализ перспектив стоимости компании, что снижает информационную асимметрию у недостаточно информированных инвесторов. Такая дополнительная информация способствует повышению стоимости акций при последующих размещениях, компенсируя потери компаний и акционеров-инсайдеров от недооценки акций при IPO. Согласно результатам Чемманура [Chemmanur, 1993], недооценка выше у компаний с более высокой стоимостью и более понятным для инвесторов профилем. Кеннеди и др. [Kennedy et al., 2006] на основе выборки IPO американских компаний в 1991–1998 гг. обосновали, что более высокая недооценка характерна для компаний сферы высоких технологий, анализ которых для инвесторов сопряжен с повышенными издержками.

Гипотеза потерь предпринимателей Хабиба и Лjungквиста [Habib, Ljungqvist, 2001] предполагает, что эмитенты готовы за счет недооценки нести потери для уменьшения информационной асимметрии между инвесторами. При этом чем больше акций размещается в процессе IPO, тем выше издержки эмитентов. Для их минимизации компании могут нанимать андеррайтеров и аудиторов с хорошей репутацией. Рост стоимости акций инсайдеров при SPO положительно связан с их потерями на стадии IPO.

Другие гипотезы, объясняющие размер недооценки при IPO, исходят из предположения более полного информирования о деятельности компаний со стороны инвесторов, а не эмитентов. В работе [Rock, 1986] предполагается наличие информационного преимущества в отношении стоимости компаний у отдельных групп инвесторов, которое позволяет им выявлять акции недооцененных компаний с высоким потенциалом роста, в то время как акции переоцененных компаний, как правило, приобретаются неосведомленными инвесторами, что автор называет «проклятием победителя» (*winner's curse*). Обычно доля институциональных инвесторов значительно ниже в переоцененных акциях с низким размером недооценки. Если бы для всех публично размещаемых акций размер недооценки был высоким, то это ограничивало бы потери неосведомленных инвесторов по сравнению с более информированными институциональными инвесторами.

Несколько иное объяснение поведения информированных и неинформированных инвесторов было предложено Уэлчем [Welch, 1992]. Согласно его гипотезе «информационных каскадов», при проведении IPO неинформированные инвесторы принимают решения о приобретении акций на основании более ранних действий других инвесторов. В такой ситуации установление заниженной цены для самых первых инвесторов помогает повысить спрос со стороны более широкой группы неинформированных инвесторов, и наоборот.

В гипотезе обратной реакции рынка, разработанной Джегадишем и др. [Jegadeesh et al., 1993], Ван Боммелем [Van Bommel, 2002], также предполагается, что инвесторы лучше информированы о стоимости фирмы, чем ее менеджеры. Устанавливаемая последними повышенная недооценка для привлечения информированных инвесторов в дальнейшем помогает сформировать реальную рыночную стоимость акций компании, что позволяет более объективно устанавливать цену при SPO. Поэтому и недооценка, и последующая доходность акций после первого торгового дня повышают вероятность выхода эмитента на SPO и увеличения объемов последующих размещений акций.

Разнообразные гипотезы недооценки при IPO, предполагающие решение проблемы информационной асимметрии, как правило, объединяет то, что они учитывают стремление ключевых собственников и менеджеров компаний подать информационный сигнал инвесторам в виде умеренной оценки стоимости акций при их размещении и соответственно более высокого значения недооценки по результатам первого торгового дня. Основная цель — стимулирование спроса на акции для повышения стоимости акций,

принадлежащих действующим акционерам, и увеличения поступлений денежных средств в компании при IPO. При этом практически не встречаются гипотезы, предполагающие, что эмитенты или их ключевые собственники стремятся подавать какие-либо сигналы инвесторам за счет завышения цены размещаемых акций при IPO и занижения размера недооценки.

Эмпирические тесты показывают неоднозначные результаты на разных временных горизонтах и выборках. Например, Кеннеди и др. [Kennedy et al., 2006] обнаружили, что наиболее убедительным объяснением недооценки IPO является теория потерь предпринимателей и информационных импульсов Аггарвала и др. [Aggarwal et al., 2002]. В меньшей степени подтверждаются гипотезы стимулирования создания информации инвесторами Чемманура [Chemmanur, 1993] и обратной реакции рынка Джегадиша [Jegadeesh, 1993]. Спайс и Петтуэй [Spiess, Pettway, 1997] показали, что недооценка отрицательно связана с доходами от IPO и не коррелирует с более быстрым ростом стоимости акций. При этом в их работе не нашла подтверждения гипотеза сигналов Аллена и Фолхабера [Allen, Faulhaber, 1989], а также Гринблатта и Хванга [Grinblatt, Hwang, 1989].

Связь между информационной асимметрией и недооценкой находится в центре внимания и более современных исследований. На основе анализа сделок IPO на Лондонской фондовой бирже Хок [Hoque, 2014] показал, что асимметрия информации у эмитентов и инвесторов является главным драйвером недооценки, а чем выше доля акций, принадлежащая менеджменту компании, тем больше у них стимулов к завышению недооценки.

Банерджи и др. [Banerjee, 2011] на базе данных о сделках IPO в 8776 компаниях в 36 странах за период 2000–2006 гг. показали, что более высокий уровень асимметрии информации на уровне как «инсайдер — аутсайдер», так и «аутсайдер — аутсайдер» связан с повышенной недооценкой. Кроме того, в странах, где инвесторы предпочитают владеть акциями местных компаний, недооценка более низкая, а проблемы исполнения контрактных обязательств при недостаточном институциональном развитии повышают недооценку.

Другая группа объяснений феномена недооценки основана на агентской теории, то есть на решении проблемы конфликта интересов между компаниями, проводящими IPO, собственниками-инсайдерами, инвестиционными банками-андеррайтерами и инвесторами.

В исследовании Битти и Риттера [Beatty, Ritter, 1986] была обоснована положительная зависимость между размером недооценки и поведением инвесторов в условиях недостаточности информации о новых акциях. Добросовестные компании-эмитенты, добровольно раскрывающие о себе более полную информацию, вынуждены прибегать к услугам инвестиционных банкиров-андеррайтеров, которые хотя и не могут прогнозировать цены акций на вторичном рынке, но заботятся о собственном репутационном капитале и ищут оптимальный уровень недооценки. Если андеррайтер мошенничает, устанавливая слишком заниженные или слишком завышенные цены размещения акций, он может потерять клиентов.

Объясняя феномен резкого увеличения среднего значения недооценки акций американских компаний с 8% в 1980-х гг. до 15% в 1990–1998 гг. и до 65% в годы пузыря доткомов (1999–2000 гг.), Лофран и Риттер [Loughran, Ritter, 2004] выявили слабое влияние на размер недооценки такого фактора, как желание менеджмента компаний предложить инвесторам премию за повышенные риски и недостаточную информационную прозрачность размещаемых акций, а также за их лояльность по отношению к указанным акциям в случае их последующих вторичных размещений. Более веским объяснением, по их оценке, стала гипотеза об изменении целевой функции (мотивов) эмитентов, в соответствии с которой эмитенты стали чаще выбирать андеррайтеров, размещающих акции

с высокой недооценкой для компенсации их затрат на анализ деятельности эмитента, а также из-за коррупционных мотивов топ-менеджеров, рассчитывавших на получение косвенных выгод от тех же андеррайтеров.

