

Федеральное государственное образовательное учреждение  
высшего профессионального образования  
Санкт-Петербургский государственный университет  
Институт «Высшая школа менеджмента»

**Анализ IPO российских компаний: 2005 – 2021**

Курсовая работа студента 4 курса направление 38.03.02 – Менеджмент, шифр  
образовательной программы СВ.5070.2015

Выполнил  
студент 4-го курса бакалаврской программы,  
группа № 5,  
**Беляев Дмитрий Андреевич**

---

Преподаватель  
**Бухвалов Александр Васильевич**

---

Санкт-Петербург  
2022

## **ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ХАРАКТЕРЕ ПОДГОТОВКИ КУРСОВОЙ РАБОТЫ**

Я, Беляев Дмитрий Андреевич (направление 080200 — Менеджмент, профиль — Финансовый менеджмент), подтверждаю, что в моей курсовой работе не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Я ознакомлен с действующим на факультете менеджмента СПбГУ регламентом учебного процесса, согласно которому обнаружение плагиата (прямых заимствований из других источников без соответствующих ссылок) является основанием для выставления за выпускную квалификационную работу оценки «не зачет».

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	5
Глава 1. Рынок акционерного капитала. Первичный публичный рынок. Основные понятия и процессы.....	8
1.1 Рынок акционерного капитала: основные понятия и структура.....	8
1.1.1 Рынок акционерного капитала (ЕСМ).....	8
1.1.2 Первичный рынок.....	10
1.1.3 Вторичный рынок.....	11
1.2 Основные участники первичного публичного рынка.....	11
1.2.1 Фирма-эмитент.....	11
1.2.2 Банки-андеррайтеры.....	13
1.2.3 Инвесторы.....	14
1.3 Основные процессы первичного публичного рынка.....	15
1.3.1 IPO, SPO и FPO.....	15
1.3.2 SPAC.....	19
1.4 Вспомогательные процессы первичного публичного рынка.....	21
1.4.1 Андеррайтинг.....	21
1.4.2 Дью-дилидженс.....	24
1.4.3 Роуд-шоу.....	27
1.4.4 Букбилдинг.....	28
Глава 2. Теоретическое обоснование первоначальной недооценки IPO. Обзор исследований.....	29
2.1 Основные направления исследований, объясняющих первоначальную недооценку.....	29
2.2 Теории информационной асимметрии.....	30
2.2.1 Теория принципал – агент.....	31
2.2.2 Теория предварительной неопределенности.....	32
2.2.3 Теория букбилдинга (книги заявок).....	33
2.2.4 Сигнальная теория.....	35

2.2.5 Теория проклятия победителя .....	36
2.2.6 Теория сертификации .....	37
2.2.7 Теория потерь предпринимательского богатства .....	38
2.3 Институциональные теории .....	39
2.3.1 Теория уклонения от судебных исков .....	39
2.3.2 Теория стабилизации цен .....	39
2.3.3 Теория налоговых выгод .....	40
2.4 Теории собственности и контроля .....	41
2.4.1 Теория закрепления управленческого контроля .....	41
2.4.2 Теория агентских издержек .....	42
2.5 Поведенческие теории .....	42
2.5.1 Теория информационных каскадов .....	42
2.5.2 Теория «горячих» и «холодных» рынков .....	43
Глава 3. Эмпирическое исследование .....	44
3.1 Формулировка гипотез исследования .....	44
3.2 Методология исследования .....	46
3.2.1 Описание выборки .....	46
3.2.2 Описание используемой в исследовании модели .....	47
3.2.3 Информация о переменных в модели .....	49
3.3 Описательная статистика переменных модели .....	51
3.4 Корреляционная матрица переменных модели .....	55
3.5 Регрессионный анализ и основные выводы .....	56
Заключение .....	60
Список литературы .....	63

## ВВЕДЕНИЕ

Первичное публичное размещение (IPO) является одним из общепринятых механизмов привлечения финансовых ресурсов для развития компании. Суть данного механизма заключается в продаже части капитала широкому кругу инвесторов в обмен на денежные средства, которые, как правило, используются бизнесом для дальнейшего расширения и роста.

История данного процесса, как и в целом, понятие акционерного общества берут свое начало еще со времен Римской республики, в которой существовали так называемые *publicani* – прообраз современных публичных компаний. Подобно современным акционерным обществам, *publicani* были независимыми от своих членов юридическими лицами, собственность которых была разделена на акции. Есть свидетельства того, что эти акции были проданы публичным инвесторам и торговались на своего рода внебиржевом рынке, располагавшимся в римском форуме. Первое задокументированное первичное публичное размещение произошло в марте 1602 года, когда Голландская Ост-Индская компания предложила общественности купить собственные акции для привлечения капитала. Голландская Ост-Индская компания стала первой компанией в истории, выпустившей облигации и акции для широкого круга инвесторов.<sup>1</sup>

В России история фондового рынка и, в частности, рынка первичных публичных размещений началась в начале 1990-х годов – после развала СССР и перехода от плановой экономики к рыночной. В связи с этим фактом, практика проведения первичных публичных размещений в России не такая обширная, как в Европе, США или Китае, однако на сегодняшний день уже более 150 российских компаний провели IPO, что позволяет изучать формирующийся национальный опыт и особенности российского рынка.

Одним из ключевых направлений исследования первичных публичных размещений является оценка эффективности их ценообразования. В качестве фактора, отражающего эффективность ценообразования IPO, в данном исследовании, как и в подавляющем большинстве аналогичных работ, был выбран показатель первоначальной недооценки акций компании, проводящей IPO. Согласно данным профессора факультета финансов университета Флориды Джея Риттера (общепризнанного эксперта в области первичных публичных размещений), в среднем в процессе IPO цена размещения несколько ниже курса закрытия первого дня торгов: средняя величина недооценки с 1980 по 2021 год составила 18.9%, а сумма денег, «оставленных на столе» – 229.72 миллиардов долларов (выборка из

---

<sup>1</sup> Chancellor, E. Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation / E. Chancellor // Farrar, Straus and Giroux. – 1999.

9086 IPO по всему миру). Сумма денег, «оставленная на столе», в свою очередь, определяется как рыночная цена закрытия в первый день торгов минус цена предложения, умноженная на количество предложенных акций (фактически это та сумма, которую фирма-эмитент «оставила» инвесторам). Похожее явление наблюдается и в механизмах российских первичных публичных размещений, однако недооценка IPO российских компаний пока значительно ниже, чем 18.9%. Подобная практика при проведении первичных публичных размещений получила название феномена первоначальной недооценки.

С учетом всего вышесказанного проблема идентификации характеристик первичных публичных размещений, влияющих на вероятность возникновения феномена первоначальной недооценки, является актуальной как в России, так и за рубежом.

Основной исследовательский вопрос данной работы можно сформулировать следующим образом: «Какие характеристики первичных публичных размещений российских компаний влияют на вероятность возникновения феномена первоначальной недооценки?». Основная цель данной выпускной квалификационной работы, соответственно, заключается в установлении взаимосвязи между характеристиками первичных публичных размещений российских компаний и вероятностью возникновения феномена первоначальной недооценки.

Для достижения поставленной цели были сформулированы и решены следующие задачи:

1. Проанализировать современную научную литературу, исследования и статьи, посвященные первичному публичному рынку, его основным участникам и процессам, а также представить краткий обзор данной литературы.
2. Представить обзор исследований, посвященных теоретическому обоснованию первоначальной недооценки первичных публичных размещений, и на основе данного обзора выдвинуть ряд гипотез для эмпирического исследования.
3. Провести эмпирическое исследование, направленное на установление взаимосвязи между характеристиками первичных публичных размещений российских компаний и вероятностью возникновения феномена первоначальной недооценки
4. Проанализировать полученные результаты исследований, сделать выводы и на их основе дать практические рекомендации.

Объектом исследования являются российские компании, проводившие первичное публичное размещение. Предметом исследования является взаимосвязь характеристик таких первичных публичных размещений и вероятность возникновения феномена первоначальной недооценки.

Данная работа выполнена в формате эмпирического исследования, инструментами которого являются статистический и эконометрический анализ.

В выборку исследования вошли данные по 91 российской компании, которые проводили первичные публичные размещения в период с 2005 по 2021 год. Информация для составления выборки исследования была получена из следующих источников:

- База данных PREQVECA, включающая в себя все IPO, осуществленные российскими компаниями на российских и международных биржах с 1996 года по настоящий момент.
- Официальные проспекты эмиссии IPO.
- Информационная база Bloomberg.

Структура работы состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

В первой главе рассматриваются структура рынка акционерного капитала в целом, первичный публичный рынок в частности, основные его участники, а также основные и вспомогательные процессы, происходящие в рамках первичного публичного рынка.

Во второй главе представлено теоретическое обоснование возникновения феномена первоначальной недооценки, а именно рассмотрены четыре основные группы теорий: теории информационной асимметрии, институциональные теории, теории собственности и контроля и поведенческие теории.

В третьей главе формулируются гипотезы исследования, направленного на установление взаимосвязи между характеристиками первичных публичных размещений российских компаний и вероятностью возникновения феномена первоначальной недооценки. Представлена методология исследования, описан процесс сбора данных и формирования выборки. Приведены анализ описательной статистики и результаты эконометрического исследования. По результатам проведенного исследования сделаны выводы и даны практические рекомендации.

# ГЛАВА 1. РЫНОК АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА. ПЕРВИЧНЫЙ ПУБЛИЧНЫЙ РЫНОК. ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ПРОЦЕССЫ.

## 1.1 Рынок акционерного капитала: основные понятия и структура

### 1.1.1 Рынок акционерного капитала (ЕСМ)

Рынок акционерного капитала (ЕСМ – англ. Equity Capital Market) – это рынок, на котором финансовые учреждения помогают компаниям привлекать акционерный капитал. Акционерный капитал – это, в свою очередь, остаточные права владельцев компании на активы после выплаты долгов. Акционерный капитал равен совокупным активам фирмы за вычетом совокупных обязательств.<sup>2</sup>

В качестве инструментов рынка акционерного капитала выделяют:

- Обыкновенные и привилегированные акции (в том числе первичное размещение акций (IPO) и последующая дополнительная эмиссия (SPO))
- Частный акционерный капитал (англ. Private Equity)
- Американские депозитарные расписки (англ. American Depository Receipts – ADR)
- Глобальные депозитарные расписки (англ. Global Depository Receipts – GDRs)
- Производные финансовые инструменты (фьючерсы, опционы, свопы)

Привлечение компанией акционерного капитала несет за собой как преимущества, так и недостатки. В качестве преимуществ можно выделить следующие аспекты:<sup>3</sup>

- Снижение кредитного риска – чем меньше доля заемного капитала в структуре компании, тем меньше вероятность дефолта.
- Когда компания использует акционерный капитал, она не обязана выплачивать проценты или возвращать первоначальные инвестиции инвесторов в акционерный капитал. Заемный капитал, с другой стороны, требует периодических выплат процентов и погашения тела кредита. Компания может распределить часть своей прибыли в качестве дивидендов акционерам, однако при необходимости выплату дивидендов можно отменить.

---

<sup>2</sup> Рынок акционерного капитала в России. [Электронный ресурс] / Ваш казначей. — Режим доступа: <https://vashkaznachei.ru/ecm-ili-rynok-akcionernogo-kapitala-v-rossii/> (дата обращения: 07.09.2021).

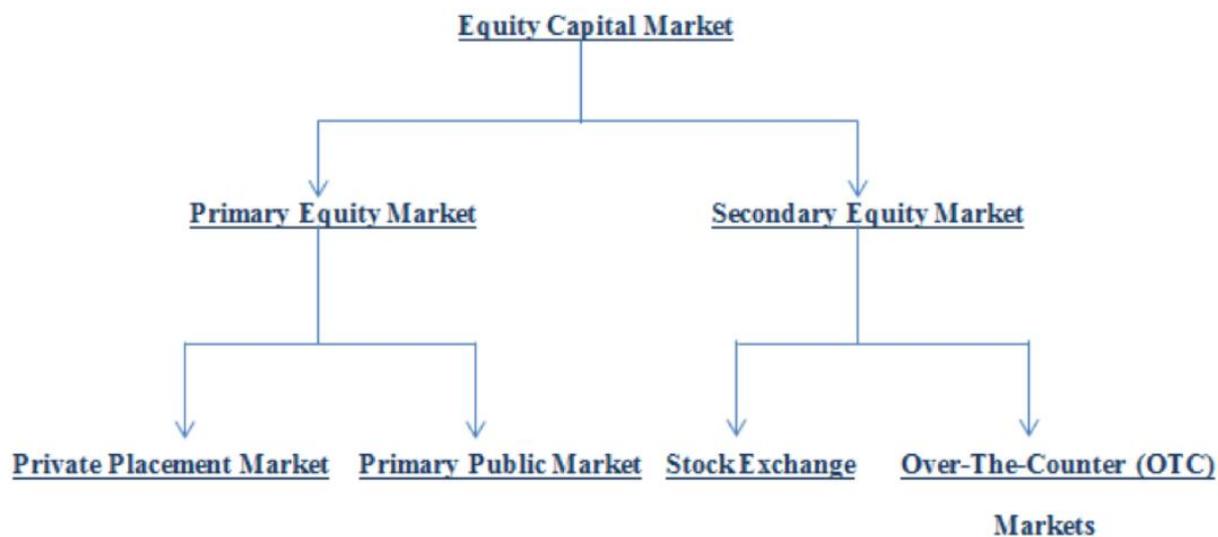
<sup>3</sup> Advantage & Disadvantage of Equity Capital. [Электронный ресурс] / Chron newspaper. — Режим доступа: <https://smallbusiness.chron.com/advantage-disadvantage-equity-capital-58005.html> (дата обращения: 08.09.2021).

- Сигнальный эффект. Выпуск акций – это сигнал инвесторам о том, что компания преуспевает в финансовом отношении. В действительности это далеко не всегда является правдой.

В качестве недостатков: <sup>3</sup>

- Порядок налогообложения. При использовании заемного капитала компания уменьшает прибыль на сумму уплаченных процентов, что позволяет снизить налогооблагаемую базу. В случае акционерного капитала, такой возможности нет.
- Стоимость капитала. Зачастую общая стоимость акционерного капитала выше, по сравнению с заемным. Помимо этого, акционеры несут больший риск, с их точки зрения, по сравнению с кредиторами, потому что они последние в очереди на выплаты, в случае если компания обанкротится. Следовательно, инвесторы в акционерный капитал требуют более высокой нормы прибыли на свои инвестиции. Компания вынуждена компенсировать инвесторам этот риск.
- Время и усилия. Процесс привлечения акционерного капитала требует большого количества времени и концентрации усилий от компании, даже в сравнении с процессом привлечения заемного капитала. В частности, если речь идет конкретно о фондовом рынке (привлечение капитала посредством фондовой биржи), компания становится объектом более пристального внимания регуляторов и инвесторов. Инвесторы на фондовом рынке очень сильно полагаются на финансовую отчетность компании при принятии инвестиционных решений. Деятельность компании и ее финансовая отчетность подлежат более строгим нормам раскрытия информации и проверке, что, очевидно, приводит к дополнительным издержкам.

Глобально, рынок акционерного капитала можно разделить на первичный и вторичный рынки. Общепринятая структура рынка акционерного капитала приведена ниже:<sup>4</sup>



**Рис.1.1** Структура рынка акционерного капитала

Источник: [Finansistem, 2021]

### 1.1.2 Первичный рынок

Первичный рынок позволяет компаниям «впервые» привлекать акционерный капитал, то есть фактически именно на этом рынке создаются ценные бумаги. Его, так же, как и рынок акционерного капитала, можно разделить на два направления:<sup>4</sup>

- Рынок частного размещения (англ. Private Placement Market)

На рынке частного размещения компании могут напрямую продавать свои ценные бумаги инвесторам, без посредника в лице фондовой биржи. Данный рынок характеризуется низкой ликвидностью и повышенным риском, в связи с чем, инвесторы, вкладывающие свои средства на данном рынке, требуют более высокую премию за риск.

- Первичный публичный рынок (англ. Primary Public Market)

На первичном публичном рынке в качестве посредника между компанией и инвестором выступает биржа. Данный рынок включает в себя как первичные публичные размещения (IPO), так и последующие (SPO, FPO). Очевидно, что в отличии от рынка

<sup>4</sup> Рынок акционерного капитала (ЕСМ). [Электронный ресурс] / Finansistem. — Режим доступа: <https://finansistem.com/ecm/> (дата обращения: 07.09.2021).

частного размещения, первичный публичный рынок характеризуется более высокой ликвидностью, меньшим риском и, соответственно, меньшей премией за риск.

### **1.1.3 Вторичный рынок**

Вторичный рынок представляет из себя платформу, на которой торгуются существующие акции публичных компаний. В данном случае новый капитал не создается, поскольку денежные средства от продажи акций получает не компания-эмитент, а инвесторы. Вторичный рынок так же можно разделить на два направления:<sup>4</sup>

- Фондовые биржи

Фондовая биржа – это финансовая юридическая компания, которая организует и контролирует сделки по покупке и продаже ценных бумаг (акций, облигаций) и производных финансовых инструментов (фьючерсов, опционов). От каждой сделки биржа получает процент - так называемое вознаграждение за организацию встречи покупателя и продавца.

- Внебиржевые рынки (англ. OTC – Over-The-Counter)

Внебиржевые рынки – это сеть дилеров, которые способствуют двусторонней торговле акциями между двумя сторонами без участия фондовой биржи в качестве посредника. Внебиржевые рынки не централизованы и не организованы, что делает их подверженными манипулятивным действиям и несет за собой дополнительные риски для инвестора.