Бенвенист и Спиндт [Benveniste, Spindt, 1989] выдвинули гипотезу букбилдинга (предпродажного аукциона), объясняющую поведение эмитента и андеррайтера при формировании цены размещаемых акций. Согласно ей, недооценка при IPO является следствием проведения предпродажного аукциона, когда с помощью сбора заявок андеррайтер пытается получить неизвестную ему существенную информацию от инвесторов. При продаже размещаемых акций по более низкой цене аукциона андеррайтер, как правило, отдает предпочтение постоянным инвесторам, в том числе своим клиентам. В ходе последующих размещений акций он может повысить цену размещения, обеспечивая больший размер выручки от продажи акций для эмитента.

Существенное влияние на размер недооценки оказывает содержание договора между эмитентом и андеррайтером. Договор с фиксированными обязательствами андеррайтера по размещению акций, как правило, способствует повышению размера недооценки, в то время как договор с обязательствами предпринять наибольшие усилия в процессе размещения снижает недооценку. Гипотеза букбилдинга Бенвениста и Спиндта нашла подтверждение в различных эмпирических исследованиях (Хэнли [Hanley, 1993]; Ли и др. [Le et al., 1996]; Аггарвал и др. [Aggarwal et al., 2002a] и др.).

В исследовании Эспенлауб и др. [Espenlaub et al., 2024] на примере данных сделок IPO на Гонконгской фондовой бирже показано, что эмитент и акционеры-инсайдеры могут добиваться снижения недооценки за счет выплаты андеррайтеру поощрительного вознаграждения в виде процента от суммы привлеченных им средств. Однако, по мнению Хэнли и Хоберга [Hanley, Hoberg, 2010], альтернативой дорогостоящей процедуре формирования реестра заявок может быть более полное раскрытие информации о размещаемых акциях андеррайтерами и эмитентами до начала торгов. По их расчетам IPO с более информативными проспектами эмиссии сопровождаются более низкими значениями недооценок.

Следующей является группа гипотез, связанных с особенностями поведения инвесторов и предполагающих, что рост доли иррациональных инвесторов делает рынок IPO подверженным влиянию эмоций и необоснованным решениям, повышая недооценку.

Исследуя сентимент инвесторов на фондовом рынке², Бейкер и Вурглер говорят, что то, «почему IPO “недооценены” в такой крайней степени, все еще остается загадкой, поскольку цены устанавливаются по согласованию с инвестиционными банкирами, хорошо осведомленными о рыночных условиях» [Baker, Wurgler, 2007]. По предположению авторов, это может быть связано с непредсказуемостью настроений инвесторов.

Люнгквист и др. [Ljungqvist et al., 2006] показали, что при IPO эмитенты стремятся распределить акции среди институциональных инвесторов по заниженной цене, чтобы те перепродали их на бирже по завышенной цене склонным к сентименту инвесторам. Заниженная цена размещения акций ограничивает риски преждевременного исчезновения ажиотажного спроса иррациональных инвесторов.

Экономисты Фюльбрунн и др. [Füllbrunn, 2020] провели эксперимент, моделирующий IPO и последующую биржевую торговлю. Они установили, что даже в экспериментальных условиях, в которых заведомо отсутствует асимметрия информации, недооценка IPO остается статистически значимой. Росту недооценки также способствуют поведенческие предрасположенности: инвесторы, получившие акции в ходе IPO, как правило, не хотят продавать их ниже цены размещения.

² Под «сентиментом» в академических исследованиях обычно понимается настроение инвесторов (см., например, [Теплова и др., 2022]).

В статье, посвященной анализу IPO в Китае, Гао и др. [Gao et al., 2016] пришли к выводу о том, что измеряемые с помощью коэффициентов переподписки на размещаемые акции сентименты институциональных и розничных инвесторов положительно коррелируют с доходностью IPO в первый день торговли на бирже, в то время как с долгосрочными результатами IPO настроения розничных инвесторов коррелируют отрицательно.

Курниаван [Kurniawan, 2022], систематизируя исследования причин возникновения недооценки в разных странах, пришел к выводу о том, что аномальные размеры недооценки, которые существенно выросли после пандемии COVID-19, как правило, были вызваны повышенным спросом инвесторов на размещаемые акции новых компаний, в то время как на последующем вторичном рынке указанных акций их стоимость существенно снижалась по сравнению с ценами первого биржевого дня.

Активность публичных размещений, размеры недооценки и долгосрочная доходность при сделках IPO тесно связаны с деловыми циклами на финансовом рынке, что рассматривается в рамках теории «окон возможностей». Компании чаще выходят на рынок в период его роста, когда их акции стоят дороже за счет повышенного спроса со стороны инвесторов. Так, Чо и др. [Choe et al., 1993] на основе выборки IPO компаний на американских биржах в 1971–1991 гг. показали, что в периоды подъема фондового рынка растут объемы размещения акций компаний и их недооценка.

Во время экономических спадов количество IPO снижается, поскольку компании становятся более осторожными в отношении входа на рынок новых ценных бумаг. Уменьшенный спрос на инвестиции в акции, сочетающийся с повышенной волатильностью и неопределенностью рынка, делает более сложным привлечение инвесторов. Однако IPO могут оставаться выгодными для компаний, которые имеют перспективы роста и устойчивые финансовые показатели даже в неблагоприятных экономических условиях.

К. Юнг и др. [Yung et al., 2008] обосновали гипотезу проциклического неблагоприятного отбора при проведении IPO: в периоды подъема рынка растут не только объемы сделок, их количество и размеры недооценок, но и дисперсия ненаблюдаемого качества эмитентов. Со временем информация о качестве эмитентов становится публичной, растет дисперсия долгосрочной доходности, а вероятность делистинга эмитентов, проводивших IPO в период бума, в следующие три года увеличивается в два раза.

Выделяют также гипотезу размытия круга собственников и гипотезу избежания судебных исков. Первая предполагает, что эмитенты и андеррайтеры могут намеренно повышать недооценку акций за счет ажиотажного спроса со стороны мелких инвесторов, чтобы не допускать концентрации пакетов акций у аутсайдеров [Brennan, Franks, 1997]; [Stoughton, Zechner, 1998]. Вторая предполагает, что с помощью недооценки эмитенты уменьшают риски высоких издержек в случае подачи инвесторами исков в суд [Tinic, 1988]. В исследовании Буше и др. [Boucher et al., 2023] обнаружено, что в США использование недооценки для снижения риска судебных разбирательств характерно для фирм с отрицательной прибылью на момент IPO. Банерджи и др. [Banerjee et al., 2011] показали, что недооценка положительно связана с доступностью средств правовой защиты для инвесторов в стране и уровнем штрафов за правонарушения инсайдеров.

Наконец, выделим несколько академических работ о долгосрочной избыточной доходности акций после проведения IPO. Риттер [Ritter, 1991] на примере американских компаний в 1975–1984 гг. показал, что кумулятивная доходность акций после IPO была в два раза ниже доходности акций компаний, которые уже существовали на рынке. В обновленной версии исследования³ отмечено, что за период 1980–2023 гг. по 9181 сделке IPO компаний США средний размер недооценки первого торгового дня составил 18,9%,

³ *Initial Public Offerings: Updated Statistics, 2019*. URL: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPO-Statistics.pdf>.

а показатель средней кумулятивной избыточной доходности по сравнению с широким индексом акций CRSP (CRSP US Total Market Index) за три года с момента проведения IPO — 18,3%. В исследовании о SPACs (Special Purpose Acquisition Companies), одной из популярных новых форм проведения IPO в США, в [Ritter et al., 2023] на примере 152 указанных сделок в 2010–2020 гг. показано, что медианная кумулятивная избыточная доходность акций составляла –26,1% за год и –39,1% за три года.

Ряд исследователей отмечает отрицательную зависимость между недооценкой и долгосрочной доходностью акций после проведения IPO. Шульц [Schultz, 2003] связывает пониженную долгосрочную кумулятивную доходность с окнами возможностей и недооценкой. Если компания выходит на рынок в момент, когда ее акции будут оценены максимально дорого, то оптимизм инвесторов создаст ажиотажный спрос в первый день торгов и приведет к резкому росту цены на акции и высокой недооценке. В долгосрочной перспективе оказывается, что акции переоценены, спрос на них падает, цены и долгосрочная доходность снижаются. Аналогичный вывод делают Абидин и др. [Abidin et al., 2012].

Обобщая многочисленные гипотезы, объясняющие недооценку при проведении IPO, заметим, что данный феномен вряд ли возможно объяснить с помощью простой и однозначной гипотезы для всех рынков и на все времена, как и обоснование оптимального размера недооценки. Тем не менее недооценка является важным инструментом снижения информационной асимметрии при IPO, когда ответственные эмитенты закладывают в цену размещаемых акций разумную премию для инвесторов, компенсируя риск недостаточной информации об эмитенте. В то же время избыточный маркетинг со стороны эмитентов и финансовых организаций на момент начала биржевых торгов и иррациональное поведение частных инвесторов могут вести к завышению недооценки первого торгового дня и снижению последующей доходности.

Критерием оценки качества ценообразования акций на момент их размещения может выступать долгосрочная избыточная доходность с оговоркой, что она зависит также и от иных факторов и событий после размещения. Так, эмпирические исследования говорят об отрицательной зависимости CAR от недооценки.

Расчет недооценки остается важной методологической проблемой, решение которой не найдено в эмпирических исследованиях. Как правило, размер недооценки не корректируется на доходность фондового индекса за период от даты размещения до окончания первого торгового дня. Это приводит к несопоставимости недооценки и среднесрочной CAR, которая корректируется на рыночную доходность. В случае несовпадения дат размещения акций и первого торгового дня и резких движений рынка, различие между недооценкой, рассчитываемой без учета изменений доходности индекса, и чистой недооценкой (CAR первого торгового дня) может быть существенным.

В теоретическом обзоре проблем недооценки первого торгового дня и долгосрочной доходности акций после проведения IPO нашли отражение лишь некоторые, наиболее часто цитируемые академические гипотезы. Не рассматривались важные работы, посвященные сделкам IPO, таких российских экономистов, как В. Г. Балашов, Ю. А. Данилов, И. В. Ивашковская, Д. А. Кокорев, С. В. Лосев, А. В. Лукашов, Я. М. Миркин, А. В. Напольнов, В. Д. Никифорова, Б. Б. Рубцов, Е. В. Чиркова, и многих других. Развитие теории публичных размещений акций в работах российских исследователей заслуживает отдельного рассмотрения. Обзор базовых теорий помогает понять, какие ключевые индикаторы и зависимости между ними заслуживают особого внимания со стороны исследователей и инвестиционного сообщества.

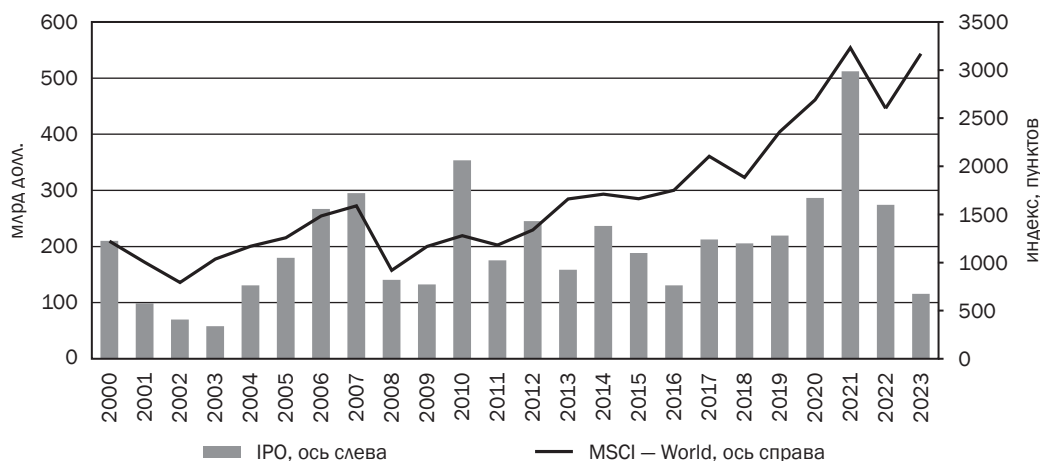
ОСНОВНЫЕ ТRENДЫ ПУБЛИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ АКЦИЙ

Как предполагает теория «окон возможностей», IPO носит выраженный циклический характер. Так, в 2000–2023 гг. объемы сделок IPO в мире имели высокую корреляцию 0,73

с индексом MSCI-World, отражающим изменения цен акций крупных и средних компаний в развитых странах (рис. 1). Основные пики обоих показателей приходились на 2000, 2007, 2010 и 2021 гг. Во время последнего пика индекс MSCI-World достиг своего максимума за последние 24 года в размере 3231,7 пункта, а объем IPO в мире — 512,1 млрд долл. США. С 2022 г. наблюдается заметный спад активности эмитентов в сфере публичных размещений акций, объясняемый более жесткой ДКП центральных банков многих стран, рисками наступления рецессии в развитых странах и высокими геополитическими рисками.

Рисунок 1

Объемы сделок IPO в мире, млрд долл. США, и значения индекса MSCI-World, пунктов, в 2000–2023 гг.