## **1.2 Основные участники первичного публичного рынка.**

Как уже было упомянуто выше, на первичном публичном рынке компании впервые предоставляют возможность широкому кругу инвесторов купить свои акции. В сделках на данном рынке участвуют три основных игрока:

- Фирма-эмитент
- Инвесторы
- Банки андеррайтеры

### **1.2.1 Фирма-эмитент**

Фирма-эмитент является одним из трех основных участников первичного публичного рынка. Важнейшей характеристикой таких фирм является то, что они впервые размещают свои акции на фондовом рынке. Первичное публичное размещение может проводиться либо путем продажи уже существующих акций, либо же путем выпуска новых, при этом, вышеуказанные методы размещения могут использоваться как вместе, так и по

отдельности. Основной целью фирмы-эмитента является получение максимально возможной цены предложения за размещаемые акции. В целом фирма-эмитент обладает абсолютной свободой действий в принятии решения о том, какой объем акций ей необходимо разместить, единственным ограничением в данном случае выступают требования регуляторов страны размещения и требования самой биржи, на которой планируется проводить размещение. Фирма-эмитент также назначает андеррайтера (или группу андеррайтеров) для работы в качестве консультативного органа, который устанавливает подходящую цену размещения и готовит необходимую документацию в соответствии с требованиями фондового рынка для обеспечения успешного листинга.

Существующая литература по IPO, включая исследования Аллена и Фаулхабера (1989), Гринблата и Хванга (1989) и Вэлча (1989), указывает на то, что фирм-эмитентов можно разделить на высококачественных и низкокачественных [Allen, Faulhaber, 1989; Grinblatt, Hwang, 1989; Welch, 1989]. Авторы утверждают, что первые владеют полной и относительно точной информацией о будущих денежных потоках своей деятельности и, следовательно, они точно знают справедливую текущую стоимость своих компаний, в то время как вторые – не уверены в справедливости своих оценок. В ряде исследований также утверждается, что эмитенты высококачественных первичных публичных размещений могут неохотно раскрывать истинную текущую стоимость своих компаний, опасаясь потери конкурентных преимуществ в случае, если они сообщат положительную информацию о своих будущих инвестиционных возможностях непосредственно рынку. Исходя из вышесказанного, Вэлч приходит к выводу, что, защищая свое конкурентное преимущество на рынке, качественные фирмы-эмитенты IPO создают проблему асимметричной информации для инвесторов. Впоследствии, такие фирмы-эмитенты пытаются решить указанную проблему, предлагая заниженную цену в качестве компенсации для инвесторов IPO, чтобы отличить себя от низкокачественных фирм-эмитентов. Напротив, Бенвенист и Спиндт (1989), и Бенвенист и Вильгельм (1990) утверждают, что информационная асимметрия существует между фирмой-эмитентом и андеррайтером IPO [Benveniste, Spindt, 1989; Benveniste, Wilhelm, 1990]. Подобная ситуация возникает, когда фирмы-эмитенты не уверены в справедливости оценки собственной стоимости, в таком случае они передают полномочия по определению текущей стоимости своих фирм андеррайтерам. После того, как андеррайтеры берут на себя эту функцию, они либо организывают консультационную группу для оценки стоимости фирмы, выходящей на IPO, либо запрашивают данные для определения истинной стоимости фирмы у институциональных инвесторов, которые, благодаря своей экспертизе, способны дать точную оценку стоимости фирмы. Данная информация предоставляется в

обмен на занижение цены первичного публичного размещения. Таким образом, с учетом всего вышесказанного, андеррайтер (или группа андеррайтеров) становится вторым по значимости участником первичного публичного рынка.

### **1.2.2 Банки-андеррайтеры**

Банк-андеррайтер – это крупный инвестиционный или коммерческий банк, который на практике осуществляет процесс первичного публичного размещения от имени фирмы-эмитента. Основная функция андеррайтеров заключается в подготовке фирмы, проводящей IPO, к выходу на биржу в обмен на вознаграждение за андеррайтинг, обычно называемое «андеррайтинговым спредом». Андеррайтеры тщательно оценивают фирмы-эмитенты, проводящие IPO, чтобы определить желаемую цену размещения и ценовой диапазон, который позволит фирме, проводящей IPO, успешно пройти листинг. Уровень успеха андеррайтера в значительной степени зависит от его финансового опыта, поэтому чем больше IPO он провел, тем выше его репутация на рынке для успешного листинга. Битти и Риттер (1986) в своем исследовании утверждают, что андеррайтеров можно разделить на солидных и не солидных [Beatty, Ritter, 1986]. Первые, как правило, занимают значительную долю на рынке первичных публичных размещений, имеют превосходные консультационные команды и налаженные связи с институциональными инвесторами, включая хедж-фонды, взаимные и пенсионные фонды. Благодаря своему опыту и связям, такие андеррайтеры могут проводить тщательную и качественную оценку компаний, выходящих на IPO. Неудивительно, что авторитетные андеррайтеры запрашивают значительное вознаграждение в обмен на предлагаемые ими первоклассные услуги. Не солидные андеррайтеры, не имеющие репутации, как правило, имеют небольшую долю рынка, небольшие консультационные группы и ограниченные деловые связи. Такие андеррайтеры, как правило, требуют меньшее вознаграждение за андеррайтинг для вывода фирмы, проводящей IPO, на биржу. Лоури и Шу (2002) в своей работе приходят к выводу, что андеррайтеры иногда несут риск потенциально неполной подписки на IPO, поэтому они покупают акции фирмы-эмитента со скидкой, чтобы компенсировать этот риск [Lowry, Shu, 2002]. Авторы также указывают на то, что андеррайтеры опасаются устанавливать слишком высокую цену предложения для фирм, проводящих IPO, поскольку это может привести к недовольству или даже судебному разбирательству со стороны разгневанных инвесторов IPO на основании того, что андеррайтер завысил цену IPO. В некоторых исследованиях также утверждается, что у андеррайтеров есть стимул занижать цену IPO компании, чтобы привлечь больше инвесторов, сократить маркетинговые издержки и избежать неполной подписки на IPO. Лиу и Риттер (2010) в своей работе приходят к выводу, что некоторые

андеррайтеры пользуются своим знанием рынка и положением для собственной выгоды, получая побочные платежи от инвесторов [Liu, Ritter, 2010]. Более подробно процесс андеррайтинга будет рассмотрен в разделе с обзором вспомогательных процессов первичного публичного рынка. Теперь, когда мы понимаем роль фирмы-эмитента и андеррайтера, ниже рассматривается роль третьего участника первичного публичного рынка – инвестора.

### **1.2.3 Инвесторы**

Инвесторы фирмы-эмитента, проводящей первичное публичное размещение, являются третьим важным участником первичного публичного рынка. Инвесторы в IPO, как правило, являются либо краткосрочными, либо долгосрочными инвесторами, из которых последние намерены владеть размещенными акциями в течение продолжительного периода. Краткосрочные же инвесторы обычно продают акции в первый день листинга, в целях получения быстрой прибыли.

Помимо разделения на краткосрочных и долгосрочных инвесторов, в литературе по IPO часто проводится различие между розничными и институциональными инвесторами. Розничные инвесторы, как правило, являются индивидуальными или частными инвесторами и зачастую обладают ограниченными финансовыми возможностями и знаниями относительно фондового рынка. С другой стороны, институциональные инвесторы, как правило, финансово обеспечены и обладают значительными аналитическими и прочими ресурсами. Благодаря своим обширным финансовым знаниям и возможностям институциональные инвесторы зачастую являются постоянными клиентами андеррайтеров, вследствие чего у них возникает взаимный интерес и деловые отношения, которые обе стороны стремятся поддерживать. Эти отношения позволяют последним иметь информационные преимущества в плане доступа к частной информации о фирмах, проводящих IPO, и получения более высоких долей акций по сравнению с розничными инвесторами. Признавая этот информационный разрыв между розничными и институциональными инвесторами, Битти и Риттер (1986), Рок (1986) и ряд других исследователей, утверждают, что розничных инвесторов можно рассматривать как неинформированных инвесторов по сравнению с институциональными инвесторами, которых, соответственно, можно рассматривать как инвесторов информированных [Beatty, Ritter, 1986; Rock, 1986]. В целом, в зависимости от статуса фирм-эмитентов, андеррайтеров и инвесторов IPO, между этими участниками может возникать асимметричная информационная среда, которая является одним из объяснений возникновения феномена первоначальной недооценки IPO. Более подробно теоретическое обоснование феномена

первоначальной недооценки, в том числе и теории информационной асимметрии, будут рассмотрены во второй главе.

### **1.3 Основные процессы первичного публичного рынка.**

#### **1.3.1 IPO, SPO и FPO**

IPO (аббревиатура от англ. Initial Public Offering) – это первичное публичное размещение акций компании. В данном контексте слово «первичное» подразумевает под собой то, что акции компании впервые размещаются на фондовом рынке, а слово «публичное» то, что компания предлагает свои акции широкому кругу инвесторов. Благодаря процессу IPO, частная компания, капитал которой ранее составляли исключительно взносы учредителей/владельцев, становится публичной. Первичное размещение могут проводить как вновь созданные фирмы, так и те, которые давно и хорошо известны. Единственное общее для них требование при проведении IPO - акции эмитента никогда ранее не предлагались публично.

Важно отметить, что фактически, выход на IPO не означает, что компания впервые выпускает акции. До размещения она могла функционировать в непубличной форме (закрытое акционерное общество), что подразумевает под собой возможность выпуска акций и распределения их между ограниченным кругом инвесторов (совладельцы, учредители, венчурные фонды).<sup>5</sup>

Первичное публичное размещение, как правило, преследует определенные цели:<sup>5</sup>

- Привлечение дополнительного капитала. Акционерный капитал, привлеченный в ходе процесса IPO, может быть использован компанией по ее усмотрению (в некоторых случаях цели привлечения акционерного капитала могут быть указаны в эмиссионных документах). Помимо этого, переход компании из статуса непубличной в публичную, как правило, упрощает доступ к кредитным ресурсам и снижает их стоимость.
- Получение объективной рыночной оценки компании. Цена акций на рынке, как правило, стремится к некоей справедливой цене, которая отражает совокупность большого количества факторов (к примеру эффективность деятельности эмитента, его финансовые и производственные показатели). Оценка данной совокупности факторов конкретными аналитиками (в случае

---

<sup>5</sup> IPO, SPO и FPO — виды размещений ценных бумаг и их отличия. [Электронный ресурс] / Финам. — Режим доступа: <https://www.finam.ru/education/likbez/ipo-spo-i-fpo-vidy-razmesheniyy-cennyx-bumag-i-ix-otlichiya-20210902-14240/> (дата обращения: 24.09.2021).

если компания является непубличной) далеко не всегда соответствует реальному положению дел.

- Повышение узнаваемости, рост рейтинговых показателей. Выход компании на IPO зачастую сопровождается масштабным освещением в СМИ, что приводит к росту общей узнаваемости бренда, а также к росту заинтересованности со стороны как инвесторов, так и обычных потребителей.
- Возможность для ранних инвесторов обналить свои доли в компании. Благодаря IPO, ранние инвесторы (совладельцы, учредители, венчурные фонды) могут продать свои акции и зафиксировать прибыль.

Участники процесса первичного публичного размещения (IPO):

- Акционеры эмитента. Контролируют процесс, совместно с андеррайтерами принимают ключевые решения.
- Ведущий андеррайтер. Организует синдикат инвестиционных банков, контактирует с биржами и регуляторами. Более подробно понятие андеррайтинга будет рассмотрено ниже.
- Юридические консультанты. Принимают участие в проведении дью-дилиденс, осуществляют юридическое сопровождение IPO. Более подробно понятие дью-дилиденс будет рассмотрено ниже.
- Финансовые консультанты. Подготавливают проспект эмиссии, отвечают за соблюдение сроков регистрации проспекта.
- Менеджмент эмитента. Так же, как и акционеры, ведут контроль над размещением, совместно с андеррайтерами принимают решения по текущим вопросам.
- Аудиторы. Проводят анализ проспекта эмиссии, проверяют отчетность, консультируют специалистов по Дью-дилиденс.
- PR агентство. Отвечает за PR сопровождение IPO, работает со СМИ, взаимодействует с PR командой компании эмитента.

В качестве основных факторов проведения успешного IPO можно выделить:<sup>6</sup>

1. Привлекательная инвестиционная история:
  - перспективы роста/генерации денежных потоков

---

<sup>6</sup> Подготовка к IPO. [Электронный ресурс] / Московская биржа. — Режим доступа: <https://ipoguide.moex.com/ru/section-2-1.html> (дата обращения: 24.09.2021).

- ясная и достижимая стратегия развития
  - опытный, сильный менеджмент
  - сильное позиционирование относительно конкурентов
2. Подготовительная работа эмитента:
- наличие аудированной финансовой отчетности за последние три года
  - юридически прозрачная структура собственности
  - консолидация всех центров прибыли и денежных потоков
  - высокие стандарты корпоративного управления
  - высокие стандарты раскрытия информации
  - привлечение оптимального пула банков-организаторов для осуществления IPO
  - привлечение прочих профильных консультантов (аудиторов, юридических консультантов, PR-агентств и пр.)
3. Выбор оптимальной структуры и основных параметров размещения:
- выбор благоприятного временного интервала для проведения IPO
  - общий размер предложения акций
  - объем средств, привлекаемых компанией, и объем средств, привлекаемых существующими акционерами
  - временное ограничение на предложение акций после IPO;
  - возможность предложения акций американским инвесторам
  - применение механизма стабилизации цены акции
4. Организация размещения:
- эффективная ежедневная работа наряду с привлеченными консультантами по подготовке документации
  - получение необходимых одобрений от регуляторов
  - прохождение процедуры листинга на бирже
  - презентация инвестиционной истории широкому кругу инвесторов
  - аналитическая и торговая поддержка акций после IPO

Помимо первичного публичного размещения (IPO), на первичном публичном рынке так же проводятся процедуры вторичного размещения акций, такие как SPO и FPO.

SPO (аббревиатура от англ. Secondary Public Offering) – это вторичное публичное размещение акций. Основное отличие от IPO заключается в том, что SPO проводится публичной компанией, акции которой уже торгуются на бирже. Помимо этого, SPO не

изменяет общее количество ценных бумаг, а лишь увеличивает их долю в свободном обращении. Вырученные в ходе SPO средства достаются существующим акционерам.<sup>7</sup>

Причинами для SPO могут стать:<sup>5</sup>

- Желание мажоритарных акционеров обналечить свои акции и зафиксировать прибыль.
- Изменение состава мажоритарных акционеров.
- Необходимость привлечения дополнительных средств для развития компании или реализации новых проектов без изменения уставного капитала.

FPO (аббревиатура от англ. Follow-on Public Offering) – это последующее публичное размещение акций. Процесс FPO может быть двух типов:<sup>7</sup>

- С размывающим эффектом. Когда производится дополнительная эмиссия ценных бумаг и доли существующих акционеров размываются. Наиболее неблагоприятный вариант для текущих инвесторов.
- Без размывающего эффекта. В данном случае происходит продажа существующих акций, денежные средства поступают акционерам, а не компании.

Фактически, рассмотренный ранее процесс SPO является одним из подтипов FPO, однако в мировой практике все же разделяют эти типы публичных предложений. Считается, что под FPO подразумевается процесс дополнительной эмиссии акций, с последующей продажей их на рынке (и как следствие с размывающим эффектом для текущих акционеров), а под SPO – продажа существующих акций компании, с отсутствием размывающего эффекта.

Причинами для FPO могут стать:<sup>5</sup>

- Привлечение дополнительного акционерного капитала для развития компании.
- Консолидация пакетов ценных бумаг и прав на управление компанией. В данном случае речь идет о дополнительной эмиссии в пользу мажоритарных акционеров, при которой доли немажоритарных акционеров, а также общее количество акций в свободном обращении уменьшаются.
- Увеличение уставного капитала компании до минимальных требований регулятора в связи с изменением законодательства.

---

<sup>7</sup> Follow-on Public Offer (FPO). [Электронный ресурс] / Investopedia. — Режим доступа: <https://www.investopedia.com/terms/f/fpo.asp> (дата обращения: 03.10.2021).

### 1.3.2 SPAC

SPAC (аббревиатура от англ. Special Purpose Acquisition Company) – это специализированная компания по целевым слияниям и поглощениям, созданная спонсором с хорошей репутацией (группой инвестиционных банков и компаний). Такая компания не ведет коммерческой деятельности, нацелена исключительно на привлечение капитала в ходе процесса IPO и на последующее поглощение или слияние с существующей непубличной компанией. Фактически, SPAC – это альтернатива IPO для инвесторов и непубличных компаний, желающих разместиться на бирже.<sup>8</sup>

Ключевые особенности SPAC:

- В дату IPO целевая компания для поглощения, как правило, не определена. Некоторые SPAC могут фокусироваться на объектах определенной отрасли или географического положения.
- Средства инвесторов, привлеченные в ходе IPO, хранятся в доверительном управлении до момента целевого поглощения или до ликвидации SPAC.
- SPAC ликвидируется, если в течении 18-24 месяцев не будет найдена подходящая компания и произведена сделка по поглощению/слиянию.