Источник: рисунок авторов по данным Всемирной Федерации бирж (URL: <https://www.world-exchanges.org/>) и MSCI (URL: <https://www.msci.com/>).

Исследование рынка публичных размещений акций российских компаний⁴ проведено на основе уникальной базы данных о 185 сделках IPO и 88 сделках SPO за период времени с 1996 г. по июль 2024 г., составленной лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС с учетом обновлений⁵.

Объемы рынка IPO российских компаний также носят циклический характер и имеют корреляцию с индексом РТС 0,80 для сделок IPO и 0,87 для сделок IPO-SPO с 1996 г. по июль 2024 г., что выше показателей по глобальному рынку (рис. 2). Рынок акций российских компаний, как и большинство развивающихся рынков, зависит от иностранных портфельных инвесторов, что усиливает его цикличность. Объемы сделок IPO-SPO и IPO достигали максимумов в 2007 г. (35,4 и 34,5 млрд долл. США соответственно) за счет активного участия иностранных инвесторов. После кризиса 2008 г. новые волны активности сделок IPO-SPO в России шли по затухающей траектории в 2010–2013, 2019–2021 и в 2023–2024 гг.

Снижение объемов вызвано оттоком средств иностранных портфельных инвесторов, стагнацией валютной доходности индекса РТС, отсутствием роста цен на экспортируемые энергетические ресурсы и санкциями, введение которых началось с июля 2014 г.

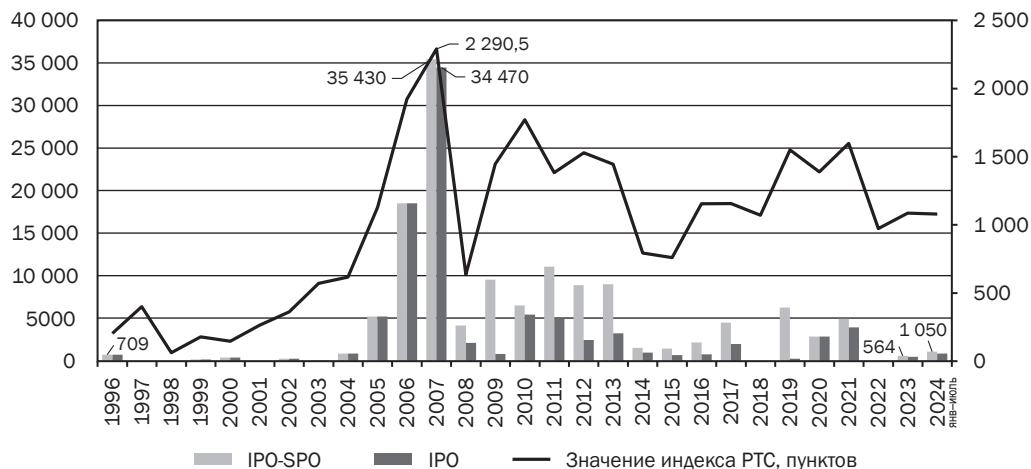
⁴ Под российскими понимаются компании, зарегистрированные в РФ (оншорные), а также иностранные (офшорные) корпорации, основная деятельность которых осуществляется на территории РФ.

⁵ База данных «Конструктор IPO российских эмитентов 2024», опубликована 21.10.2024 / А. Д. Радыгин, А. Е. Абрамов, М. И. Чернова, А. Г. Косырев. Свидетельство о государственной регистрации № 2024624574.

Согласно данным Emerging Portfolio Fund Research⁶, денежные потоки иностранных портфельных инвесторов в российские акции были положительными до апреля 2011 г., после чего начался долгосрочный отток средств, который, за редким исключением, продолжался до конца 2021 г., пока раскрывалась указанная статистика.

Рисунок 2

Сделки IPO-SPO акций российских компаний, млн долл. США, и значения индекса РТС с 1996 г. по 31 июля 2024 г.



Примечание: Здесь и далее в понятие сделки IPO-SPO включается 8 категорий биржевых сделок с акциями российских офшорных и оншорных компаний, классифицированных по трем критериям: месту совершения сделки (российская или иностранная биржи), типу сделки (IPO или SPO), а также содержанию сделки (привлечение нового капитала в компанию или перепродажа пакета акций их прежним владельцем).

Источник: рисунок авторов на основе базы данных «Конструктор IPO российских эмитентов 2024».

За период с 1996 г. по июль 2024 г. накопленный объем сделок IPO-SPO российских компаний составил 135,7 млрд долл., из которых 1,1% приходился на сделки, совершенные в 1996–2003 гг., 80,3% — в 2004–2013 гг. и 18,6% — за период с 2014 г. по июль 2024 г. (табл. 1). Максимальные объемы размещений наблюдались в 2004–2013 гг. при благоприятных внешних условиях для роста фондового рынка, несмотря на глобальный кризис 2008 г., в виде относительно высокого среднего уровня цен на нефть и значительных вложений в акции российских компаний со стороны глобальных инвесторов.

Начавшийся в 2022 г. рост количества сделок IPO-SPO российских эмитентов при относительно малых объемах является уникальным феноменом для российского рынка, поскольку происходит в условиях практически полного отсутствия средств нерезидентов и опирается на ресурсы внутренних частных и отчасти институциональных инвесторов. Интерес граждан к фондовому рынку, по мнению экспертов Банка России, вырос в условиях увеличения доходов населения, развития механизмов розничного финансирования и высоких дивидендных выплат по акциям российских компаний⁷.

В этих условиях рост популярности сделок IPO-SPO наблюдается среди малых и средних эмитентов. С 2023 г. по июль 2024 г. совершено 27 сделок, или 9,9% от их общего количества за почти 29-летнюю историю российского рынка публичных размещений. Однако из-за ограниченности спроса инвесторов средний объем сделки составил

⁶ Веб-ресурс EPFR. URL: <https://epfr.com/>.

⁷ Обзор финансовых инструментов. 2023 год. Аналитический материал Банка России, 2024. С. 24. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/48944/fi_review_2023.pdf.

56,4 (28,1) млн долл. в 2023 г. и 69,3 (72,9) млн долл. в 2024 г. по IPO и SPO соответственно. В январе — июле 2024 г. средний размер сделки IPO был в 7,1 раза меньше среднего объема за всю историю рынка и в 9,1 раза меньше средней сделки в 2004–2013 гг. Объем сделок новой волны публичных размещений в 2023 г. и в январе — июле 2024 г. составил 564 и 1050 млн долл. соответственно, или 0,4 и 0,8% от объема сделок IPO-SPO за весь период.

Таблица 1

**Структура сделок IPO-SPO российских компаний,
1996 г. – 31 июля 2024 г.**

Критерии классификации	1996–2003 гг.	2004–2013 гг.	2014–2024 г.	За весь период	2023 г.	Янв.–июль 2024 г.
1. Объем сделок IPO-SPO*, млн долл. США	1468	109 028	25 208	135 704	564	1050
в т. ч. доля сделок в общем объеме, %	1,1	80,3	18,6	100,0	0,4	0,8
2. Средний объем сделки, млн долл. США						
IPO	163,1	628,1	242,2	497,0	56,4	69,3
SPO		662,5	307,7	497,2	28,1	72,9
3. Тип сделок, доля в %						
IPO	100,0	71,4	50,0	67,8	80,0	79,2
SPO	0,0	28,6	50,0	32,2	20,0	20,8
4. Сделки по критерию привлечения капитала в компанию, доля в %						
IPO-SPO с привлечением капитала (cash-in)	69,8	56,5	39,6	53,5	79,0	53,0
IPO-SPO без привлечения капитала	30,2	43,5	60,4	46,5	21,0	47,0
5. Сделки по месту совершения, доля в %						
Российские биржи	1,9	40,5	61,4	43,9	100,0	100,0
Иностранные биржи	98,1	59,5	38,6	56,1	0,0	0,0
6. Сделки по критерию приватизации, доля в %						
Приватизационные сделки IPO-SPO	40,7	42,4	20,5	38,3	0,0	0,0
Иные сделки IPO-SPO	59,3	57,6	79,5	61,7	100,0	100,0

Примечание: * сделки IPO-SPO акций или депозитарных расписок на акции на российских и иностранных биржах, за исключением сделок с ускоренной процедурой составления книги заявок.

Источник: составлено авторами на основе базы данных «Конструктор IPO российских эмитентов 2024».

Выделим ряд особенностей новой волны публичных размещений акций по сравнению со сделками предшествующих лет.

На протяжении всей истории рынка IPO-SPO действовал тренд снижения доли сделок IPO в общей стоимости сделок IPO-SPO со 100% в 1996–2003 гг. до 71,4% в 2004–2013 гг. и 50,0% в 2014–2024 гг. В 2023 г. и в январе — июле 2024 г. он составил примерно 80%, что выше среднего показателя (67,8%) за весь период. Рост доли сделок IPO, как правило, свидетельствует об активном приходе на публичный рынок новых компаний. В то же время, согласно теории, одним из мотивов проведения IPO является стремление эмитентов и их топ-менеджеров провести более успешные вторичные размещения акций для большего привлечения средств и более выгодной продажи пакетов акций начальных собственников. Поэтому в будущем рост доли SPO на внутреннем рынке может рассматриваться как положительная тенденция при условии, что эмитенты, проводившие IPO, станут их бенефициарами⁸.

⁸ Вопрос о том, насколько российскому рынку соответствует гипотеза о том, что недооценка при IPO может рассматриваться как премия для инвесторов, позволяющая эмитентам при последующих SPO более выгодно привлекать капитал, а акционерам-инсайдерам получать дополнительные доходы от продажи принадлежащих им акций, требует отдельного изучения.

Длительное время наблюдалась устойчивая тенденция уменьшения доли сделок IPO-SPO, совершаемых с привлечением капитала в компании (сделки cash-in) — с 69,8% в 1996–2003 гг. до 39,6% в 2014–2023 гг., и повышения доли сделок, предусматривающих перепродажи пакетов акций их прежними владельцами. В 2023 г. доля сделок cash-in выросла до 79,0%, однако в январе — июле 2024 г. сократилась до 53,0% (до среднего исторического уровня). Эмитенты вновь стали использовать сделки IPO-SPO для привлечения инвестиций в компании, а не для роста благосостояния инсайдеров, однако быстрое падение данного индикатора в 2024 г. является тревожной тенденцией.

До 2022 г. росла роль российских бирж в проведении IPO-SPO российских компаний с 1,9% в 1996–2003 гг. до 40,5% в 2004–2013 гг. и 61,4% в 2014–2024 гг. В условиях санкций в 2023–2024 гг. все сделки IPO-SPO российских компаний совершались исключительно на российских биржах. Повышение роли внутренних бирж при проведении публичных размещений акций национальных компаний является позитивной тенденцией, укрепляющей глобальную конкурентоспособность и национальную безопасность финансового рынка. При этом вряд ли стоит отказываться от возможностей двойного листинга российских компаний на биржах, например, дружественных стран, поскольку, согласно теории, это способствует повышению эффективности деятельности компаний и улучшениям в сфере корпоративного управления.

Ранее важным драйвером роста рынка IPO-SPO российских компаний выступали приватизационные сделки, совершаемые на биржах. В 1996–2003 гг. на них приходилось 40,7% стоимости сделок, в 2004–2013 и в 2014–2024 гг. — соответственно 42,4 и 20,5%. После 2022 г., несмотря на периодическое упоминание возможности приватизации пакетов акций тех или иных компаний на бирже⁹, такие сделки не совершались из-за отсутствия достаточного спроса со стороны внутренних, прежде всего институциональных, инвесторов. Вероятно, отчасти решением проблемы спроса будет реализация программы долгосрочных сбережений, вступившей в силу с 1 января 2024 г., а также меры по снижению консервативности портфелей негосударственных пенсионных фондов.

НЕДООЦЕНКА IPO-SPO РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Для сопоставимости с международными и российскими исследованиями рассмотрим недооценку, рассчитанную классическим методом как относительный прирост цены закрытия первого торгового дня по отношению к цене размещения акций. В 2018 г. уровень недооценки российского рынка IPO был одним из самых низких в мире (в среднем 3,3% в 1999–2013 гг.), ниже уровень недооценки был только у Аргентины [Ritter et al., 2021], что позволяет предполагать наличие характерного завышения стоимости размещаемых акций российских компаний и негативное влияние на их долгосрочную доходность.

Данные более широкой выборки показывают, что средний размер недооценки по сделкам IPO российских компаний являлся умеренным на уровне 5,0% с 1996 г. по июль 2024 г. (табл. 2). Более высокое значение недооценки наблюдалось лишь в первой волне IPO в 1996–2003 гг. (12,5%) и в новой волне в 2023 г. (10,1%). Однако по итогам первых семи месяцев 2024 г. недооценка упала до 3,6%, что, вероятно, подтверждает проблему завышения стоимости акций российских компаний. Если рассматривать недооценку как премию, которую эмитент предоставляет инвесторам в условиях асимметрии информации, то ее низкий уровень в 2024 г. удивляет, учитывая резкий рост непрозрачности информации об эмитентах в условиях санкций.

⁹ Мосолкина Д. Минфин рассматривает приватизацию как один из источников пополнения бюджета в будущем году // Ведомости, 2024. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2023/12/27/1013325-minfin-rassmatrivaet-privatizatsiyu-kak-odin-iz-istochnikov-popolneniya-byudzhet>.