Далее будут выделены основные преимущества и недостатки SPAC с точки зрения участников сделки:

Таблица 1 Преимущества и недостатки SPAC

Спонсоры SPAC	Инвесторы SPAC	Целевая компания
<b>Преимущества:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Инвестирует 3-4% процента от выручки в ходе IPO, при этом оставляя себе 20% акций SPAC</li><li>• Возможность обратиться к более широкому пулу инвесторов и более высокая ликвидность по сравнению с традиционными венчурными инвестициями</li></ul>	<b>Преимущества:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Возможность инвестировать в стартапы с высоким потенциалом роста</li><li>• Повышенная ликвидность в сравнении с традиционными венчурными инвестициями</li><li>• Относительно низкий порог входа</li></ul>	<b>Преимущества:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Возможность стать публичной компанией в более короткие сроки по сравнению с IPO</li><li>• Более простой и менее затратный процесс подготовки к сделке</li><li>• Приобретения SPAC проводятся по заранее установленной цене</li></ul>

<sup>8</sup> Special Purpose Acquisition Company (SPAC). [Электронный ресурс] / Investopedia. — Режим доступа: <https://www.investopedia.com/terms/s/spac.asp> (дата обращения: 03.10.2021).

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Право голосовать против слияния или поглощения</li> <li>• Получение денег обратно, в случае ликвидации SPAC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Вознаграждение андеррайтера, как правило, ниже, чем при IPO</li> </ul>
<p><b>Недостатки:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ограниченный 24-месячный период времени для определения цели поглощения и завершения сделки</li> <li>• Потеря первоначальных инвестиций и времени, в случае ликвидации SPAC</li> <li>• Необходимость одобрения сделки по слиянию/поглощению акционерами SPAC</li> </ul>	<p><b>Недостатки:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Высокая неопределённость в отношении приобретаемого бизнеса</li> <li>• Сильная зависимость от уровня экспертизы спонсора SPAC</li> <li>• Возможный конфликт интересов между спонсором и инвесторами</li> </ul>	<p><b>Недостатки:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Инвесторы SPAC могут проголосовать против поглощения, что вынудит компании тратить дополнительные ресурсы на переговоры</li> </ul>

Источник: составлено автором.

Процесс SPAC сделки можно разделить на три основных этапа:

1. Первый этап можно назвать фазой IPO. На данной стадии учреждается сама SPAC компания, ведутся переговоры с андеррайтерами и подготавливаются все необходимые документы для осуществления IPO. Собственно, на этом этапе, проводятся все те же действия, как и при обычном IPO. По длительности фаза IPO занимает от 8 недель.
2. Второй этап – это фаза поиска целевой компании для поглощения. На данной стадии определяется цель для поглощения, проводится тщательная экспертиза и оценка целевого бизнеса. Параллельно ведутся переговоры с поглощаемой компанией о самой сделке и, в некоторых случаях, привлекается дополнительное акционерное или долговое (редко) финансирование. По длительности фаза поиска обычно занимает около 20 месяцев (может быть и меньше).
3. Третий этап – De-SPAC фаза. На данном этапе SPAC предоставляет документы в вышестоящие регуляторы (SEC), получает необходимое одобрение со стороны акционеров, получает все необходимые для проведения сделки разрешения и,

собственно, происходит закрытие сделки по объединению бизнеса с целевой компанией.

Важно отметить, что SPAC компании и сам процесс выхода на биржу таким образом существовали уже достаточно давно, однако наибольшую популярность обрели именно в последние годы, как альтернатива традиционному IPO. На сегодняшний день существует около 430 SPAC компаний, находящихся в фазе поиска.

## **1.4 Вспомогательные процессы первичного публичного рынка.**

### **1.4.1 Андеррайтинг**

Андеррайтер (англ. underwriter — «страховщик») – это компания, чья деятельность связана с оценкой и принятием на себя определенных рисков. В зависимости от отрасли выделяют различные виды андеррайтинга:

- Андеррайтинг в банковском деле
- Андеррайтинг в страховании
- Андеррайтинг на рынке ценных бумаг

Поскольку данная работа сфокусирована на рынке ценных бумаг, нас будет интересовать именно последний вид андеррайтинга.

Андеррайтинг на рынке ценных бумаг – это руководство процессом выпуска ценных бумаг и их распределения. Андеррайтер, в свою очередь, служит посредником между компанией, стремящейся выпустить акции в рамках первичного публичного предложения (IPO), и инвесторами. Андеррайтер помогает компании подготовиться к IPO, учитывая такие вопросы, как сумма средств, которую планирует привлечь компания, тип выпускаемых ценных бумаг и соглашение между андеррайтером и компанией [Яковлев, 2009]. Андеррайтерами IPO обычно являются инвестиционные банки, в штате которых есть специалисты по IPO. Эти инвестиционные банки работают с компанией, чтобы обеспечить выполнение всех нормативных требований. Для того, чтобы оценить интерес к инвестициям, специалисты по IPO связываются с широкой сетью инвестиционных организаций, таких как взаимные фонды и страховые компании. Данные, полученные этими крупными институциональными инвесторами, помогают андеррайтеру установить цену IPO акций компании.<sup>9</sup>

Далее перечислены функции андеррайтера на рынке ценных бумаг:<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Underwriter. [Электронный ресурс] / Investopedia. — Режим доступа: <https://www.investopedia.com/terms/u/underwriter.asp> (дата обращения: 15.10.2021).

<sup>10</sup> Underwriting. [Электронный ресурс] / Cbonds. — Режим доступа: <https://cbonds.ru/glossary/underwriting/> (дата обращения: 15.10.2021).

- подготовка эмиссии ценных бумаг;
- совершение сделок по размещению выпуска ценных бумаг;
- поддержка цен на размещенные ценные бумаги;
- дальнейшая аналитическая и исследовательская поддержка ценных бумаг.

Договор между компанией и андеррайтером на рынке ценных бумаг может быть нескольких типов:<sup>10</sup>

- «Твёрдое обязательство» (англ. Firm commitment) — андеррайтер обязуется приобрести все ценные бумаги, предлагаемые для первичного публичного размещения, и перепродать их на биржу. При этом андеррайтер перепродает инвесторам ценные бумаги по более высокой цене и, фактически, зарабатывает на спекуляции. Андеррайтер «твёрдого обязательства» гарантирует эмитенту получение выручки от продажи ценных бумаг эмитента. В данном случае весь риск продажи ложится на андеррайтера, за что он требует соответствующую комиссию.
- «Стэнд-бай» (англ. Stand-by underwriting) — андеррайтер берет на себя обязательство выкупить для последующего размещения оставшуюся невыкупленной часть эмиссии. В данном случае риски, которые берет на себя андеррайтер несколько ниже, чем при заключении договора по типу твёрдого обязательства, однако при неудачном IPO, андеррайтер будет вынужден выкупить большую часть эмиссии акций самостоятельно.
- «Все или ничего» (англ. All or none) — андеррайтер обязуется разместить весь выпуск полностью, в противном случае договор с ним расторгается.
- «Максимальные усилия» (англ. Best efforts) — андеррайтер обязуется разместить максимально возможный объем новой эмиссии, при этом все риски, связанные с не размещением ценных бумаг, перекладываются на эмитента. Очевидно, что стоимость такого вида андеррайтинга ниже по сравнению с андеррайтингом на базе твердых обязательств.

Исходя из типов договоров между компанией и андеррайтером, становится ясно, что в некоторых случаях риски неудачного IPO могут быть слишком велики и неприемлемы для одного конкретного андеррайтера, поэтому зачастую, при крупных размещениях, андеррайтинг осуществляется синдикатом финансовых институтов, то есть группой инвестиционных банков и/или инвестиционных компаний, создаваемой на

непродолжительное время для того, чтобы обеспечить продажу нового выпуска ценных бумаг по цене, установленной в предварительном соглашении.<sup>11</sup>

В синдикате андеррайтеров, как правило, выделяют следующие позиции:<sup>12</sup>

- Ведущий андеррайтер/глава синдиката (от англ. Lead Manager). Организует и возглавляет синдикат по размещению ценных бумаг, поддерживает контакты с эмитентом, регуляторами и биржами.
- Букраннер (от англ. Bookrunner) – это банк синдиката, который несет основную ответственность за заполнение книги заявок при размещении и принимает на себя наибольший риск. Букраннер обычно указывается первым в информационном меморандуме. В размещениях большого объема может быть несколько букраннеров.
- Глобальный координатор (от англ. Global Coordinator) – это банк синдиката, обычно в больших международных размещениях, который координирует весь процесс проведения сделки — от роуд-шоу до стабилизации и аналитического покрытия ценных бумаг после размещения. Глобальный координатор обычно является и букраннером и ведущим андеррайтером.

Важно отметить, что общепризнанного стандарта по классификации банков андеррайтеров внутри синдиката не существует. В одних IPO все вышеуказанные позиции может занимать один банк андеррайтер, в других, это могут быть разные члены синдиката.

Среди андеррайтеров ведется свой собственный рейтинг по объему размещенных ценных бумаг клиентов. На сегодняшний день мировые лидеры андеррайтинга - Morgan Stanley, Bank of America Merrill Lynch, Goldman, Sachs & Co., J. P. Morgan, Citi, Credit Suisse. Существует и российский рейтинг – тех финансовых организаций, которые выступали андеррайтерами по российским ценным бумагам. В числе лидеров - ВТБ, ИК «Тройка Диалог», Сбербанк и Райффайзенбанк.<sup>11</sup>

В России андеррайтером может быть любое юридическое лицо, соответствующим образом лицензированное ЦБ РФ, например, инвестиционная компания или инвестиционный банк. Это юридическое лицо и предлагает инвесторам купить выпуск ценных бумаг эмитента. Для этого оно, как правило, проводит собрания потенциальных инвесторов, презентуя им эмитента во время процедуры выхода на IPO.

---

<sup>11</sup> Андеррайтинг ценных бумаг. [Электронный ресурс] / Banki.ru. — Режим доступа: [https://www.banki.ru/wikibank/anderrayting\\_na\\_ryinke\\_tsennyih\\_bumag/](https://www.banki.ru/wikibank/anderrayting_na_ryinke_tsennyih_bumag/) (дата обращения: 15.10.2021).

<sup>12</sup> Словарь терминов. [Электронный ресурс] / Московская биржа. — Режим доступа: <https://ipoguide.moex.com/ru/section-5-3.html> (дата обращения: 15.10.2021).

## 1.4.2 Дью-дилидженс

Дью-дилидженс (от англ. due diligence) — это комплексная и независимая юридическая оценка компании по инициативе инвестора, который планирует войти в уставный капитал, или собственника, желающего получить экспертную оценку и анализ активов.<sup>13</sup>

Фактически, провести процедуру проверки может и сам инвестор или владелец бизнеса, однако, зачастую, для проведения качественного дью-дилидженс все же привлекают профессионалов. Этим могут заниматься аналитики фондового рынка, управляющие фондами, брокеры и компании, рассматривающие возможность приобретения/поглощения. Дью-дилидженс стала обычной практикой в Соединенных Штатах Америки с принятием Закона о ценных бумагах 1933 года. С этим законом дилеры и брокеры по ценным бумагам стали нести ответственность за полное раскрытие существенной информации об инструментах, которые они продавали. Нераскрытие этой информации потенциальным инвесторам влечет за собой уголовное преследование и санкции в отношении недобросовестных брокеров.<sup>13</sup>

Дью-дилидженс (в рамках IPO) обычно проводится в течение первых 60 дней после того, как компания запустила процесс IPO. В ходе комплексной проверки банки-андеррайтеры, аудиторы и юридические консультанты будут работать вместе, чтобы провести все необходимые предварительные исследования, лучше понять компанию, ее руководство и ее финансовые показатели. Этот процесс предполагает сбор и проверку следующей информации:<sup>14</sup>

### 1. Организационные данные.

На первом этапе комплексной проверки IPO андеррайтеры и юристы собирают и проверяют информацию об организационной структуре компании. Это может включать запрос следующих документов:

- Устав корпорации
- Список акционеров компании
- Обзор количества акций, принадлежащих каждому отдельному акционеру
- Годовые бизнес-отчеты за предыдущие три года
- Бизнес-планы компании или стратегические планы

---

<sup>13</sup> Due Diligence. [Электронный ресурс] / Investopedia. — Режим доступа: <https://www.investopedia.com/terms/d/duediligence.asp#toc-understanding-due-diligence> (дата обращения: 23.10.2021).

<sup>14</sup> IPO due diligence. [Электронный ресурс] / SoFi. — Режим доступа: <https://www.sofi.com/learn/content/ipo-due-diligence/> (дата обращения: 23.10.2021).

- Разбивка организационной структуры компании, включая и членов совета директоров и рядовых сотрудников

## 2. Лицензирование и налогообложение.

Следующим шагом комплексной проверки IPO является сбор информации о лицензировании и налогах компании. На этом этапе андеррайтер IPO и аудиторы запрашивают следующие документы:

- Все бизнес-лицензии, выданные в настоящее время компании
- Годовые налоговые декларации
- Государственные лицензии и разрешения, которыми владеет компания
- Налоговые декларации по занятости
- Комплексные отчеты о налоговых данных компании

## 3. Информация о совете директоров и сотрудниках компании.

Дью-дилидженс может также распространяться и на информацию о совете директоров компании, ее менеджерах и сотрудниках. На этом этапе проверки могут быть затребованы следующие документы:

- Список всех сотрудников компании
- Информация о статусе сотрудника, включая должность и зарплату каждого
- Подробная информация о льготах и бонусах сотрудников в соответствии с должностью
- Копия политики компании, касающейся отпуска по болезни, разрешения конфликтов внутри организации и пр.
- Подробная информация о страховых выплатах сотрудникам, включая страхование здоровья, инвалидности и жизни
- Копии резюме руководящего персонала

## 4. Финансовая информация.

Финансы компании, безусловно, являются одним из важнейших аспектов деятельности, на который обращают внимание в ходе проведения дью-дилидженс. При анализе финансовой информации команда андеррайтеров и юристов IPO может затребовать следующие документы:

- Копии брокерских или инвестиционно-банковских соглашений
- Записи финансовой отчетности компании, включая предыдущие финансовые аудиты
- Список всех финансовых счетов, которыми располагает компания
- Копии отчетов финансовых аналитиков

- Информация о складских запасах компании
- Подробная информация о методах бухгалтерского учета и амортизации в компании
- Список всех постоянных и переменных расходов

#### 5. Информация о клиентах и предоставляемом сервисе.

Дью-дилидженс также учитывает взаимодействие с клиентами и анализ предоставляемого компанией сервиса обслуживания. Для этого могут потребоваться следующие документы:

- Отчеты или информация о продуктах и услугах, предлагаемых компанией
- Подробная информация о жалобах потребителей, поданных против компании
- Информация о юридических разрешениях на продукты и услуги компании
- Копии торговой политики компании
- Подробная информация о маркетинговых стратегиях компании, а также копии маркетинговых материалов

#### 6. Информация об имуществе компании.

Последний, но не менее важный этап – это анализ и проверка информации об имуществе компании (как материальном, так и не материальном). В ходе этого этапа проверки запрашивается и проверяется информация по следующим объектам:

- Офисы компании
- Официальные контракты, свидетельствующие о покупке недвижимости
- Договоры с недвижимостью и/или лицензии на франшизу
- Товарные знаки и авторские права компании
- Патенты, принадлежащие компании
- Документы и информация по любому другому имуществу компании (по запросу)

В ходе процедуры дью-дилидженс команда андеррайтеров работает над тем, чтобы получить полное представление о том, как работает компания, как она структурирована, насколько она здорова в финансовом отношении и есть ли какие-либо потенциальные проблемы, которые могут помешать ее выходу на биржу. Процедура комплексной проверки IPO гарантирует, что не возникнет никаких неожиданностей, способных подорвать продвижение компании. Это также возможность для группы андеррайтеров и самой компании оценить любые потенциальные факторы риска, которые могут повлиять на исход IPO.<sup>14</sup>

### 1.4.3 Роуд-шоу

Роуд-шоу (от англ. road show) — это серия презентаций, проводимых в рамках подготовки к первичному публичному размещению акций (IPO). Эту серию презентаций для потенциальных инвесторов проводит банк андеррайтер совместно с командой менеджеров компании, прежде чем она станет публичной. Роуд-шоу обычно проходят в крупных городах и призваны подогреть интерес инвесторов к предстоящему IPO. На этих презентациях потенциальных инвесторов знакомят с компанией, ее историей и ключевыми кадрами.<sup>15</sup>

Успешная серия презентаций часто имеет решающее значение для успеха IPO. Путешествуя по разным городам, андеррайтеры знакомят с IPO институциональных инвесторов, аналитиков, управляющих и хедж-фонды, чтобы заинтересовать их в предстоящем размещении. Выездное шоу также дает возможность андеррайтерам представить руководство компании, а инвесторам услышать видение руководства и цели компании.

Роуд-шоу обычно включают мультимедийные презентации и серии ответов на вопросы. Многие компании могут проводить небольшие закрытые встречи за месяцы и недели до IPO, в то время как большинство проводит прямые трансляции со своих мероприятий для широкой онлайн публики. Далее будет приведен список тем, которые могут быть затронуты на презентациях в рамках роуд-шоу:

- История компании
- Планы на будущее
- Прибыль и финансовые показатели
- Уникальное ценностное предложение компании
- Инвестиционные возможности и потенциал роста
- Целевая цена акций IPO

После завершения роуд-шоу создается и распространяется среди потенциальных инвесторов окончательный проспект эмиссии. Этот проспект также подается в вышестоящий регулятор. Первоначальная цена предложения устанавливается на основе информации, собранной в процессе формирования книги заявок, а также утверждается дата IPO.

---

<sup>15</sup> Roadshow. [Электронный ресурс] / Investopedia. — Режим доступа: <https://www.investopedia.com/terms/r/roadshow.asp> (дата обращения: 25.10.2021).

#### 1.4.4 Букбилдинг

Букбилдинг (от англ. book-building) — это действия банков – членов синдиката по информированию потенциальных инвесторов и стимулированию их спроса, сбор заявок на покупку ценных бумаг, предлагающихся при размещении. Андеррайтер, обычно инвестиционный банк, формирует книгу заявок, приглашая институциональных инвесторов (таких как управляющие фондами и другие) подавать заявки на количество акций и цену (цены), которую они готовы заплатить за них.

Букбилдинг превзошел метод «фиксированного ценообразования», когда цена устанавливается до участия инвестора, и стал де-факто механизмом, с помощью которого компании оценивают свои IPO. Процесс определения цены включает формирование и регистрацию спроса инвесторов на акции до того, как будет достигнута цена выпуска, которая удовлетворит как компанию, предлагающую IPO, так и рынок. Он настоятельно рекомендуется всеми основными фондовыми биржами как наиболее эффективный способ оценки ценных бумаг.<sup>16</sup>

Процесс создания книги заявок включает в себя следующие этапы:<sup>16</sup>

- Компания-эмитент нанимает инвестиционный банк в качестве андеррайтера, которому поручено определить ценовой диапазон и подготовить проспект эмиссии для рассылки институциональным инвесторам.
- Инвестиционный банк приглашает крупных институциональных инвесторов подавать заявки, в которых указано количество акций, которые они готовы приобрести, и цены, по которым они готовы приобрести это количество акций.
- Андеррайтер анализирует полученную информацию и использует средневзвешенное значение для получения окончательной цены ценной бумаги, которая называется ценой отсечения.
- Андеррайтер должен в целях прозрачности публиковать подробности всех поданных заявок.
- Акции распределяются среди принятых участников торгов.

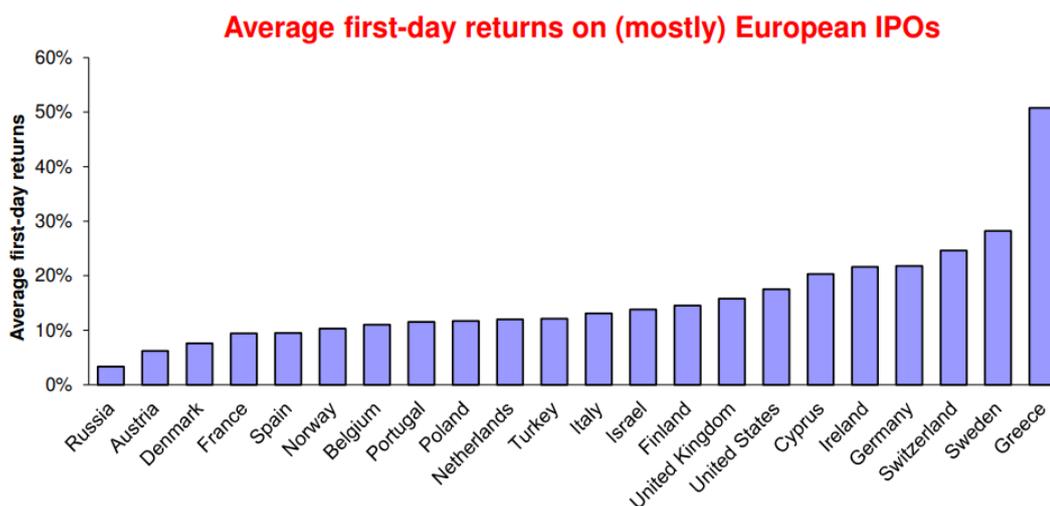
---

<sup>16</sup> Book Building. [Электронный ресурс] / Investopedia. — Режим доступа: <https://www.investopedia.com/terms/b/bookbuilding.asp> (дата обращения: 25.10.2021).

## ГЛАВА 2. ТЕОРЕТИЧЕСКОЕ ОБОСНОВАНИЕ ПЕРВОНАЧАЛЬНОЙ НЕДООЦЕНКИ IPO. ОБЗОР ИССЛЕДОВАНИЙ.

### 2.1 Основные направления исследований, объясняющих первоначальную недооценку

Рыночные аномалии после первичного публичного размещения акций являются предметом обширных научных исследований. Одной из таких аномалий является первоначальная недооценка, под которой понимается повышение цены акций по отношению к цене размещения вскоре после IPO. Одним из ведущих исследователей данной проблематики является профессор факультета финансов университета Флориды Джей Риттер (Jay R. Ritter). Он ежегодно выкладывает данные по недооценке первичных публичных размещений, начиная с 1980 года. Согласно данным Риттера (выборка из 9086 IPO), средняя величина недооценки с 1980 по 2021 год составила 18.9%, а сумма денег, «оставленных на столе» – 229.72 миллиардов долларов. Сумма денег, «оставленная на столе», в свою очередь, определяется как рыночная цена закрытия в первый день торгов минус цена предложения, умноженная на количество предложенных акций.<sup>17</sup> Интересным фактом из данных Риттера так же является то, что средняя величина недооценки на российском рынке первичных публичных размещений минимальна, по сравнению с другими европейскими рынками, и находится на уровне около 5%.



**Рис.2.1** Средняя величина недооценки на Европейских рынках IPO

Источник: [Ritter, 2021]

<sup>17</sup> IPO Data Jay R. Ritter [Электронный ресурс] / Warrington college of business. — Режим доступа: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/> (дата обращения: 10.11.2021).

Вся вышеприведенная статистика указывает на существенность феномена первоначальной недооценки IPO как для инвесторов, так и для компаний эмитентов, размещающих свои акции. Важнейший вопрос здесь заключается в том, какая теоретическая модель и какие определяющие факторы могут объяснить наличие данного феномена на мировых рынках IPO? Этот вопрос послужил толчком к появлению большого количества теоретических исследований, ищущих рациональные объяснения того, почему IPO недооцениваются в принципе, а также почему они недооцениваются по-разному в разных странах.

Существующие теории первоначальной недооценки IPO глобально можно разделить на четыре группы: теории информационной асимметрии, теории владения и контроля, а также институциональные и поведенческие теории. Основные теории из каждой группы приведены в таблице 2.

**Таблица 2** Теории первоначальной недооценки IPO

Теории информационной асимметрии	Теория принципал – агент
	Теория предварительной неопределённости
	Теория букбилдинга (книги заявок)
	Сигнальная теория
	Теория проклятия победителя
	Теория сертификации
	Теория потерь предпринимательского богатства
Институциональные теории	Теория уклонения от судебных исков
	Теория стабилизации цен
	Теория налоговых выгод
Теории собственности и контроля	Теория закрепления управленческого контроля
	Теория агентских издержек
Поведенческие теории	Теория информационных каскадов
	Теория «горячих» и «холодных» рынков

Источник: составлено автором.

## 2.2 Теории информационной асимметрии

Существование информационной асимметрии на рынке акционерного капитала является одним из наиболее популярных предположений, применяемых в исследованиях в попытке объяснить причины феномена первоначальной недооценки. В данном разделе представлен ряд конкурирующих теорий информационной асимметрии, основанных на

проблеме асимметричной информации между фирмами-эмитентами и андеррайтерами, инвесторами и андеррайтерами, эмитентами и инвесторами, а также информированными и неинформированными инвесторами. К ним относятся теории принципала – агента, предварительной неопределенности, букбилдинга или же книги заявок, сигнальная теория, а также теория проклятия победителя.

### **2.2.1 Теория принципал – агент**

Агентская теория описывает отношения, основанные на контракте, по которому одна сторона (принципал) поручает другой стороне (агенту) выполнение указанных задач, и в то же время передает все полномочия по принятию решений по порученному заданию. В отношениях агент – принципал может возникнуть конфликт интересов в результате стремления обеих сторон к максимизации полезности. Из-за несовпадения целей агент не всегда действует в соответствии с интересами принципала и вместо этого фокусируется на задачах, которые, скорее всего, принесут ему личную выгоду. Информационная асимметрия способствует возникновению неблагоприятного отбора и морального риска. Неблагоприятный отбор связан с невозможностью полной проверки информации об агенте и его компетенции принципалом в период, предшествующий заключению контракта. Проблема морального риска предполагает оппортунистическое поведение агента, приводящее к невыполнению контракта ради удовлетворения собственных потребностей, даже если последствия этого наносят ущерб принципалу. Таким образом, агентская теория подчеркивает ограниченность способности принципалов распознать истинные намерения агента, которому они доверили управление своими делами.

В сделках IPO участвуют три основные стороны, и каждая из них может иметь информационное преимущество. В рассматриваемой теории это инвестиционный банк-андеррайтер. В случае если фирма-эмитент не обладает достаточными знаниями для проведения сделки самостоятельно, она может нанять инвестиционный банк для сопровождения сделки IPO. Банк может предоставить эмитенту свои услуги, в основном, в плане консультирования относительно параметров предложения, распределения ценных бумаг и андеррайтинга. Расходы на андеррайтинг пропорциональны объему выручки от IPO, поэтому, казалось бы, они должны снижать уровень недооценки. Однако, инвестиционный банк может предпринять действия, направленные на снижение цены предложения, чтобы снизить собственные усилия по сопровождению сделки IPO. В связи с этим, инвестиционный банк, зная, что его деятельность не может быть в полной мере проконтролирована эмитентом, может предпринять действия, сопряженные с моральным

риском и неблагоприятным отбором, поскольку банк выступает в качестве агента эмитента при продаже новых акций.

Бэрон и Холмстрем (1980) и Бэрон (1982) представили модель «принципал-агент», теоретически объясняющую причину занижения цен на IPO как реакцию на информационную асимметрию между двумя сторонами IPO, а именно между компаниями эмитентами и андеррайтерами [Baron, Holmström, 1980; Baron, 1982]. В своих исследованиях авторы утверждают, что андеррайтеры могут занижать первоначальную цену IPO для получения собственной выгоды. Занижение цены позволяет андеррайтерам снизить свои собственные издержки на маркетинг и, в некоторых случаях, получать дополнительные платежи от инвесторов, заинтересованных в низкой цене IPO.

Лоугран и Риттер (2002) также доказывают наличие «темной стороны» андеррайтеров, подчеркивая возможность возникновения агентских проблем между андеррайтерами и эмитентами IPO [Loughran, Ritter, 2002]. В своей работе авторы указывают на то, что в 2002 году Credit Suisse First Boston была оштрафована на 100 миллионов долларов за получение побочных платежей, связанных с преднамеренным занижением цены IPO, андеррайтером которого являлась компания.

Концептуально эта теория была поставлена под сомнение Мускареллой и Ветсупеном (1989), которые обнаружили наличие феномена первоначальной недооценки в IPO инвестиционных банков, в которых эти самые банки и были собственными андеррайтерами [Muscarella, Vetsuypens, 1989]. Поэтому, по утверждению авторов, эффект недооценки не может быть объяснен в полной мере только теорией Бэрона и Холмстрема.

### **2.2.2 Теория предварительной неопределенности**

Теория предварительной неопределенности строится на предположении о наличии информационной асимметрии между фирмами-эмитентами и инвесторами. В данном случае инвесторы требуют занижения первоначальной цены IPO, чтобы компенсировать риски, связанные с этой самой неопределённостью. Данная теория была впервые представлена в исследовании Битти и Риттера (1986) [Beatty, Ritter, 1986]. В своей работе авторы пришли к выводу о том, что первоначальная недооценка IPO должна увеличиваться в ответ на увеличение предварительной неопределенности, связанной с фирмой-эмитентом. Битти и Риттер использовали объём предложения IPO в качестве косвенного показателя предварительной неопределенности. В ходе исследования они эмпирически зафиксировали, что более крупные предложения обычно предлагаются более взрослыми и стабильными компаниями, в то время как меньшие предложения предлагаются условно

спекулятивными и молодыми компаниями. Авторы назвали это явление «эмпирической закономерностью».

Дженкинсон и Лjungквист (2001) показывают, что предварительная неопределенность фирмы эмитента может, например, включать в себя вопросы, связанные с возрастом, размером и типом фирмы, проводящей IPO, а также с предполагаемым ценовым коридором IPO [Jenkinson, Ljungqvist, 2001]. Битти и Риттер (1986) и Рок (1986) так же утверждали, что информация о способе использования средств от IPO полезна для снижения предварительной неопределенности, поскольку инвесторы будут лучше осведомлены о причинах выхода компании на биржу [Beatty, Ritter, 1986; Rock, 1986].

Важно отметить, что уже в упомянутом выше исследовании Лоуграна и Риттера (2002), авторы так же затрагивают теорию предварительной неопределенности и приходят к выводу, что она не может в полной мере объяснить наличие феномена первоначальной недооценки в некоторых странах, в особенности на развивающихся рынках [Loughran, Ritter, 2002].

### **2.2.3 Теория букбилдинга (книги заявок)**

Теория букбилдинга или же теория книги заявок была представлена в работах Бенвениста и Спиндта (1989) и Бенвениста и Вильгельма (1990) [Benveniste, Spindt, 1989; Benveniste, Wilhelm, 1990]. В совокупности данные исследования указывают на наличие информационной асимметрии между фирмами-эмитентами и институциональными инвесторами, предполагая, что институциональные инвесторы обладают более полной информацией об истинной стоимости компании, проводящей IPO, в отличие от андеррайтеров и фирм-эмитентов. Согласно данной теории, при формировании цены размещения методом книги заявок имеет место быть так называемый феномен частичного приспособления (*partial adjustment phenomenon*). Суть данного феномена заключается в том, что при формировании книги заявок андеррайтеры стремятся получить от инвесторов как можно больше правдивой информации относительно приемлемой для инвесторов цены размещения. Чем больше позитивной информации будет извлечено в процессе формирования книги заявок, тем выше будет цена размещения относительно середины ценового диапазона. Институциональные инвесторы, в свою очередь, не заинтересованы раскрывать свой истинный интерес относительно IPO, в связи с этим андеррайтеры вынуждены мотивировать инвесторов раскрывать правдивую и честную информацию. В качестве инструментов мотивации могут выступать как количество акций, передаваемых конкретному инвестору, так и цена размещения, что и объясняет первоначальную недооценку IPO.

Хэнли (1993) в своем исследовании так же изучает феномен частичного приспособления и приходит к выводам, аналогичным результатам Бенвениста и Спиндта и Бенвениста и Вильгельма [Hanley, 1993]. Основным выводом исследования Хэнли можно сформулировать следующим образом: чем выше в среднем курс размещения по сравнению с серединой ценового диапазона, тем выше недооценка IPO. В своей работе автор исследовал взаимосвязь двух показателей: недооценки IPO и индекса цены размещения. Данные показатели рассчитываются следующим образом:

$$UN = \frac{(P_{c1} - P_o)}{P_o}, \quad (1)$$

где UN – первоначальная недооценка IPO.

$P_{c1}$  – цена закрытия первого дня торгов.

$P_o$  – цена первичного размещения.

$$RI = \frac{(P_o - P_e)}{P_e}, \quad (2)$$

где RI – индекс изменения цены размещения.

$$P_e = \frac{(P_h + P_l)}{2} \text{ — ожидаемая цена размещения.}$$

$P_o$  – цена первичного размещения.

$P_h$  – верхняя граница ценового диапазона.

$P_l$  – нижняя граница ценового диапазона.

Важно отметить, что существование феномена частичного приспособления было изучено и на российском рынке в исследовании Ивашковской и Харламова (2007) [Ивашковская, Харламов, 2007]. Автор использовал выборку из 39 российских компаний, выходящих на IPO с 1996 по 2007 год.

Лоугран и Риттер (2002) в своем исследовании так же приходят к выводу о полезности данной теории в вопросе объяснения феномена первоначальной недооценки, однако при этом авторы указывают и на то, что теория букбилдинга или же теория книги заявок объясняет лишь небольшой процент недооценки IPO [Loughran, Ritter, 2002]. Согласно выводам авторов, данная теория не объясняет недооценку, которая имеет место быть на некоторых рынках, в особенности на развивающихся.

#### 2.2.4 Сигнальная теория

Сигнальная теория основана на предположении о том, что наиболее информированным участником рынка акционерного капитала является фирма-эмитент. В такой ситуации подразумевается, что информационная асимметрия имеет место быть между фирмой-эмитентом и инвесторами. Фирмы, проводящие IPO, обладают более полной информацией о своих будущих денежных потоках и, соответственно, могут более точно оценить свою текущую стоимость, при этом такая частная информация не доступна инвесторам.

Данная теория была представлена в работах Аллена и Фолхабера (1989), Гринблатта и Хванга (1989) и Уэлча (1989) [Allen, Faulhaber, 1989; Grinblatt, Hwang, 1989; Welch, 1989]. В соответствии с выводами авторов, представленных в вышеупомянутых исследованиях, занижение цены IPO используется для того, чтобы послать рынку сигнал о качестве компании-эмитента. Намеренно устанавливая цену предложения ниже справедливой внутренней стоимости, компания добровольно соглашается «оставить деньги на столе». Мотивацией фирм-эмитентов в данном случае является желание «оставить хорошее послевкусие у инвесторов». В последствии, когда на вторичном рынке устанавливается справедливая рыночная цена (и инвесторы узнают истинное качество эмитентов), можно ожидать, что цена акций высококачественных эмитентов будет расти. Следовательно, такие эмитенты смогут компенсировать убытки от первоначальной недооценки за счет продажи ценных бумаг в ходе последующих размещений акций на более выгодных условиях.

Поскольку эмитенты конкурируют за капитал, более качественные компании мотивированы выделяться на фоне менее качественных. Если же низкокачественные фирмы захотят подражать более качественным, им придется нести затраты на сигнализацию, рискуя тем, что истинная ценность может быть обнаружена инвесторами в будущем, и поэтому такая фирма не сможет окупить затраты на имитацию. Одной из широко анализируемых групп факторов, используемых для измерения качества компании, являются консультанты, поддерживающие эмитента в ходе IPO. Предполагается, что более авторитетные андеррайтеры и аудиторы вызывают больше доверия и сотрудничают с более качественными компаниями, в целях снижения риска испортить свою репутацию. Поэтому, согласно сигнальной теории, наем высококачественных консультантов свидетельствует о более высоком качестве эмитента. Для определения качества компании обычно оценивается вся ее деятельность, а не только IPO. Исследователи чаще всего используют компании «большой четверки» как сигнал о качестве фирмы-эмитента. Репутация членов совета директоров также является предметом исследования и оценивается по количеству независимых неисполнительных директоров в совете.