Таблица 2

**Недооценка по сделкам IPO-SPO российских компаний,
% к цене размещения акций, 1996 г. – июль 2024 г.**

	1996– 2003 гг.	2004– 2013 гг.	2014– 2024 гг.	За весь период	2023 г.	Янв.–июль 2024 г.
По всем сделкам	12,5	6,7	4,2	5,9	4,2	4,1
в том числе:						
IPO	12,5	4,7	4,6	5,0	10,1	3,6
SPO		13,2	3,5	8,0	0,3	6,1
IPO с привлечением капитала на российских биржах	18,0	6,2	3,9	5,3	5,9	4,6
IPO с привлечением капитала на зарубежных биржах	12,5	0,4	19,3	6,2		
IPO с перепродажей пакетов акций на российских биржах	7,1	3,3	3,4	3,5	40,0	1,8
IPO с перепродажей пакетов акций на зарубежных биржах		7,0	1,6	6,6		
Приватизационные IPO-SPO		2,9	4,3	3,5		
Неприватизационные IPO-SPO	12,5	6,7	4,1	5,9	7,5	4,1

Источник: составлено авторами на основе базы данных «Конструктор IPO российских эмитентов 2024».

В сделках IPO на российских биржах недооценка при привлечении капитала (5,3%) обычно превышала ее размер в сделках по перепродаже акций их прежними владельцами (3,5%). При сделках cash-in эмитенты предоставляли более высокую премию инвесторам, опасаясь срыва IPO из-за высокой информационной асимметрии, а при перепродаже пакетов акций инсайдеры предпочитали идти на повышенные риски срыва IPO ради своей большей выгоды, что особенно важно учитывать частным инвесторам при выборе сделки. На зарубежных биржах подобные закономерности в различиях недооценки для разных групп сделок IPO не наблюдались.

Отличается лишь статистика за 2023 г., когда недооценка по IPO с перепродажей акций в несколько раз превысила недооценку сделок cash-in из-за единственного эмитента (группы компаний «Астра»), перепродавшего акции с недооценкой 40,0%, что можно рассматривать как исключительный случай того, что основной акционер согласился дать высокую премию инвесторам, среди которых были сотрудники этой компании и институциональные инвесторы.

Более низкий размер недооценки имели приватизационные сделки IPO-SPO (3,5 против 5,9% по остальным сделкам), а это может означать, что при приватизации уполномоченные государственные ведомства и эмитенты стремятся установить максимально возможную цену продаваемых акций, не предоставляя премии за риск потенциальным инвесторам.

Недооценка и долгосрочная доходность

Анализ недооценки и долгосрочной доходности IPO проводился на более узкой выборке из 91 сделки на российских биржах РТС и ММВБ, а также позднее объединенной Московской биржи, с 2002 г. по июль 2024 г., поскольку не по всем акциям доступна историческая статистика их сделок на вторичном рынке.

Для сопоставимости с более долгосрочными мерами доходности используется «чистая» недооценка, учитывающая движение рынка и рассчитываемая как «аномальная» или избыточная кумулятивная доходность акции по сравнению с бенчмарком¹⁰, или CAR (формула 1).

¹⁰ Индекс Московской биржи.

$$CAR_t = \frac{\frac{Price_t}{Price_{at\ IPO}}}{\frac{Benchmark_t}{Benchmark_{at\ IPO}}} - 1, \quad (1)$$

где t — количество торговых дней, прошедших с момента размещения; $Price_t$ — цена акции на конец торгового дня t ; $Price_{at\ IPO}$ — цена размещения акции; $Benchmark_t$ — значение индекса на конец торгового дня t ; $Benchmark_{at\ IPO}$ — значение индекса в день размещения акции (значение закрытия).

Важным отличием применяемого подхода является учет цены размещения и значения индекса именно на день размещения, а не на первый торговый день, что позволяет более корректно оценить недооценку акций, для которых от момента размещения до начала биржевых торгов проходит несколько дней, что характерно для более ранних периодов до 2008 г.

Несмотря на сокращение выборки и корректировку метода расчета, средняя чистая недооценка первого торгового дня также снижалась (табл. 3) с 33,91% в 2002–2003 гг. до 3,52% в 2014–2021 гг., то есть эмитенты все больше завышали цену акций при размещении, сокращая премию для инвесторов. Лишь в новой волне сделок IPO средняя чистая недооценка выросла до 6,26%.

Долгосрочная CAR акций за 100 и 250 торговых дней снижалась по сравнению с чистой недооценкой первого дня, что характерно для рынка IPO и в других странах, из-за влияния таких факторов, как выбор момента проведения IPO на пиках роста фондовых индексов, повышенный спрос инвесторов из-за агрессивного маркетинга. Позитивным отличием новой волны IPO с 2022 г. для инвесторов являются относительно высокие значения CAR по прошествии 100 и 250 дней в размере 19,7 и 15,0% соответственно, которые превышают чистую недооценку, составляющую 6,3%. Проблема заключается в том, удастся ли участникам рынка сохранить такой тренд в условиях расширения круга новых эмитентов, выходящих на IPO.

Таблица 3

**Описательная статистика накопленной избыточной доходности
за 1, 100 и 250 торговых дней после первичного размещения акций, %,
2002 г. – июль 2024 гг.**

Период	Первый день	100-й день	250-й день
2002–2003	33,91 (49,65) [2]	4,58 (41,4) [2]	–8,87 (52,24) [2]
2004–2013	5,67 (12,18) [52]	8,5 (34) [52]	4,18 (49,95) [52]
2014–2021	3,52 (12,88) [17]	–4,29 (25,68) [17]	–2,02 (66) [17]
2022–2024	6,26 (14,98) [20]	19,74 (38,35) [12]	14,99 (77,65) [3]
Весь период	6,02 (14,38) [91]	7,41 (33,42) [83]	2,84 (54,01) [74]

Примечание: указано среднее, в круглых скобках — стандартное отклонение, в квадратных скобках — количество размещений.

Источник: составлено авторами на основе базы данных «Конструктор IPO российских эмитентов 2024».

Примечательна корреляция ряда факторов¹¹ с размерами чистой недооценки и CAR (табл. 4). CAR первого торгового дня заметно коррелирует с кумулятивной избыточной доходностью первых 100 дней (0,51), а по сделкам IPO новой волны 2022–2024 гг. корреляция выросла до 0,65. Это свидетельствует о том, что более высокий размер недооценки, как правило, сопровождается более высокой CAR на среднесрочных горизонтах, особенно в новой волне роста рынка IPO.

В новой волне IPO средняя стоимость сделок за первые один и 100 торговых дней положительно связана с CAR первого и 100 дней. Более крупные сделки, как правило, свидетельствуют о присутствии на рынке институциональных инвесторов, поэтому выявленная связь может подтверждать предположение о том, что участие в сделках IPO крупных инвесторов способствует росту размера чистой недооценки первого торгового дня и более высокой CAR. Это соответствует гипотезе «проклятья победителей» Рока [Rock, 1986] о том, что большая информированность позволяет крупным инвесторам успешнее выбирать акции с более высокой будущей доходностью.