В противовес сигнальной теории, в ряде исследований [Spiess, Pettway, 1997; Gale, Stiglitz, 1989] приводятся эмпирические доказательства того, что компании, вышедшие на IPO, в последствии не возмещают затраты на занижение цены после первого размещения акций. Практичность сигнальной теории также подвергается сомнению Риттером (2011), который называет ее «глупой академической теорией», утверждая, что «неясно, почему занижение цен является более эффективным сигналом, чем, скажем, обязательство потратить деньги на благотворительные пожертвования или рекламу» [Ritter, 2011].

### **2.2.5 Теория проклятия победителя**

Теория проклятия победителя основывается на предположении о наличии информационной асимметрии между информированными и неинформированными инвесторами. Первыми исследованиями, в которых была представлена данная теория были работы Рока (1986) и Битти и Риттера (1986) [Beatty, Ritter, 1986; Rock, 1986]. Согласно утверждениям авторов, ни эмитент, ни андеррайтер не являются достаточно информированными по сравнению с институциональными инвесторами, которые наилучшим образом информированы об истинной стоимости фирмы, проводящей IPO.

Информированные (институциональные) инвесторы благодаря лучшей осведомленности об истинной стоимости фирм, выходящих на IPO, участвуют исключительно в привлекательных и выгодных размещениях, то есть в недооцененных IPO с заниженной ценой. В то же время неинформированные инвесторы участвуют как в размещениях с заниженной, так и с завышенной ценой. В такой ситуации за условно привлекательные размещения неинформированные инвесторы конкурируют с более информированными (институциональными) инвесторами, а за условно не привлекательные размещения неинформированные инвесторы конкурируют исключительно между собой. В соответствии с рассматриваемой теорией все это приводит к тому, что неинформированные инвесторы становятся жертвами неблагоприятного отбора (или так называемого проклятия победителя), приобретая большую долю акций, в случае если цена IPO была завышена, и меньшую, в случае если IPO было недооценено. Из-за такого перекоса в распределении средств у инвесторов может возникнуть желание отказаться от дальнейших инвестиций, поэтому на рынке останутся только одинаково информированные инвесторы, которых может не хватить для покрытия потребностей компании-эмитента в капитале. В своем исследовании Рок приходит к выводу, что для привлечения неосведомленных инвесторов эмитенты вынуждены снижать цены на свои предложения, что и является причиной возникновения феномена первоначальной недооценки.

## 2.2.6 Теория сертификации

Бут и Смит (1986) в своем исследовании представили теорию сертификации, которая основана на предположении о наличии асимметричной информации между инсайдерами, которые являются акционерами фирмы-эмитента, и аутсайдерами, которые являются потенциальными инвесторами IPO [Booth, Smith, 1986]. Авторы предполагают, что фирмы-эмитенты IPO осведомлены о беспокойстве потенциальных инвесторов по поводу истинной стоимости их компаний, поэтому они нанимают авторитетных андеррайтеров, которые подтверждают своей репутацией качество IPO и обоснованность оценки стоимости компании. Андеррайтеры, в свою очередь, требуют от эмитента снизить цену IPO, чтобы защитить свою рыночную репутацию.

Таким образом, теория сертификации утверждает, что андеррайтеры, особенно авторитетные, могут эффективно подтвердить справедливую оценку цены размещения фирмы, проводящей IPO, предоставляя инвесторам гарантию третьей стороны. В соответствии с рассматриваемой теорией, Ли и Вахал (2004) утверждают, что эта гарантия третьей стороны подразумевает под собой сертификацию качества фирмы, проводящей IPO, посредством привлечения к участию в размещении андеррайтеров, аудиторов, юристов и венчурных инвесторов с устоявшейся рыночной репутацией [Lee, Wahal, 2004]. Функция этой третьей стороны заключается в предоставлении дополнительной сертификации качества первичного публичного размещения и снижении тем самым информационной асимметрии между фирмой-эмитентом и инвесторами. Теория сертификации получила эмпирическое подтверждение во многих работах, изучающих проблематику феномена первоначальной недооценки, однако Марисети и Субрахманьям (2010) в своем исследовании приходят к выводу, что теория сертификации не дает адекватного объяснения возникновению феномена первоначальной недооценки в развивающихся странах, поскольку большинство IPO в этих странах проводят именно солидные андеррайтеры [Marisetty, Subrahmanyam, 2010]. Тем не менее, такие IPO по-прежнему страдают от значительного занижения цен по сравнению с IPO фирм, андеррайтеров которых можно обозначить как не солидных. Помимо этого, гипотеза сертификации лишь отражает проблему информационной асимметрии между эмитентами и инвесторами. Она не берет во внимание проблему информационной асимметрии между фирмами-эмитентами и андеррайтерами, инвесторами и андеррайтерами, а также информированными и неинформированными инвесторами.

### 2.2.7 Теория потерь предпринимательского богатства

Теория потерь предпринимательского богатства была разработана и представлена в работе Хабиба и Лjungkvиста (2001). Концептуально, авторы объясняют возникновение феномена первоначальной недооценки IPO путем объединения теории проклятия победителей Рока (1986), теории предварительной неопределенности Битти и Риттера (1986), теории сертификации Бута и Смита (1986), а также сигнальной теории Аллена и Фолхабера (1989), Гринблатта и Хванга (1989) и Уэлча (1989) [Habib, Ljungqvist, 2001; Rock, 1986; Beatty, Ritter, 1986; Booth, Smith, 1986; Allen, Faulhaber, 1989; Grinblatt, Hwang, 1989; Welch, 1989].

Рассматриваемая теория предполагает, что владельцы фирмы-эмитента, проводящей IPO, не особенно заинтересованы в решении проблемы первоначальной недооценки в случае, если коэффициент их участия в размещении достаточно низкий. С другой стороны, если владельцы фирмы-эмитента планируют по максимуму обналечить свои инвестиции в рамках первичного публичного размещения, у них есть существенный стимул минимизировать передачу предпринимательского богатства потенциальным инвесторам путем снижения величины первоначальной недооценки цены размещения. К примеру, владельцы фирмы могут нанять авторитетного андеррайтера, чтобы снизить информационную асимметрию между фирмой-эмитентом и инвесторами и, соответственно, снизить величину первоначальной недооценки.

Теория Хабиба и Лjungkvиста также предполагает то, что первоначальная недооценка снижается при увеличении затрат на продвижение первичного публичного размещения. При этом фирмы, владельцы которых планируют продать больше акций в ходе первичного публичного размещения, несут и большие затраты на продвижение IPO, включая гонорары, выплачиваемые андеррайтеру, аудиторам и юристам, а также расходы на проведение рекламных акций. Таким образом, увеличение затрат на продвижение может нивелировать положительный эффект от снижения первоначальной недооценки. В данном случае владельцы фирм-эмитентов вынуждены искать компромисс между затратами на продвижение и снижением величины первоначальной недооценки, что и объясняет возникновение феномена первоначальной недооценки.

Помимо всего вышесказанного, Хабиб и Лjungkvист в своей работе впервые предоставили теоретические и эмпирические доказательства существования проблемы эндогенности между ключевыми участниками процесса IPO. Авторы утверждают, что фирмы-эмитенты не выбирают андеррайтеров случайным образом, равно как и андеррайтеры не соглашаются на андеррайтинг случайных IPO. Поэтому решение о выборе андеррайтера фирмой-эмитентом предопределено и, скорее всего, основано на ожиданиях

последней относительно величины первоначальной недооценки. Подобная ситуация приводит к проблеме эндогенности при регрессионном анализе взаимосвязи первоначальной недооценки и репутацией, выбранного фирмой-эмитентом, андеррайтера.

## **2.3 Институциональные теории**

В ряде исследований, изучающих рассматриваемую в данной работе проблематику, была предпринята попытка объяснить феномен первоначальной недооценки с помощью группы институциональных теорий. Далее приведены три доминирующие теории, входящие в данную группу, а именно теории уклонения от судебных исков, стабилизации цен и налоговых преимуществ. Важно отметить, что данные теории наиболее применимы именно к американскому рынку акционерного капитала.

### **2.3.1 Теория уклонения от судебных исков**

Наличие у американских инвесторов склонности к судебным разбирательствам стало причиной появления теории уклонения от судебных исков. Впервые, связь между заниженной ценой IPO и судебным риском была рассмотрена в работах Лога (1973) и Ибботсона (1975), которые предположили, что американские эмитенты намеренно занижают стоимость своих компаний на момент размещения, чтобы избежать потенциального судебного риска от разочарованных инвесторов из-за плохих результатов IPO [Logue, 1973; Ibbotson, 1975]. Иными словами, последствия судебного разбирательства не только наносят прямой ущерб ответчикам, включая финансовый ущерб от понесенных судебных издержек и временные затраты руководства фирмы на судебное разбирательство, но также и косвенный ущерб, включая потерю репутации, капитала и вероятность понести более высокие затраты на привлечение капитала в будущем. Эмпирическая обоснованность теории уклонения от судебных исков была проверена Лоури и Шу (2002), которые показали, что примерно шесть процентов компаний, вышедших на IPO в США, подверглись судебному преследованию, при этом ущерб составил в среднем 13,3% от доходов, полученных в результате IPO в период с 1988 по 1995 год [Lowry, Shu, 2002].

Эмпирическая обоснованность теории уклонения от судебных исков ставится под сомнение утверждением, что это теория, прежде всего ориентированная на США, в то время как феномен первоначальной недооценки IPO носит глобальный характер, поэтому данное теоретическое объяснение не может объяснить занижение цен по всему миру.

### **2.3.2 Теория стабилизации цен**

Теория стабилизации цен является еще одним институциональным объяснением феномена недооценки IPO. Возникновение данной теории связано с услугой поддержки цен

на акции, которую предлагают андеррайтеры в рамках процесса IPO. Речь в данном случае идет о процессе, когда андеррайтеры вмешиваются в торги на вторичном рынке, чтобы уменьшить потенциальное падение цены акций на протяжении нескольких дней или недель после самого размещения. Благодаря занижению цены, андеррайтеры, тем самым, снижают собственные потенциальные издержки, связанные с поддержанием цен после IPO. Теоретическая концепция стабилизации цен была первоначально разработана Бутом и Смитом (1986) и доказала свою статистическую обоснованность на американском рынке благодаря эмпирической работе, проведенной Рудом (1993) [Booth, Smith, 1986; Ruud, 1993].

Важно отметить, что теория стабилизации цен критикуется за то, что она не наблюдаема с точки зрения инвесторов, хотя и может быть зафиксирована рыночными регуляторами. Другими словами, трудно эмпирически узнать, какие фирмы, проводящие IPO, получают ценовую поддержку со стороны андеррайтеров, а какие нет. Величина и характер этой поддержки в большинстве случаев также неизвестны рядовым участникам рынка. Отсутствие возможности собрать такие данные делает сложной задачу исследования обоснованности теории стабилизации цен, особенно на некоторых развивающихся рынках.

### **2.3.3 Теория налоговых выгод**

Еще одно институциональное объяснение феномена первоначальной недооценки IPO основано на разнице в налогах на трудовые доходы и прирост капитала, наблюдаемой в некоторых странах. Ридквист (1997) эмпирически исследовал это обоснование на шведском рынке IPO и обнаружил, что до 1990 года шведская налоговая система устанавливала более высокую ставку налога на трудовые доходы, чем на прирост капитала [Rydqvist, 1997]. Это создавало стимул для выплаты работникам заработной платы путем размещения дорожающих активов в обмен на зарплату, а размещение акций по заниженным ценам было одной из форм дорожающих активов. Как только в 1990 году в Швеции была изменена налоговая система, а именно была устранена разница в налоговых ставках, степень занижения цены IPO снизилась с 41% в 1980-1989 годах до 8% в 1990-1994 годах. Аналогичные данные были зафиксированы на американском рынке IPO в работах Гюнтера и Вилленборга (1999) [Guenther, Willenborg, 1999]. Важно отметить, что данная теория применима лишь к небольшому количеству стран со специфическим налоговым законодательством.

## **2.4 Теории собственности и контроля**

Теории собственности и контроля основываются на предположении о том, что первоначальная недооценка IPO работает как эффективный механизм формирования широкой базы акционеров, которая позволяет удержать крупных внешних инвесторов от вмешательства в управление компанией после публичного размещения. Исходя из вышеизложенного, возникли две основные теории, объясняющие феномен первоначальной недооценки, а именно: теория закрепления управленческого контроля и теория агентских издержек.

### **2.4.1 Теория закрепления управленческого контроля**

Теория закрепления управленческого контроля заключается в том, что владельцы или менеджеры фирм, вышедших на IPO, используют заниженные цены как инструмент для максимизации контроля над управлением фирмой путем обеспечения большей дисперсии собственности. Впервые данная теория была представлена в работе Шлифера и Вишни (1989), а позже ее эмпирически проверили Бреннан и Франкс (1997), которые пришли к выводу, что менеджеры британских фирм, вышедших на IPO, защищают свои частные выгоды путем стратегического распределения акций по заниженным ценам среди мелких внешних инвесторов [Shleifer, Vishny, 1989; Brennan, Franks, 1997]. Авторы интерпретируют такое оппортунистическое поведение как тактическую стратегию, которую менеджеры принимают, опасаясь последствий тщательного внутреннего мониторинга, возникающего в результате вовлечения крупных институциональных инвесторов в процесс принятия решений их фирм. Иными словами, наличие широко раздробленной собственности после IPO снижает внешний мониторинг, позволяя инсайдерам, таким как управляющие собственники и менеджеры, осуществлять жесткий контроль над управлением компанией. Первоначальная недооценка создает избыточный спрос, позволяя менеджерам, руководствующимся собственными интересами, нормировать распределение акций, чтобы обеспечить более широкую дисперсию собственности, что приводит к большему контролю над управленческими операциями.

Несмотря на то, что справедливость теории закрепления управленческого контроля и была эмпирически доказана, в ряде работ ее критикуют за то, что она не является эффективным способом защиты частных преимуществ контроля. Энгелен и Ван Эссен (2010) в своем исследовании выступили с критикой данной теории [Engelen, Van Essen; 2010]. Они утверждают, что рассматриваемый механизм может дать рациональное объяснение наличию феномена первоначальной недооценки в Великобритании и США, однако он не применим во многих странах континентальной Европы и в развивающихся

странах, поскольку фирмы-эмитенты в данных странах обычно продают небольшую часть своих акций в рамках IPO, следовательно, им не нужно занижать цены, чтобы сохранить контроль над компанией.

#### **2.4.2 Теория агентских издержек**

Теория агентских издержек, по своей сути, противоречит вышеописанной теории закрепления управленческого контроля. Данная теория основывается на предположении о том, что из-за разделения собственности и контроля может возникнуть несоответствие между интересами акционеров и менеджеров в компании, другими словами, может возникнуть так называемая агентская проблема. В своем исследовании Стоутон и Зехнер (1998) утверждают, что владельцы фирм, проводящих IPO, занижают цены на свои акции при выходе на биржу, стремясь привлечь крупных (институциональных) инвесторов [Stoughton, Zechner; 1998]. Эти крупные инвесторы, в свою очередь, могут работать в качестве агентов внутреннего мониторинга, минимизируя тем самым риски возникновения агентских проблем между менеджерами и акционерами. Это, в свою очередь, приводит к максимизации стоимости фирм после IPO. Однако Филд и Шихан (2004) эмпирически не нашли подтверждающих доказательств взаимосвязи между заниженной ценой IPO и привлечением крупных (институциональных) инвесторов, что ставит под сомнение обоснованность теории агентских издержек [Field, Sheehan; 2004].

### **2.5 Поведенческие теории**

В данном разделе, в качестве поведенческого объяснения феномена первоначальной недооценки, рассматривается теория информационных каскадов, где центральным аргументом является то, что рынок IPO подвержен присутствию «иррациональных» инвесторов, которые поднимают цену акций IPO выше их истинной стоимости.

#### **2.5.1 Теория информационных каскадов**

По своей сути теория информационных каскадов основывается на предположении о наличии на рынке иррациональных инвесторов. Впервые, данная теория была представлена в работе Вэлча (1992) [Welch, 1992]. Автор утверждает, что инвесторы IPO принимают решения об инвестиционных действиях последовательно, при этом заявки более поздних инвесторов обусловлены заявками инвесторов более ранних. Когда более поздние инвесторы наблюдают наличие ряда успешных продаж, осуществленных ранними инвесторами, они приходят к пониманию того, что ранние инвесторы обладают некой эксклюзивной благоприятной информацией и, впоследствии, инвестируют в то, во что инвестировали более ранние инвесторы. Данный процесс работает и в обратную сторону.

Вследствие такого иррационального инвестиционного поведения спрос может быть либо очень низким, либо, наоборот, со временем возрастать благодаря эффекту «снежного кома». Вэлч также приходит к выводу, что вероятность возникновения информационных каскадов дает ранним инвесторам возможность «требовать» первоначальной недооценки, чтобы взять на себя обязательство приобрести акции в рамках IPO, обеспечивая тем самым возникновение положительного информационного каскада. Следовательно, наличие информационных каскадов среди инвесторов может объяснить феномен первоначальной недооценки IPO. Однако, возможность эмпирического исследования наличия таких каскадов требует сбора эксклюзивной информации, которая показывает структуру заявок на акции, предлагаемые в рамках IPO, в ходе первых торгов. Данная информация может быть доступна только на развитых рынках, где имеются сложные и прозрачные торговые системы. Тем не менее, эмпирическая достоверность теории информационных каскадов была доказана среди американских инвесторов IPO в исследовании Поллока, Риндова и Магитти (2008) [Pollock, Rindova, Maggitti, 2008].