Более ликвидные акции с повышенной оборачиваемостью в течение первых 100 дней торгов, как правило, имеют более высокую CAR в течение первых 100 и 250 дней. Рост фондового индекса на горизонте от одного квартала до полугодия до даты проведения IPO способствовал более высокому значению чистой недооценки первого торгового дня.

Таблица 4

Корреляции накопленной избыточной доходности первичных размещений с основными факторами объема, ликвидности и рынка, 2002 г. – июль 2024 гг.

	T	CAR – вся выборка IPO			CAR – IPO с 2022 г.	
		1	100	250	1	100
Объем размещения, млн руб.		-0,09	-0,07	-0,08	-0,19	0,19
Недооценка, CAR, %	1		0,51	0,29		0,65
	100			0,67		
Средняя стоимость сделки в t первых торговых дней, руб.	1	-0,04	0,11	0,03	0,38	0,32
	100	-0,12	-0,03	-0,03	0,29	0,32
	250	-0,11	-0,02	-0,03		
Количество сделок в t первых торговых дней	1	0,05	0,06	-0,07	-0,04	-0,10
	100	0,16	0,20	0,04	0,07	0,18
	250	0,17	0,18	0,14		
Торговый оборот в t первых торговых дней, % от размещения	1	0,03	0,01	0,01	0,13	-0,08
	100	0,35	0,28	0,27	0,49	0,34
	250	0,38	0,29	0,36		
Прирост рыночного индекса за t дней до размещения, %	20	0,20	-0,01	0,03	0,47	0,19
	60	0,36	0,09	0,05	0,42	0,25
	100	0,36	0,16	0,13	0,33	0,15

Источник: составлено авторами на основе базы данных «Конструктор IPO российских эмитентов 2024».

¹¹ Фактор объема размещения акций учитывался в денежном выражении. Средняя стоимость сделки рассчитана как отношение накопленного объема торгов в рублях к накопленному количеству совершенных сделок за тот же период времени и косвенно выявляет наличие крупных инвесторов, выкупающих большие объемы за одну сделку, или розничных частных инвесторов при малых объемах индикатора. Показатель накопленного количества сделок позволяет оценивать ликвидность акций и степень участия в сделках крупных институциональных или частных инвесторов. Торговый оборот рассчитан как отношение накопленной стоимости объемов торгов в первые торговые дни к общему объему размещения и показывает то, сколько раз выпущенные в биржевой оборот акции сменили владельцев; это мера ликвидности и популярности первичного размещения среди участников биржевых торгов. Для анализа влияния рынка тестируется три временных окна: 20, 60 и 100 торговых дней и рассчитывается прирост индекса Московской биржи без учета дивидендов, который служит индикатором настроения инвесторов на рынке перед проведением публичного размещения (период повышенного оптимизма или спада).

Выявленные связи вряд ли возможно рассматривать в качестве исчерпывающих доказательств влияния тех или иных факторов на чистую недооценку первого торгового дня и среднесрочные CAR, однако они показывают направления для последующего изучения эффективности сделок IPO для инвесторов и эмитентов на основании более сложного инструментария количественного анализа.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Существующий уже почти 29 лет рынок публичных размещений акций российских компаний носит выраженный циклический характер, его рост во многом зависит от оптимизма инвесторов на фондовом рынке, что соответствует мировым тенденциям.

Анализ академических статей, посвященных объяснению феномена недооценки первого торгового дня и анализу долгосрочной избыточной доходности публично размещаемых акций, показал их значимость в качестве критериев эффективности сделок IPO и SPO. Многие процессы на российском рынке IPO-SPO пока не нашли достаточного объяснения, соответствующего гипотезам академических исследований.

В статье предложен новый подход к измерению недооценки первого торгового дня как относительного изменения цены акций на конец первого торгового дня по сравнению с ценой ее размещения, скорректированного на доходность фондового индекса. Это позволяет учесть влияние рыночного фактора на недооценку и использовать универсальную методологию расчета CAR.

С конца 2022 г. в России возникла новая волна сделок IPO, имеющая выраженные отличия от сделок публичного размещения акций российских компаний в 1996–2021 гг. Так, сделки новой волны уступают по объему средним значениям за всю историю, однако средние размеры недооценки и CAR за первые 100 и 250 торговых дней после сделки IPO существенно выше, что свидетельствует о более высокой эффективности для инвесторов. Позитивным трендом также является преобладание сделок IPO над SPO и сделок с привлечением капитала в компании над сделками с перепродажей акций. В то же время рисками снижения эффективности сделок IPO новой волны, проявившимися в первой половине 2024 г., являются уменьшение размеров недооценки, увеличение доли сделок SPO, а также сделок без привлечения капитала.

Показано, что на среднесрочную кумулятивную избыточную доходность акций российских компаний оказывает положительное влияние размер чистой недооценки первого торгового дня, причем данное влияние существенно усилилось во время новой волны сделок IPO. Другими потенциально значимыми факторами являются преобладание крупных инвесторов в сделках, повышенная ликвидность акций после размещения, а также предварительный рост фондового индекса до проведения IPO. Выводы обоснованы с использованием упрощенных методов и требуют дополнения количественным анализом по мере накопления большего числа размещений и наблюдений.

Ключевые характеристики рынка IPO и SPO российских компаний, анализ взаимосвязи недооценки акций и их кумулятивной избыточной доходности, а также их факторов на долгосрочном горизонте могут представлять практический интерес для инвесторов и эмитентов. Проведенный анализ современных процессов в ретроспективе исторических трендов будет полезен для других исследователей и аналитиков. Продолжением исследования рынка IPO-SPO российских компаний станет поиск более глубоких закономерностей его функционирования на основе уникальных эмпирических данных и увязки выявляемых трендов с накопленными теоретическими знаниями в указанной сфере.

Список источников / References

1. Теплова Т. В. и др. Сентимент частных инвесторов в объяснении различий в биржевых характеристиках акций российского рынка // Журнал Новой экономической ассоциации. 2022. № 1 (53). С. 53–84 / Teplova T.V. et al. (2022). The sentiment of private investors in explaining the differences in the trade characteristics of the Russian market stocks. *Journal of the New Economic Association*, 1 (53), 53–84. <http://dx.doi.org/10.31737/2221-2264-2022-53-1-3>.
2. Abidin S., Reddy D., Zhu Y. What Causes the Underpricing of IPOs and the Long-Run Performance of Stocks? SSRN, 2012. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2139126>.
3. Kurniawan A.Y. (2022). Underpricing or Overvaluation? Theoretical Review of Initial Public Offering Phenomenon. *VNU Journal of Economics and Business*, 2 (4). <http://dx.doi.org/10.57110/jeb.v2i4.4823>.
4. Aggarwal R., Prabhala N.R., Puri M. (2002). Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence. *Journal of Finance*, 57 (3), 1421–1442. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.285141>.
5. Aggarwal R.K., Krigman L., Womack K.L. (2002). Strategic IPO underpricing, information momentum, and lockup expiration selling. *Journal of Financial Economics*, 66 (1), 105–137. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00152-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00152-6).
6. Allen F., Faulhaber G.R. (1989). Signaling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23 (2), 303–323. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90060-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90060-3).
7. Baker M., Wurgler J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market. *Journal of Economic Perspectives*, 21 (2), 129–152. <https://doi.org/10.1257/jep.21.2.129>.
8. Banerjee S., Dai L., Shrestha K. (2011). Cross-country IPOs: What explains differences in underpricing? *Journal of Corporate Finance*, 17 (5), 1289–1305. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.06.004>.
9. Beatty R., Ritter J.R. (1986). Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings. *Journal of financial economics*, 15 (1-2), 213–232. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90055-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90055-3).
10. Berveniste L., Spindt P. (1989). How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues. *Journal of Financial Economics*, 24 (2), 343–362. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90051-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90051-2).
11. Boucher C., Kooli M., Walker T. (2023). Litigation risk, underpricing, and money-losing IPOs. *Global Finance Journal*, 55, 100813. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2023.100813>.
12. Brennan M., Franks J. (1997). Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. *Journal of Financial Economics*, 45 (3), 391–413. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00022-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00022-6).
13. Chemmanur T.J. (1993). The pricing of initial public offerings: a dynamic model with information production. *Journal of Finance*, 48 (1), 285–304. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04710.x>.
14. Choe H., Masulis R.W., Nanda V. (1993). Common Stock Offerings Across the Business Cycle: Theory and Evidence. *Journal of Empirical Finance*, 1 (1), 3–31. [https://doi.org/10.1016/0927-5398\(93\)90003-A](https://doi.org/10.1016/0927-5398(93)90003-A).
15. Espenlaub S., Mohamed A., Saadouni B. (2024). Underwriter incentives and IPO pricing. *Journal of Corporate Finance*, 87, 102625. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2024.102625>.
16. Füllbrunn S., Neugebauer T., Nicklisch A. (2020). Underpricing of initial public offerings in experimental asset markets. *Experimental Economics*, 23, 1002–1029. <https://doi.org/10.1007/s10683-019-09638-7>.
17. Gao S., Meng Q., Chan K.C. (2016). IPO pricing: Do institutional and retail investor sentiments differ? *Economics Letters*, 148, 115–117. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2016.09.029>.
18. Grinblatt M., Hwang C.Y. (1989). Signaling and the pricing of new issues. *The Journal of Finance*, 44 (2), 393–420. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb05063.x>.
19. Habib M.A., Ljungqvist A.P. (2001). Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: theory and evidence. *Review of Financial Studies*, 14 (2), 433–458. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/14.2.433>.
20. Hanley K. (1993). The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon. *Journal of Financial Economics*, 34 (2), 231–250. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90019-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90019-8).
21. Hanley K., Hoberg G. (2010). The information content of IPO prospectuses. *The Review of Financial Studies*, 23 (7), 2821–2864. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq024>.
22. Hoque H. (2014). Role of Asymmetric Information and Moral Hazard on IPO Underpricing and Lockup. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 30, 81–105. <http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2014.02.001>.
23. Ibbotson R.G. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, 2 (3), 235–272. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(75\)90015-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(75)90015-X).
24. Jegadeesh N., Weinstein M., Welch I. (1993). An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 34 (2), 153–175.
25. Kennedy D.B., Sivakumar R., Vetzal K.R. (2006). The implications of IPO underpricing for the firm and insiders: Tests of asymmetric information theories. *Journal of Empirical Finance Elsevier*, 13 (1), 49–78. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2004.10.003>.
26. Lee P.J., Taylor S.L., Walter T.S. (1996). Australian IPO Pricing in the Short and Long Run. *Journal of Banking and Finance*, 20 (7), 1189–1210. [https://doi.org/10.1016/0378-4266\(95\)00053-4](https://doi.org/10.1016/0378-4266(95)00053-4).
27. Leland H., Pyle D.H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 3 (2), 371–387. <https://doi.org/10.2307/2326770>.

28. Ljungqvist A., Nanda V., Singh R. (2006). Hot Markets, Investor Sentiment and IPO Pricing. *The Journal of Business*, 79 (4), 1667–1702. <https://doi.org/10.1086/503644>.
29. Logue D. (1973). On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965–69. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8 (1), 91–103. <https://doi.org/10.2307/2329751>.
30. Loughran T., Ritter J.R., Rydqvist K. (1994). Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2 (2-3), 165–199. [https://doi.org/10.1016/0927-538X\(94\)90016-7](https://doi.org/10.1016/0927-538X(94)90016-7).
31. Loughran T., Ritter J.R. (2004). Why Has IPO Underpricing Changed Over Time? *Financial Management*, 33 (3), 5–37. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.331780>.
32. Minmo G., Ritter J.R., Zhang D. (2023). SPACs. *The Review of Financial Studies*. Forthcoming. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3775847>.
33. Ritter J.R. (1991). The long-run performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 46 (1), 3–27. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>.
34. Rock K. (1986). Why New Issues are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15 (1-2), 187–212. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90054-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90054-1).
35. Schultz P. (2003). Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs. *The Journal of Finance*, 58 (2), 483–518. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.283699>.
36. Spiess D.K., Pettway R.H. (1997). The IPO and first seasoned equity sale: Issue proceeds, owner-managers' wealth, and the underpricing signal. *Journal of Banking and Finance*, 21 (7), 967–988.
37. Stoll H.R., Curley A.J. (1970). Small Business and the New Issues Market for Equities. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 5 (3), 309–322. <https://doi.org/10.2307/2329998>.
38. Stoughton N., Zechner J. (1998). IPO mechanisms, monitoring and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 49 (1), 45–77.
39. Tinic S.M. (1988). Anatomy of initial public offerings of common stock. *The Journal of Finance*, 43 (4), 789–822. <https://doi.org/10.2307/2328137>.
40. Van Bommel J. (2002). Messages from market to management: the case of IPOs. *Journal of Corporate Finance*, 8 (2), 123–138. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.87>.
41. Welch I. (1992). Sequential sales, learning and cascades. *The Journal of Finance*, 47 (2), 695–732. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04406.x>.
42. Yung C., Çolak G., Wang W. (2008). Cycles in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 89 (1), 192–208. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.007>.

Информация об авторах

Александр Евгеньевич Абрамов, кандидат экономических наук, заведующий научно-исследовательской лабораторией ИПЭИ РАНХиГС, г. Москва

Мария Игоревна Чернова, кандидат экономических наук, старший научный сотрудник РАНХиГС, г. Москва

Information about the authors

Alexander E. Abramov, Candidate of Economic Sciences, Head of Laboratory, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow

Maria I. Chernova, Candidate of Economic Sciences, Senior Researcher, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow

Статья поступила в редакцию 15.08.2024
 Одобрена после рецензирования 02.11.2024
 Принята к публикации 26.11.2024

The article submitted August 15, 2024
 Approved after reviewing November 2, 2024
 Accepted for publication November 26, 2024