### **2.5.2 Теория «горячих» и «холодных» рынков**

Теория «горячих» и «холодных» рынков основывается на предположении о влиянии «общего вектора рынка» на первоначальную недооценку IPO. Одним из самых последних и актуальных исследований, анализирующих взаимосвязь рыночной конъюнктуры и первоначальной недооценки, является работа Браунгильдера и Ван Аардта (2013), в которой авторы исследовали первичные публичные размещения на южноафриканском рынке и статистически доказали, что на рынке акционерного капитала «горячий» период характеризуется более высокими доходностями, большим количеством проводимых IPO, ажиотажным спросом со стороны инвесторов, а также повышенным ростом стоимости акций в первый день торгов [Brownhilder, Van Aardt, 2013]. В качестве показателя состояния рынка, авторами использовалась переменная, отражающая процентное изменение биржевого (фондового) индекса Южноафриканской биржи. Аналогичная переменная также присутствовала в модели, представленной в работе Хэнли (1993), в данном случае автор использовал процентное изменение индекса NASDAQ [Hanley, 1993].

Принимая во внимание тот факт, что экономики и, в частности, рынки акционерного капитала Южной Африки и России во многом похожи, данная теория является особенно релевантной для исследований, проводимых на российском рынке первичных размещений.

## ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

### 3.1 Формулировка гипотез исследования

На сегодняшний день существует достаточно большое количество теоретических исследований, посвященных анализу возникновения феномена первоначальной недооценки IPO. Основные группы исследований и предложенные в них теории были рассмотрены во второй главе. Согласно проведенному теоретическому исследованию, был выдвинут ряд гипотез, нацеленных на анализ взаимосвязи вероятности возникновения первоначальной недооценки с рядом факторов, предположительно, оказывающих влияние на возникновение изучаемого феномена. Далее приведен список выдвинутых гипотез:

***H1: Чем больше объем первичного размещения, тем ниже вероятность возникновения недооценки.***

Данная гипотеза была выдвинута на основании предположения о том, что объем первичного размещения характеризует размер фирмы-эмитента. Важной особенностью российского рынка первичных публичных размещений является тот факт, что все крупнейшие российские IPO, как правило, проводились компаниями – монополистами в своей отрасли, зачастую, с большой долей участия государства. Такие компании имеют стабильные и прогнозируемые денежные потоки, устойчивую рыночную репутацию и значительную долю рынка, что делает их стратегически значимыми и системообразующими. Эти фирмы, в случае возникновения каких-либо проблем, могут рассчитывать на помощь и поддержку со стороны государства, что снижает риск предварительной неопределенности для инвесторов IPO. Все вышеуказанные факторы приводят к снижению информационной асимметрии между фирмами-эмитентами и андеррайтерами, инвесторами и андеррайтерами, а также информированными и неинформированными инвесторами, следовательно, снижается и величина первоначальной недооценки. Другими словами, институциональные и частные инвесторы справедливо считают инвестиции в подобные компании на первичном рынке оптимальными с точки зрения диверсификации, снижения риска своих портфелей и получения гарантированной положительной доходности в будущем. Таким образом, повышенный спрос, вызванный уверенностью в будущих перспективах фирмы-эмитента, приводит к снижению первоначальной недооценки.

***H2: Чем выше курс размещения по сравнению с серединой ценового диапазона, тем выше вероятность возникновения недооценки.***

Данная гипотеза была выдвинута на основании предположения о наличии на российском рынке IPO феномена частичного приспособления, теоретическое обоснование

которого было дано в работах Бенвениста и Спиндта (1989) и Бенвениста и Вильгельма (1990), эмпирическое подтверждение существования данного феномена было представлено в работе Хэнли (1993) [Benveniste, Spindt, 1989; Benveniste, Wilhelm, 1990; Hanley, 1993]. Ивашковская и Харламов (2007) в своем исследовании на российском рынке (выборка из 39 российских компаний, вышедших на IPO с 1996 по 2007 год) также исследовала данный феномен, однако не пришла к однозначному выводу относительно применимости его к российскому рынку первичных публичных размещений [Ивашковская, Харламов, 2007]. В качестве переменной, отражающей влияние рассматриваемого феномена, в упомянутых выше работах использовался индекс цены размещения (revision index), характеризующий соотношение цены размещения IPO с заявленным ценовым диапазоном. Важно отметить, что в различных исследованиях данная переменная выступает и как зависимая, и как независимая. В данной работе, для проверки гипотезы о характерности феномена частичного приспособления для российского рынка IPO, использована аналогичная переменная (price revision index), однако формула расчета этой переменной будет несколько отличаться от используемой в вышеупомянутых исследованиях формулы, при этом смысл показателя остается неизменным.

***H3: Чем больше ширина ценового диапазона в процентном выражении, тем выше вероятность возникновения недооценки.***

Данная гипотеза была выдвинута на основании предположения о том, рассмотренная ранее теория предварительной неопределенности Битти и Риттера (1986) характерна для российского рынка первичных публичных размещений. В качестве переменной, характеризующей предварительную неопределенность, была выбрана ширина ценового диапазона IPO выраженная в процентном выражении. В моделях, представленных в исследованиях Бенвениста и Спиндта (1989), Хэнли (1993) и Ивашковской и Харламова (2007) использовалась аналогичная переменная, при этом Ивашковская и Харламов проводили свое исследование на российском рынке публичных первичных размещений (выборка из 39 российских компаний, вышедших на IPO с 1996 по 2007 год) и пришли к выводу о значимости данной переменной и применимости теории предварительной неопределенности к российскому рынку IPO [Benveniste, Spindt, 1989; Ивашковская, Харламов, 2007; Hanley, 1993]. С учетом всего вышесказанного, рассматриваемая теория, предположительно, имеет влияние и на рассматриваемой в данной работе совокупной выборке.

***H4: Вероятность возникновения недооценки выше, если размещение проходит в так называемый «горячий» период, когда рынок растет.***

Данная гипотеза была выдвинута на основании предположения о том, что рассмотренная ранее теория «горячих» и «холодных» рынков характерна для российского рынка первичных публичных размещений. Браунгильдер и Ван Аардт (2013) в своей работе исследовали первичные публичные размещения на Южноафриканском рынке и статистически доказали, что на рынке акционерного капитала «горячий» период характеризуется более высокими доходностями, большим количеством проводимых IPO, ажиотажным спросом со стороны инвесторов, а также повышенным ростом стоимости акций в первый день торгов [Brownhilder, Van Aardt, 2013]. Данная теория также получила эмпирическое подтверждение в работе Хэнли (1993) по американскому рынку, в которой переменная, характеризующая динамику индекса NASDAQ, также была значимой [Hanley, 1993]. В качестве показателя состояния рынка, в данной работе используется переменная, отражающая процентное изменение индекса РТС за месяц, предшествующий дате размещения.

## **3.2 Методология исследования**

### **3.2.1 Описание выборки**

На первом этапе был составлен список всех публичных размещений российских компаний за период с 2005 по 2021 год. Данный список был сформирован на основе базы данных PREQVECA, включающую в себя все IPO, осуществленные российскими компаниями на российских и международных биржах с 1996 года по настоящий момент. Компании исключались из списка в ряде случаев: проспект эмиссии IPO отсутствует в открытых источниках, в проспекте эмиссии IPO отсутствуют финансовые показатели компании за два года до размещения (особенно часто такая ситуация возникала при сборе данных по более ранним размещениям), на вторичных торгах акциями наблюдалась низкая активность (по большей части это связано со значительной задержкой начала таких торгов). Помимо этого, из изначального списка также были исключены финансовые институты и страховые компании, поскольку их финансовые показатели и ценообразование не подчиняются стандартной практике оценки. В целях исключения так называемого «отклонения на выживших» (survivorship bias) в выборку также были включены несколько делистингованных компаний. Некоторые фирмы-эмитенты проводили первичное публичное размещение одновременно на нескольких площадках, в таком случае данные размещения рассматривались отдельно, что позволило несколько расширить окончательную выборку. В случае, если такие «двойные» IPO проводились с задержкой, из выборки исключалось более позднее размещение. Окончательная выборка состоит из

пространственных данных по 91 российской компании, которые проводили первичное публичное размещение в указанный выше период.

После формирования окончательного списка, по каждой компании был собран ряд показателей, которые, предположительно, могут оказывать влияние на вероятность возникновения феномена первоначальной недооценки. Данные по объёму первичного размещения, границам ценового диапазона, цене размещения, бирже размещения, капитализации (на момент размещения), андеррайтерам и отраслям фирм-эмитентов были собраны на основе базы данных PREQVECA. По каждой компании, вошедшей в выборку, также были собраны финансовые показатели, характеризующие состояние фирмы эмитента на момент размещения. Источником этих данных послужили официальные проспекты эмиссии IPO. В массив таких финансовых показателей были включены: средняя величина активов за два года до размещения, средняя величина собственного капитала за два года до размещения, средняя величина чистого долга за два года до размещения, средняя величина чистой прибыли за два года до размещения, средняя величина EBITDA за два года до размещения, а так же средняя величина ROA за два года до размещения. Данные для большинства фирм-эмитентов по котировкам на вторичных торгах (ценам закрытия первого дня торгов), а также данные по котировкам индекса РТС были выгружены из информационной базы Bloomberg. Важно отметить, что в связи с блокировкой доступа к базе Bloomberg для пользователей из России, по ряду фирм-эмитентов данные по котировкам были выгружены из прочих доступных источников (finam.ru, ru.investing.com).

Важным ограничением проводимого исследования является относительно небольшой объем итоговой выборки. Это связано прежде всего с тем, что в России, компании гораздо реже прибегают к такому инструменту привлечения капитала как первичное публичное размещение (по сравнению с развитыми рынками США и Европы). Помимо этого, по многим IPO до 2005 года отсутствует ряд анализируемых в данном исследовании данных, что, соответственно, не позволило включить такие компании в итоговую выборку.

### 3.2.2 Описание используемой в исследовании модели

Для проверки гипотез о взаимосвязи между характеристиками первичных публичных размещений и вероятностью возникновения феномена первоначальной недооценки, который выражается в повышении цены акций по отношению к цене размещения вскоре после IPO, была построена модель бинарного выбора класса пробит (3):

$$P(UN\_BIN_i = 1) = F(\beta_0 + \beta_1 RTSI30_i + \beta_2 LN\_INV_i + \beta_3 PRI_i + \beta_4 WRP_i + \beta_5 AUTONOMY_i + \beta_6 LEVERAGE_i + \beta_7 ROA_i) \quad (3)$$

где  $i=1, \dots, 86$  счетчик фирм-эмитентов.

F – функция нормального распределения.

Переменные  $PRI_i; WRP_i; ROA_i; LEVERAGE_i$  были очищены от выбросов, в связи с чем итоговая выборка сократилась до 86 наблюдений.

В построенной пробит-модели в качестве зависимой переменной была выбрана бинарная переменная  $UN\_BIN_i$ . Выбор бинарной переменной вместо количественной связан с тем, что компании из рассматриваемой выборки не однородны, поэтому использовать количественную переменную в качестве зависимой было не релевантно.

В качестве независимых переменных были выбраны следующие переменные:

$RTSI30_i; LN\_INV_i; PRI_i; WRP_i; AUTONOMY_i; LEVERAGE_i; ROA_i$ .

Пробит-модель – это используемая в эконометрике модель зависимости бинарной переменной (в данном случае это переменная  $UN\_BIN_i$ , принимающая значение «1», если недооценка имела место быть, и «0» в противном случае) от совокупности факторов. Для оценивания параметров  $\beta$  модели использовался метод максимального правдоподобия. В роли показателей качества и адекватности модели использовались Pseudo R-squared (аналог классического коэффициента детерминации), а также чувствительность (sensitivity) и специфичность (specificity). Чувствительность (sensitivity) – это доля правильно идентифицированных наблюдений, в которых зависимая переменная  $UN\_BIN_i = 1$ . Специфичность (specificity) – это доля правильно идентифицированных наблюдений, в которых зависимая переменная  $UN\_BIN_i = 0$ . В ходе предварительного анализа была также построена логит-модель, качество которой было сопоставимо с выбранной пробит-моделью, в данном исследовании приведены результаты оценивания пробит-модели.

### 3.2.3 Информация о переменных в модели

Информация о переменных, включенных в окончательную модель представлена в следующей таблице:

**Таблица 3** Информация о переменных в модели

Переменная	Описание переменной
<i>Зависимая переменная</i>	
$UN\_BIN_i$ (бин.)	<p>Бинарная переменная, отражающая наличие или отсутствие первоначальной недооценки. Принимает значение «1» в случае, если недооценка имело место, и значение «0» – в противном случае. Сама величина первоначальной недооценки рассчитывалась по формуле:</p> $UN = \frac{(P_{c1} - P_o)}{P_o},$ <p>где UN – первоначальная недооценка IPO.  <math>P_{c1}</math> – цена закрытия первого дня торгов.  <math>P_o</math> – цена первичного размещения.</p>
<i>Независимые переменные</i>	
$RTSI30_i$ (кол.)	<p>Количественная переменная, отражающая динамику индекса РТС за месяц, предшествующий дате размещения. Данная переменная рассчитывалась по формуле:</p> $RTSI30 = \left( \frac{RTSI_0}{RTSI_{-30}} \right) - 1,$ <p>где RTSI30 – процентное изменение индекса РТС за последние 30 рабочих сессий до момента размещения.  <math>RTSI_0</math> – значение индекса РТС в день размещения.  <math>RTSI_{-30}</math> – значение индекса РТС за 30 рабочих сессий до момента размещения.</p> <p>Данная переменная характеризует конъюнктуру рынка непосредственно перед размещением и соотносится с гипотезой <b>H4</b>.</p>
$LN\_INV_i$ (кол.)	<p>Натуральный логарифм объема размещения, выраженного в млн. долл. США. Переменная объем размещения была взята с логарифмом, в целях приведения распределения к</p>

	<p>более симметричному виду и с целью сужения разброса значений. Данная переменная соотносится с гипотезой <b>H1</b>.</p>
$PRI_i$ (кол.)	<p>Количественная переменная, отражающая отношение окончательной цены размещения к цене ожидаемой (price revision index). Данный показатель характеризует соотношение цены размещения с заявленным ценовым диапазоном и рассчитывается по формуле:</p> $PRI = \frac{P_o}{P_e},$ <p>где PRI – индекс изменения цены размещения.</p> $P_e = \frac{(P_h + P_l)}{2} — \text{ожидаемая цена размещения.}$ <p><math>P_o</math> – цена первичного размещения.  <math>P_h</math> – верхняя граница ценового диапазона.  <math>P_l</math> – нижняя граница ценового диапазона.</p> <p>Данная переменная соотносится с гипотезой <b>H2</b>.</p>
$WRP_i$ (кол.)	<p>Количественная переменная, отражающая ширину ценового диапазона в процентном выражении (width of price range). Данный показатель характеризует предварительную неопределенность первичного публичного размещения и рассчитывается по формуле:</p> $WRP = \frac{(P_h - P_l)}{P_e},$ <p>где WRP – ширина ценового диапазона.</p> $P_e = \frac{(P_h + P_l)}{2} — \text{ожидаемая цена размещения.}$ <p><math>P_h</math> – верхняя граница ценового диапазона.  <math>P_l</math> – нижняя граница ценового диапазона.</p> <p>Данная переменная соотносится с гипотезой <b>H3</b>.</p>
$AUTONOMY_i$ (кол.)	<p>Количественная переменная, отражающая общую степень финансовой независимости фирмы-эмитента. Рассчитывается как отношение собственного капитала к общей сумме активов компании. В качестве базовых переменных для расчета использовались средние значения</p>

	за два года до момента размещения. Данная переменная была включена в модель в качестве контрольной.
$LEVERAGE_i$ (кол.)	Количественная переменная, отражающая общую долговую нагрузку фирмы-эмитента. Рассчитывается как отношение чистого долга к EBITDA. В качестве базовых переменных для расчета использовались средние значения за два года до момента размещения. Данная переменная была включена в модель в качестве контрольной.
$ROA_i$ (кол.)	Количественная переменная, отражающая среднюю величину рентабельности активов фирмы-эмитента в процентном выражении за два года до момента размещения. Данная переменная была включена в модель в качестве контрольной.

Источник: составлено автором.

### 3.3 Описательная статистика переменных модели

Первым этапом эконометрического анализа является анализ описательной статистики. Описательная статистика переменных модели представлена ниже в таблице:

**Таблица 4** Описательная статистика переменных модели

Переменная	Выборочное среднее	Выборочное среднеквадратическое отклонение	Наименьшее значение	Наибольшее значение
$UN\_BIN_i$	0.780	0.416	0	1
$RTSI30_i$	0.025	0.621	-0.112	0.173
$LN\_INV_i$	5.773	1.516	1.386	9.273
$PRI_i$	0.986	0.085	0.758	1.217
$WRP_i$	0.179	0.915	0	0.5
$AUTONOMY_i$	0.365	0.264	-0.478	0.970
$LEVERAGE_i$	6.336	16.385	-35.756	106.025
$ROA_i$	0.048	0.160	-0.613	0.456

Источник: составлено автором.

Анализируя полученные результаты, можно сделать ряд выводов:

Выборочное среднее значение бинарной переменной  $UN\_BIN_i$  составляет 0.780, что говорит о том, что в рассматриваемой выборке, в 78% первичных публичных размещений наблюдалась первоначальная недооценка. Такой результат свидетельствует об актуальности проблематики феномена первоначальной недооценки для российского рынка IPO, как минимум, на рассматриваемом временном промежутке.

Выборочное среднее значение переменной  $RTSI30_i$  составляет 0.025. Другими словами, большинство компаний из совокупной выборки выходили на IPO в периоды благоприятной рыночной конъюнктуры, когда рынок рос (в среднем индекс РТС рос на 2.5% за месяц). При этом наиболее «холодный» период на рынке характеризовался падением индекса РТС на 11.2%, а наиболее «горячий» - ростом индекса на 17.3%. Полученные результаты согласуются со здравым смыслом, поскольку, как правило, фирмы-эмитенты стремятся размещать свои акции в благоприятные для рынка периоды, когда в среде инвесторов преобладают позитивные ожидания относительно будущего.

Выборочное среднее значение переменной  $PRI_i$  (price revision index), отражающей отношение цены размещения к ожидаемой цене размещения, составляет 0.986, следовательно, большинство компаний на совокупной выборке размещались по цене ниже ожидаемой. При этом наибольшее отклонение в отрицательную сторону составило 24.2%, а в положительную 21.7%.

Выборочное среднее значение переменной  $WRP_i$  (width of price range) составляет 0.179, другими словами, в среднем, ширина ценового диапазона первичных публичных размещений из рассматриваемой выборки составляет 17.9%. При этом, необходимо отметить, что некоторые фирмы-эмитенты размещались по фиксированной цене, вследствие чего минимальное значение данной переменной составляет 0. Наибольшее значение ширины ценового диапазона наблюдалось при первичном публичном размещении компании РУСАЛ и составило 50%.

Среднее значение коэффициента финансовой независимости ( $AUTONOMY_i$ ) компаний из рассматриваемой выборки составляет 0.356. Минимальное значение рассматриваемого коэффициента наблюдалось при размещении акций компании ЦИАН и составило -0.478. Отрицательный знак в данном случае обусловлен накопленным убытком фирмы, что привело к отрицательному значению собственного капитала компании. Максимальное значение рассматриваемого коэффициента наблюдалось при размещении акций компании Энел ОГК-5 и составило 0.970.

Выборочное среднее значение коэффициента долговой нагрузки ( $LEVERAGE_i$ ) фирм-эмитентов из рассматриваемой выборки составляет 6.336. Минимальное значение рассматриваемого коэффициента наблюдалось при размещении акций компании Русснефть

и составило -35.756. Максимальное значение рассматриваемого коэффициента наблюдалось при размещении акций компании Росинтер Ресторантс и составило 106.025.

Среднее значение коэффициента рентабельности активов ( $ROA_i$ ) компаний из рассматриваемой выборки составляет 4.8%. Минимальное значение рассматриваемого коэффициента наблюдалось при размещении акций компании ЦИАН и составило - 61.3%, что, как сообщили в компании, было связано с расходами на программу долгосрочного стимулирования сотрудников в объеме 1.4 миллиарда рублей. Максимальное значение рассматриваемого коэффициента наблюдалось при размещении акций Новороссийского комбината хлебопродуктов и составило 45.6%. Важно отметить, что в течение следующих 6 месяцев после IPO, несмотря на такие привлекательные финансовые показатели, акции НКХП упали в два раза, что говорит о существенной переоценке стоимости фирмы.

Описательная статистика по логарифмированной переменной  $LN\_INV_i$  не информативна для описания, поэтому далее будет приведена статистика по базовой переменной  $INV_i$ , а так же по переменной  $UN_i$ , отражающей именно величину первоначальной недооценки, а не ее наличие или отсутствие. Описательная статистика этих переменных представлена ниже в таблице:

**Таблица 5** Описательная статистика прочих переменных

<b>Переменная</b>	<b>Выборочное среднее</b>	<b>Выборочное среднеквадратическое отклонение</b>	<b>Наименьшее значение</b>	<b>Наибольшее значение</b>
$UN_i$	0.054	0.107	-0.197	0.562
$INV_i$	821.549	1638.518	4	10656

Источник: составлено автором.

Анализируя полученные результаты, можно сделать выводы о том, что средняя величина недооценки первичных публичных размещений из рассматриваемой выборки составила 5.4%. Такой показатель, в целом, соотносится с данными Джея Риттера по российскому рынку IPO. Напомню, что согласно расчётам Риттера средняя величина недооценки на российском рынке первичных публичных размещений минимальна, по сравнению с другими европейскими рынками, и составляет около 5%. Наибольшее значение величины первоначальной недооценки наблюдалось при первичном публичном размещении акций компании ОГК-2 (Оптовая генерирующая компания № 2), недооценка в данном случае составила 56.2%. Наименьшее значение рассматриваемой величины

наблюдалось при размещении акций компании Semrush, по итогам первого дня торгов стоимость акций упала на 19.7%.

Средний объем привлеченных средств составил 821.5 млн. долл. США. Наиболее крупным первичным публичным размещением в рассматриваемой выборке оказалось IPO Роснефти с объемом привлеченных средств в размере 10656 млн. долл. США, наименее крупным IPO – размещение компании Дон Агро с объемом привлеченных средств в размере 4 млн. долл. США.

Как можно увидеть из представленной выше описательной статистики, переменная  $INV_i$  имела большой разброс, не сопоставимый с разбросом других переменных, поэтому и было принято решение о включении ее в модель с логарифмом.

Помимо всего прочего, описательная статистика по переменной  $UN_i$  была разбита по периодам, в соответствии с активностью проведения российскими компаниями первичных публичных размещений [Рубцов, Напольнов, 2012]. Описательная статистика переменной  $UN_i$  по периодам представлена в таблице ниже:

**Таблица 6** Описательная статистика переменной UN по периодам

Период	Временной промежуток	Количество наблюдений	Выборочное среднее
Становление рынка	2005 – 2007	44	0.058
Мировой финансовый кризис	2008 – 2010	11	0.079
Послекризисное восстановление	2011 – 2013	12	0.099
Валютный кризис в России	2014 – 2015	4	-0.035
Послекризисное восстановление	2016 – 2021	20	0.024

Источник: составлено автором.

Анализируя полученные результаты, можно сделать ряд выводов:

Наибольшее число размещений в рассматриваемой выборке произошло в период становления рынка (2005 – 2007), когда экономика России стабильно росла и развивалась, а российские компании активно искали новые источники финансирования. В 2007 году и вовсе наблюдалось рекордное количество первичных публичных размещений: Россия занимала лидирующую позицию среди европейских стран. Средняя величина недооценки в рассматриваемый период составила 5.8%.

В рассматриваемой выборке, в период мирового финансового кризиса (2008 – 2010) на российском рынке первичных публичных размещений наблюдалась относительно низкая активность. Это связано с тем, что подавляющая часть размещений была отменена или отложена на более поздние сроки, при этом средняя величина недооценки составила 7.9%. Относительно высокая средняя величина недооценки в рассматриваемом периоде связана с тремя крайне небольшими размещениями, которые показали достаточно высокую доходность первого дня (от 10% до 29%). В случае исключения данных размещений средняя величина недооценки составляет 3.4%.

В период послекризисного восстановления (2011 – 2013) в рассматриваемой выборке не наблюдается существенный рост количества осуществленных первичных публичных размещений, однако средняя величина недооценки увеличилась до 9.9%.

В период валютного кризиса в России (2014 – 2015) в рассматриваемой выборке наблюдается существенное снижение активности на рынке первичных публичных размещений, при этом средняя величина недооценки составила -3.5%.

В рассматриваемой выборке, в период послекризисного восстановления (2016 – 2021) активность российских фирм-эмитентов вновь возросла, при этом средняя величина недооценки составила всего 2.4%.

### 3.4 Корреляционная матрица переменных модели

Следующим этапом эконометрического анализа является построение матрицы корреляций переменных для исследования возможного характера взаимосвязи зависимой и независимых переменных. Результаты построения корреляционных матриц для переменных модели представлены в таблице ниже:

**Таблица 7** Корреляционная матрица переменных модели

	$UN\_BIN_i$	$RTSI30_i$	$LN\_INV_i$	$PRI_i$	$WRP_i$	$AUTONOMY_i$	$LEVERAGE_i$	$ROA_i$
$UN\_BIN_i$	1							
$RTSI30_i$	0.192*	1						
$LN\_INV_i$	-0.174**	0.078	1					
$PRI_i$	0.132	0.139	0.230*	1				
$WRP_i$	0.207*	0.174*	0.149	-0.146	1			
$AUTONOMY_i$	0.047	0.133	-0.227*	0.100	-0.180	1		
$LEVERAGE_i$	-0.022	-0.237*	0.014	-0.163	-0.028	-0.279*	1	
$ROA_i$	0.144	-0.055	0.143	-0.065	0.130	0.371*	-0.029	1

Примечание: \*\*\*, \*\*, \* — значимость на 1%, 5% и 10%-м уровне соответственно.

Источник: составлено автором.

Полученные результаты интерпретируются следующим образом:

- Наличие положительной слабой связи между зависимой переменной  $UN\_BIN_i$  и независимой переменной  $RTSI30_i$ , отражающей конъюнктуру рынка в момент размещения.
- Наличие отрицательной слабой связи между зависимой переменной  $UN\_BIN_i$  и независимой логарифмированной переменной  $LN\_INV_i$ , отражающей объём первичного размещения.
- Наличие положительной слабой связи между зависимой переменной  $UN\_BIN_i$  и независимой переменной  $WRP_i$ , отражающей предварительную неопределенность IPO, выраженную в ширине заявленного ценового диапазона в процентном выражении.

В целом, результаты, полученные при построении корреляционных матриц, согласуются с ранее выдвинутыми гипотезами.

### 3.5 Регрессионный анализ и основные выводы

Оцененная пробит-модель оказалась значимой на уровне 5% ( $p\text{-value}=0.047$ ). Pseudo R-squared=0.159, что говорит об удовлетворительном качестве построенной модели. Модель оценивалась с использованием robust option, во избежание проблем, связанных с нарушением гомоскедастичности. Результаты регрессионного анализа модели представлены в следующей таблице:

Таблица 8 Результаты регрессионного анализа модели

Зависимые переменные	Оценка неизвестного параметра	Робастная стандартная ошибка	P-value
$RTSI30_i$	2.750	2.809	0.083
$LN\_INV_i$	-0.243	0.355	0.036
$PRI_i$	2.696	2.257	0.232
$WRP_i$	3.713	2.174	0.088
$AUTONOMY_i$	0.627	0.674	0.353
$LEVERAGE_i$	0.003	0.009	0.734
$ROA_i$	0.526	1.158	0.276

Источник: составлено автором.

На этапе верификации модели были проведены различные тесты для анализа адекватности модели эмпирическим данным. Был проведен тест на мультиколлинеарность, значения VIF (variance inflation factor, множественный коэффициент детерминации) для каждой переменной не превысил 10, а среднее значение составило 1.29, что позволяет сделать вывод об отсутствии мультиколлинеарности в модели.

**Таблица 9** Значения VIF для зависимых переменных

<b>Зависимые переменные</b>	<b>VIF</b>
<i>RTSI30<sub>i</sub></i>	1.20
<i>LN_INV<sub>i</sub></i>	1.29
<i>PRI<sub>i</sub></i>	1.19
<i>WRP<sub>i</sub></i>	1.22
<i>AUTONOMY<sub>i</sub></i>	1.58
<i>LEVERAGE<sub>i</sub></i>	1.15
<i>ROA<sub>i</sub></i>	1.38
<i>Mean VIF</i>	1.29

Источник: составлено автором.

Помимо прочего, в ходе анализа построенной модели был подобран порог отсека в размере 0.37. Соответственно, если оцененная по пробит-модели вероятность больше, чем 0.73, то *UN\_BIN<sub>i</sub>* считаем равной 1. В противном случае – равной 0. При таком пороге отсека чувствительность модели составила 69.7%, специфичность – 65%. Средняя прогнозная сила модели составила 68.6%, что также говорит о неплохом качестве анализируемой модели.

В итоге, по совокупности тестов, модель можно считать достаточно значимой для проведения последующего анализа. Таким образом, оптимальной моделью будем считать модель вида (4):

$$P(UN\_BIN_i = 1) = F(-3.499 + 2.750 \times RTSI30_i - 0.243 \times LN\_INV_i + 2.696 \times PRI_i + 3.713 \times WRP_i + 0.627 \times AUTONOMY_i + 0.003 \times LEVERAGE_i + 0.526 \times ROA_i) \quad (4)$$

Наибольший интерес, с точки зрения выводов, представляют переменные, оказавшиеся значимыми в построенной на совокупной выборке пробит-модели. Таких переменных оказалось три: натуральный логарифм объема размещения (*LN\_INV<sub>i</sub>*), динамика индекса РТС за месяц, предшествующий дате размещения (*RTSI30<sub>i</sub>*) и ширина ценового диапазона (*WRP<sub>i</sub>*). Переменные динамика индекса РТС (*RTSI30<sub>i</sub>*) и ширина

ценового диапазона ( $WRP_i$ ) оказались значимыми на 10% уровне значимости, а переменная логарифм объема размещения ( $LN\_INV_i$ ) на 5% уровне значимости.

Переменная  $LN\_INV_i$ , характеризующая объем первичного размещения, была включена в модель для проверки гипотезы **H1**. Значимость данной переменной в построенной модели на 5% уровне, а также отрицательный знак оцененного коэффициента при данной переменной позволяют сделать вывод о том, что гипотеза **H1** является статистически обоснованной. Другими словами, выдвинутое предположение о том, что на российском рынке IPO объем размещения отрицательно влияет на вероятность возникновения феномена первоначальной недооценки можно считать статистически подтвержденным. Как уже указывалось ранее, подобные результаты скорее всего связаны с высокой концентрацией бизнеса в ключевых отраслях российской экономики и несовершенством конкуренции. Наиболее крупные IPO в России, как правило, проводятся компаниями – монополистами, с устойчивой рыночной репутацией, прогнозируемыми денежными потоками и поддержкой со стороны государства. Значимость проблемы информационной асимметрии при первичном размещении таких фирм снижается, что и приводит к снижению первоначальной недооценки и в целом к снижению вероятности ее возникновения. Иными словами, институциональные и частные инвесторы уверены в будущих перспективах инвестиций в такие IPO, что приводит к повышенному спросу и, как следствие, к снижению первоначальной недооценки.

Переменная  $WRP_i$  (width of price range), отражающая ширину ценового диапазона IPO и характеризующая предварительную неопределенность размещения, была включена в модель для проверки гипотезы **H3**. Значимость данной переменной на 10% уровне, а также положительный знак оцененного коэффициента при данной переменной позволяют сделать вывод о том, что гипотеза **H3** является статистически обоснованной, и теория предварительной неопределенности Битти и Риттера (1986) действительно характерна для российского рынка первичных публичных размещений [Beatty, Ritter, 1986]. Другими словами, чем выше предварительная неопределенность относительно цены размещения, тем выше риски, связанные с этой самой неопределённостью, и тем большей компенсации, выраженной в величине первоначальной недооценки (доходности первого дня торгов), требуют инвесторы. Полученные результаты полностью согласуются с заключениями Бенвениста и Спиндта (1989), которые в своей работе так же пришли к выводу о том, что высокая предварительная неопределенность относительно цены размещения ведет и к более высокому уровню первоначальной недооценки IPO [Benveniste, Spindt, 1989]. Отметим также, что данная переменная оказалась значимой и в модели, представленной в работе Ивашковской и Харламова (2007), однако в данном случае знак оцененного

коэффициента оказался отрицательным, что не соответствует предложенному теоретическому обоснованию [Ивашковская, Харламов, 2007].

Переменная  $RTSI30_i$ , отражающая динамику индекса РТС за месяц, предшествующий дате размещения, была включена в модель для проверки гипотезы **H4**. Значимость данной переменной на 10% уровне, а также положительный знак оцененного коэффициента при данной переменной позволяют сделать вывод о том, что гипотеза **H4** является статистически обоснованной, и теория «горячих» и «холодных» рынков действительно характерна для российского рынка IPO. Иными словами, на российском рынке первичных публичных размещений возникновение первоначальной недооценки наиболее вероятно именно в «горячий» период, когда рынок в целом растет. Полученный результат также согласуется с выводами, представленными в работах Ивашковской и Харламова (2007), Хэнли (1993) и Браунгильдера и Ван Аардта (2013), что говорит о том, что рассматриваемая теория применима как к развивающимся рынкам, так и к развитым [Ивашковская, Харламов, 2007; Hanley, 1993; Brownhilder, Van Aardt, 2013].

Переменная  $PRI_i$  (price revision index), отражающая отношение окончательной цены размещения к цене ожидаемой, не оказывает значимого влияния на вероятность возникновения первоначальной недооценки, из чего можно сделать вывод о том, что выдвинутая в исследовании гипотеза **H2** не подтвердилась, и феномен частичного приспособления не характерен для российского рынка IPO. Полученные результаты противоречат выводам Бенвениста и Спиндта (1989), Бенвениста и Вильгельма (1990) и Хэнли (1993) [Benveniste, Spindt, 1989; Benveniste, Wilhelm, 1990; Hanley, 1993]. Данное противоречие можно объяснить как особенностью именно российского рынка первичных публичных размещений, так и относительно небольшим объемом используемой выборки. Стоит также отметить, что Лоугран и Риттер (2002) в своем исследовании указывают на то, что теория букбилдинга или же теория книги заявок объясняет лишь небольшой процент недооценки IPO [Loughran, Ritter, 2002].

Контрольные переменные  $AUTONOMY_i$ ;  $LEVERAGE_i$ ;  $ROA_i$  также не оказывают значимого влияния на вероятность возникновения феномена первоначальной недооценки.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Исследовательский вопрос данной работы был сформулирован следующим образом: «Какие характеристики первичных публичных размещений российских компаний влияют на вероятность возникновения феномена первоначальной недооценки?». Основная цель данной выпускной квалификационной работы, соответственно, заключалась в установлении взаимосвязи между характеристиками первичных публичных размещений российских компаний и вероятностью возникновения феномена первоначальной недооценки.

В первой главе был рассмотрен рынок акционерного капитала в целом, его структура и первичный публичный рынок, в частности. Далее были выделены и описаны основные участники первичного публичного рынка и приведен ряд теоретических исследований, направленных на объяснение феномена первоначальной недооценки в контексте взаимодействия его основных участников. После этого были рассмотрены основные процессы первичного публичного рынка (IPO, SPO, FPO) и SPAC сделки, как альтернатива классическому первичному публичному размещению. В конце главы приведены и описаны вспомогательные процессы IPO (андеррайтинг, дью-дилитженс, роуд-шоу, букбилдинг). Понимание этих процессов необходимо в контексте последующего теоретического исследования, направленного на объяснение феномена первоначальной недооценки.

Во второй главе было проведено теоретическое исследование существующих на данный момент работ, объясняющих тем или иным образом возникновение феномена первоначальной недооценки. Всего было приведено и описано 14 наиболее популярных и статистически обоснованных теорий, которые глобально были разделены на четыре группы: теории информационной асимметрии, теории владения и контроля, а также институциональные и поведенческие теории. В начало второй главы также была включена статистика по недооценке первичных публичных размещений по всему миру с 1981 по 2021 год.

В третьей главе на основе проведенного теоретического исследования были выдвинуты следующие гипотезы:

H1: Чем больше объем первичного размещения, тем ниже вероятность возникновения недооценки.

H2: Чем выше курс размещения по сравнению с серединой ценового диапазона, тем выше вероятность возникновения недооценки.

H3: Чем больше ширина ценового диапазона в процентном выражении, тем выше вероятность возникновения недооценки.

Н4: Вероятность возникновения недооценки выше, если размещение проходит в так называемый «горячий» период, когда рынок растет.

После чего была описана методология проведенного эконометрического исследования, а также приведена и проинтерпретирована описательная статистика и матрица корреляций переменных модели. В итоговую выборку исследования вошли данные по 91 российской компании, которые проводили первичные публичные размещения в период с 2005 по 2021 год. Информация для составления выборки исследования была получена из следующих источников:

- База данных PREQVECA, включающая в себя все IPO, осуществленные российскими компаниями на российских и международных биржах с 1996 года по настоящий момент.
- Официальные проспекты эмиссии IPO.
- Информационная база Bloomberg.

В конце третьей главы представлены результаты регрессионного анализа и сделаны основные выводы относительно выдвинутых ранее гипотез исследования.

Полученные в ходе эмпирического исследования результаты показывают, что вероятность возникновения феномена первоначальной недооценки тем ниже, чем больше объем размещения. Подобный эффект можно объяснить особенностью именно российского рынка первичных публичных размещений, поскольку все крупнейшие российские IPO, как правило, проводились компаниями – монополистами в своей отрасли, зачастую, с большой долей участия государства. Такие компании имеют стабильные и прогнозируемые денежные потоки, устойчивую рыночную репутацию и значительную долю рынка, что делает их стратегически значимыми и системообразующими. Эти фирмы, в случае возникновения каких-либо проблем, могут рассчитывать на помощь и поддержку со стороны государства, что снижает риск предварительной неопределенности для инвесторов IPO. Все вышеуказанные факторы приводят к снижению информационной асимметрии между фирмами-эмитентами и андеррайтерами, инвесторами и андеррайтерами, а также информированными и неинформированными инвесторами, следовательно, снижается и величина первоначальной недооценки. Другими словами, институциональные и частные инвесторы справедливо считают инвестиции в подобные компании на первичном рынке оптимальными с точки зрения диверсификации, снижения риска своих портфелей и получения гарантированной положительной доходности в будущем. Таким образом, повышенный спрос, вызванный уверенностью в будущих перспективах фирмы-эмитента, приводит к снижению первоначальной недооценки.

Исследование также показало, что вероятность возникновения первоначальной недооценки выше в так называемый «горячий» период, когда рынок в целом растет. Исходя из полученных результатов, можно сделать вывод о том, что теория «горячих» и «холодных» рынков действительно характерна для российского рынка IPO. Важно так же отметить, что данная теория статистически подтверждалась во многих других работах по данным из различных стран, что говорит о применимости рассматриваемой теории не только к российскому рынку, а в целом к мировому рынку IPO.

Помимо всего прочего, на вероятность возникновения первоначальной недооценки также влияет предварительная неопределенность, выраженная в ширине ценового диапазона размещения: чем выше ширина ценового диапазона в процентном выражении, тем выше вероятность возникновения недооценки. Подобный результат позволяет сделать вывод о том, что теория предварительной неопределенности характерна для российского рынка первичных публичных размещений. Другими словами, чем выше предварительная неопределенность относительно цены размещения, тем выше риски, связанные с этой самой неопределённостью, и тем большей компенсации, выраженной в величине первоначальной недооценки (доходности первого дня торгов), требуют инвесторы.

На основе проведенного исследования можно сделать ряд практических рекомендаций как для инвесторов, рассматривающих возможность инвестирования в первичные публичные размещения российских компаний, так и для самих фирм-эмитентов. Практическая значимость данного исследования заключается в том, что частные непрофессиональные инвесторы могут выбирать IPO для инвестирования основываясь не на субъективной привлекательности фирмы-эмитента и собственного опыта, а исходя из количественных и качественных характеристик первичных публичных размещений. Инвесторам следует обращать внимание на объем размещения, его предварительную неопределенность (выраженную в ширине заявленного ценового диапазона), а также на общую конъюнктуру рынка в момент IPO. Фирмы-эмитенты, в свою очередь, благодаря выводам данного исследования могут повысить эффективность ценообразования собственных IPO путем снижения предварительной неопределенности относительно размещения и выбора удачного временного промежутка для выхода на IPO. Наконец, результаты данной работы могут быть полезны исследователям, заинтересованным в вопросах эффективности ценообразования IPO российских компаний, поскольку данная работа является одним из малочисленных исследований на российском рынке, при этом наиболее актуальным.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Андеррайтинг ценных бумаг. [Электронный ресурс] / Banki.ru. — Режим доступа: [https://www.banki.ru/wikibank/anderraying\\_na\\_ryinke\\_tsennyih\\_bumag/](https://www.banki.ru/wikibank/anderraying_na_ryinke_tsennyih_bumag/) (дата обращения: 15.10.2021).
2. Ивашковская И.В., Харламов В.С. Эффективность ценообразования российских IPO / Ивашковская И.В., Харламов В.С. // Электронный журнал «Корпоративные финансы». – 2007. – №3, с. 53-56
3. Подготовка к IPO. [Электронный ресурс] / Московская биржа. — Режим доступа: <https://ipoguide.moex.com/ru/section-2-1.html> (дата обращения: 24.09.2021).
4. Рубцов Б.Б., Напольнов А.В. Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития. / Рубцов Б.Б., Напольнов А.В. // Стратегические решения и риск-менеджмент. – 2011. – №5, с. 60-69
5. Рынок акционерного капитала (ЕСМ). [Электронный ресурс] / Finansistem. — Режим доступа: <https://finansistem.com/ecm/> (дата обращения: 07.09.2021).
6. Рынок акционерного капитала в России. [Электронный ресурс] / Ваш казначей. — Режим доступа: <https://vashkaznachei.ru/ecm-ili-rynok-akcionernogo-kapitala-v-grossii/> (дата обращения: 07.09.2021).
7. Словарь терминов. [Электронный ресурс] / Московская биржа. — Режим доступа: <https://ipoguide.moex.com/ru/section-5-3.html> (дата обращения: 15.10.2021).
8. Яковлев, Д.С. Коммерческие банки как андеррайтеры на рынке ценных бумаг. / Яковлев, Д.С. // Актуальные вопросы экономических наук. – 2009. – №7, с. 198-203
9. Advantage & Disadvantage of Equity Capital. [Электронный ресурс] / Chron newspaper. — Режим доступа: <https://smallbusiness.chron.com/advantage-disadvantage-equity-capital-58005.html> (дата обращения: 08.09.2021).
10. Allen, F., Faulhaber, G.R. Signalling by underpricing in the IPO market. / Allen, F., Faulhaber, G.R. // Journal of Financial Economics. – 1989. – Vol. 23(2), p. 303-323
11. Baron, D.P. A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues. / Baron, D.P. // The Journal of Finance. – 1982. – Vol. 37(4), p. 955-976
12. Baron, D.P., Holmström, B. The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem. / Baron, D.P., Holmström, B. // The Journal of Finance. – 1980. – Vol. 35(5), p. 1115-1138

13. Beatty, R.P., Ritter, J.R. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. / Beatty, R.P., Ritter, J.R. // *Journal of Financial Economics*. – 1986. – Vol. 15(1), p. 213-232
14. Beatty, R.P., Ritter, J.R. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. / Beatty, R.P., Ritter, J.R. // *Journal of Financial Economics*. – 1986. – Vol. 15(1), p. 213-232
15. Benveniste, L.M., Spindt, P.A. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. / Benveniste, L.M., Spindt, P.A. // *Journal of Financial Economics*. – 1989. – Vol. 24(2), p. 343-361
16. Benveniste, L.M., Wilhelm, W.J. A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments. / Benveniste, L.M., Wilhelm, W.J. // *Journal of Financial Economics*. – 1990. – Vol. 28(1), p. 173-207
17. Book Building. [Электронный ресурс] / Investopedia. — Режим доступа: <https://www.investopedia.com/terms/b/bookbuilding.asp> (дата обращения: 25.10.2021).
18. Booth, J.R., Smith, R.L. Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. / Booth, J.R., Smith, R.L. // *Journal of Financial Economics*. – 1986. – Vol. 15(1), p. 261-281
19. Brennan, M.J., Franks, J. Underpricing, ownership, and control in initial public offerings of equity securities in the UK. / Brennan, M.J., Franks, J. // *Journal of Financial Economics*. – 1997. – Vol. 45(3), p. 391-413
20. Brownhilder, N.N., Van Aardt, S.A. Underpricing of IPOs during Hot and Cold Market Periods on the South African Stock Exchange (JSE) / Brownhilder, N.N., Van Aardt, S.A. // *International Journal of Social, Education, Economics and Management Engineering*. – 2013. – Vol. 79, p. 896-903
21. Chancellor, E. Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation / E. Chancellor // Farrar, Straus and Giroux. – 1999.
22. Due Diligence. [Электронный ресурс] / Investopedia. — Режим доступа: <https://www.investopedia.com/terms/d/duediligence.asp#toc-understanding-due-diligence> (дата обращения: 23.10.2021).
23. Engelen, P.J., Van Essen, M. Underpricing of IPOs: Firm, issue and country-specific characteristics. / Engelen, P.J., Van Essen, M. // *Journal of Banking & Finance*. – 2010. – Vol. 34(8), p. 1958-1969
24. Field, L.C., Sheehan, D.P. IPO underpricing and outside block holdings. / Field, L.C., Sheehan, D.P. // *Journal of Corporate Finance*. – 2004. – Vol. 10(2), p. 263-280

25. Follow-on Public Offer (FPO). [Электронный ресурс] / Investopedia. — Режим доступа: <https://www.investopedia.com/terms/f/fpo.asp> (дата обращения: 03.10.2021).
26. Gale, I., Stiglitz, J.E. The informational content of initial public offerings. / Gale, I., Stiglitz, J.E. // *The Journal of Finance*. – 1989. – Vol. 44(2), p. 469-477
27. Grinblatt, M., Hwang, C.Y. Signalling and the pricing of new issues. / Grinblatt, M., Hwang, C.Y. // *The Journal of Finance*. – 1989. – Vol. 44(2), p. 393-420
28. Guenther, D.A., Willenborg, M. Capital gains tax rates and the cost of capital for small business: Evidence from the IPO market. / Guenther, D.A., Willenborg, M. // *Journal of Financial Economics*. – 1999. – Vol. 53(3), p. 385-408
29. Habib, M.A., Ljungqvist, A.P. Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: Theory and evidence. / Habib, M.A., Ljungqvist, A.P. // *The Review of Financial Studies*. – 2001. – Vol. 14(2), p.433-458
30. Hanley, K. Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon. / Hanley, K. // *Journal of Financial Economics*. – 1993. – Vol. 34, p. 231-250
31. Ibbotson, R.G. Price performance of common stock new issues. / Ibbotson, R.G. // *Journal of Financial Economics*. – 1975. – Vol. 2(3), p. 235-272
32. IPO Data Jay R. Ritter [Электронный ресурс] / Warrington college of business. — Режим доступа: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/> (дата обращения: 10.11.2021).
33. IPO due diligence. [Электронный ресурс] / SoFi. — Режим доступа: <https://www.sofi.com/learn/content/ipo-due-diligence/> (дата обращения: 23.10.2021).
34. IPO, SPO и FPO — виды размещений ценных бумаг и их отличия. [Электронный ресурс] / Финам. — Режим доступа: <https://www.finam.ru/education/likbez/ipo-spo-i-fpo-vidy-razmesheniyy-cennykh-bumag-i-ix-otlichiya-20210902-14240/> (дата обращения: 24.09.2021).
35. Jenkinson, T., Ljungqvist, A. Going public: The theory and evidence on how companies raise equity finance. / Jenkinson, T., Ljungqvist, A. // Oxford University Press. – 2001. – Edition 2
36. Lee, P.M., Wahal, S. Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs. / Lee, P.M., Wahal, S. // *Journal of Financial Economics*. – 2004. – Vol. 73(2), p. 375-407

37. Liu, X. & Ritter, J.R. The economic consequences of IPO spinning. / Liu, X. & Ritter, J.R. // *The Review of Financial Studies*. – 2010. – Vol. 23(5), p. 2024-2059
38. Logue, D.E. On the pricing of unseasoned equity issues: 1965–1969. / Logue, D.E. // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 1973. – Vol. 8(1), p. 91-103
39. Loughran, T., Ritter, J.R. Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? / Loughran, T., Ritter, J.R. // *The Review of Financial Studies*. – 2002. – Vol. 15(2), p. 413-444
40. Lowry, M., Shu, S. Litigation risk and IPO underpricing. / Lowry, M., Shu, S. // *Journal of Financial Economics*. – 1990. – Vol. 65(3), p. 309-335
41. Marisetty, V.B., Subrahmanyam, M.G. Group affiliation and the performance of IPOs in the Indian stock market. / Marisetty, V.B., Subrahmanyam, M.G. // *Journal of Financial Markets*. – 2010. – Vol. 13(1), p.196-223
42. Muscarella, C.J., Vetsuypens, M.R. A simple test of Baron's model of IPO underpricing. / Muscarella, C.J., Vetsuypens, M.R. // *Journal of Financial Economics*. – 1989. – Vol. 24(1), p. 125-135
43. Pollock, T.G., Rindova, V.P., Maggitti, P.G. Market watch: Information and availability cascades among the media and investors in the US IPO market. / Pollock, T.G., Rindova, V.P., Maggitti, P.G. // *Academy of Management Journal*. – 2008. – Vol. 51(2), p. 335-358
44. Ritter, J. Equilibrium in the initial public offerings market. / Ritter, J. // *Annual Review of Financial Economics*. – 2011. – Vol. 3(1), p. 347-374
45. Roadshow. [Электронный ресурс] / Investopedia. — Режим доступа: <https://www.investopedia.com/terms/r/roadshow.asp> (дата обращения: 25.10.2021).
46. Rock, K. Why new issues are underpriced. / Rock, K. // *Journal of Financial Economics*. – 1986. – Vol. 15(1), p. 187-212
47. Ruud, J.S. Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle. / Ruud, J.S. // *Journal of Financial Economics*. – 1993. – Vol. 34(2), p. 135-151
48. Rydqvist, K. IPO underpricing as tax-efficient compensation. / Rydqvist, K. // *Journal of Banking & Finance*. – 1997. – Vol. 21(3), p. 295-313
49. Shleifer, A., Vishny, R.W. Management entrenchment: The case of manager-specific investments. / Shleifer, A., Vishny, R.W. // *Journal of Financial Economics*. – 1989. – Vol. 25(1), p. 123-139
50. Special Purpose Acquisition Company (SPAC). [Электронный ресурс] / Investopedia. — Режим доступа: <https://www.investopedia.com/terms/s/spac.asp> (дата обращения: 03.10.2021).

51. Spiess, K.D., Pettway, R.H. The IPO and first seasoned equity sale: Issue proceeds, owner/managers' wealth, and the underpricing signal. / Spiess, K.D., Pettway, R.H. // Journal of Banking & Finance. – 1997. – Vol. 21(7), p. 967-988
52. Stoughton, N.M., Zechner, J. IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure. / Stoughton, N.M., Zechner, J. // Journal of Financial Economics. – 1998. – Vol. 49(1), p. 45-77
53. Underwriter. [Электронный ресурс] / Investopedia. — Режим доступа: <https://www.investopedia.com/terms/u/underwriter.asp> (дата обращения: 15.10.2021).
54. Underwriting. [Электронный ресурс] / Cbonds. — Режим доступа: <https://cbonds.ru/glossary/underwriting/> (дата обращения: 15.10.2021).
55. Welch, I. Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. / Welch, I. // The Journal of Finance. – 1989. – Vol. 44(2), p. 421-449
56. Welch, I. Sequential sales, learning, and cascades. / Welch, I. // The Journal of Finance. – 1992. – Vol. 47(2), p. 695-732

