

Санкт-Петербургский государственный университет

Су Жунлинь

**ОСОБЕННОСТИ ПРОВЕДЕНИЯ IPO НА ФОРМИРУЮЩИХСЯ
РЫНКАХ (НА ПРИМЕРЕ КНР И РФ)**

Выпускная квалификационная работа

Направление: 38.04.08 «Финансы и кредит»

Магистерская программа: «Финансовые рынки и банки»

подпись

Научный руководитель:
Доктор экономических наук, профессор
Ковалев Виталий Валерьевич

подпись

Дата:

**Санкт-Петербург
2017**

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
ГЛАВА 1. IPO КАК ИНСТРУМЕНТ ФИНАНСИРОВАНИЯ КОМПАНИЙ.....	8
1.1 Понятие, сущность и цели первичного публичного размещения	8
1.2 Преимущества и недостатки IPO как способа финансирования.....	14
1.3 Тенденции и мировой опыт процедуры IPO	22
Выводы	28
ГЛАВА 2. СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО И КИТАЙСКОГО РЫНКОВ IPO	30
2.1. Общий обзор IPO китайских компаний в период с 1991 по 2016.....	30
2.2. Общий обзор IPO российских компаний в период с 1996 по 2016.....	38
2.3. Перспективы развития рынка IPO в РФ и КНР	46
Выводы	51
ГЛАВА 3. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ IPO НА РЫНКЕ РФ И КНР	53
3.1. Ценообразование IPO на рынке РФ и КНР	53
3.2. Основные модели оценки эффективности ценообразования IPO.....	59
3.3. Недооценка IPO для компании на рынке РФ и КНР	66
Выводы	80
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	81
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	84

ВВЕДЕНИЕ

Первичное публичное предложение акций (IPO) – это естественный этап развития практически любой крупной компании. Благодаря публичной продаже акций привлекаются дополнительные средства, а компания получает стимул для дальнейшего роста. Рынок IPO, в своём роде, является одним из факторов, характеризующим состояние экономики.

Если провести сравнение трех наиболее значимых для мирового рынка IPO рынков, то Китай сохраняет лидерство по количеству размещений. Можно сказать, что Китай станет наиболее привлекательным местом для проведения листинга и примет на себя роль мирового центра IPO. Следует обратить внимание на то что, хотя на данный момент российская площадка не является ведущим, и доля российского рынка IPO от мирового рынка составляет менее 3%, между рынком России и рынком Китая существуют близкие отношения:

- 1) Политика стратегического партнерства - основа экономических взаимоотношений;
- 2) Региональное сотрудничество;
- 3) Похожие истории развития экономики - переход от централизованной экономики к рыночной экономике.
- 4) Почти одновременно начали IPO. История IPO российских компаний началась в 1996 г. – «ВымпелКом», а в Китае – в 1991 г.
- 5) Аналогичные системы основных фондовых бирж. На данный момент в Китае функционируют три основные фондовые биржи, то есть Шанхайская

фондовая биржа, Шэньжэньская фондовая биржа, Гонконгская фондовая биржа. А в России – Московская биржа.

Актуальность исследования

На данный момент рынкам IPO развивающихся стран уделяется мало внимания в профессиональной литературе, посвященной исследованию такого явления как IPO. Ни в одной из публикаций не учитываются все возможности воздействия IPO на активизацию инновационной деятельности в компаниях, не раскрывается специфика возможностей IPO крупных, средних и малых фирм. Наиболее исследованным является рынок Китая, так как в последнее десятилетие три крупнейшие мировые сделки IPO были реализованы эмитентами из Китая, показатели которых недостижимы. В России отсутствует история развития публичных компаний, и опыт по проведению IPO ограничен.

Учёные редко исследуют особенности проведения IPO с объединением двух стран. В силу специфики отечественного рынка ценных бумаг, многие важные аспекты IPO компаний ещё недостаточно освоены практикой и осмыслены наукой. Остро сказывается затруднённая доступность информации о деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и результатам первичных публичных размещений инновационных компаний, отсутствует налаженная статистика в этой области. В экономической литературе не хватает работ, сравнивающих особенности проведения IPO в КНР и РФ, которые взаимосвязаны и являются странами группы БРИКС.

Основной целью исследования является сравнение особенности

проведения IPO в КНР и РФ и оценка эффективности ценообразования IPO на рынке РФ и КНР.

Объект исследования — российские и китайские компании, привлекающие капитал на рынке ценных бумаг путем проведения IPO.

Предмет исследования — первичное публичное предложение акций как инструмент финансирования компаний.

Под рынком IPO понимается рынок акций компаний, впервые предложивших свои акции неограниченному кругу инвесторов и способы определения рыночной стоимости компаний.

Методологической основой диссертационного исследования являются системный анализ, диалектический метод познания, статистического анализа, сравнительный анализ и научные обобщения, методы финансового и стратегического анализа, зарубежные и отечественные системы мониторинга проведенных IPO.

Эмпирическая база исследования

В ходе исследования были проанализированы данные российских компаний, осуществившим IPO в период с 1996 г. по 2016 г. и данные китайских компаний, осуществившим IPO в период с 1991 г. по 2016 г.

Информационной базой исследования служат официальные статистические данные (Госкомстата РФ, Росстата, Госкомстата КНР). Широко использовались данные периодической печати, современных электронных информационных систем, материалы «Цайцзин» («Финансы»), материалы

Московской международной валютной биржи (ММВБ), фондовой биржи «Российская торговая система» (РТС), Шанхайской фондовой биржи (SSE), Шэньчжэньской фондовой биржи (SZSE), Гонконгской фондовой биржи (HSI), европейских торговых площадок (AIM, Euronext). При анализе международного опыта IPO, мировых тенденций на рынке ценных бумаг использовались аналитические материалы ведущих консалтинговых фирм и рейтинговых агентств (McKinsey&Company, PriceWaterHouseCoopers, Deloitte&Touche, Ernst & Young, Standard & Poor's, Moody's и др.). Важным источником данных стали годовые и финансовые отчеты компаний, отчеты эмитентов, проспекты и циркуляры эмиссии, а также аналитические обзоры по конкретным компаниям, подготовленные инвестиционными аналитиками ведущих банков. Законы и нормативные акты РФ и КНР, а также ресурсы глобальной сети «Интернет».

Научная новизна исследования

Наиболее существенные результаты, выносимые на защиту, заключаются в следующем:

- определено место IPO в системе способов привлечения капитала на покрытие инвестиционных потребностей, проведен сравнительный анализ преимуществ и недостатков IPO и других способов привлечения капитала путем эмиссии ценных бумаг;

- на основе исследования мирового опыта проведения IPO выявлены характерные тенденции и особенности, присущие рынку IPO, а также влияние IPO на последующее развитие компании;

- дан общий обзор IPO российских и китайских компаний, установлены перспективы развития рынка IPO в РФ и КНР;

-анализированы недооценки акций при IPO с целью оценки эффективности ценообразования IPO российскими и китайскими компаниями.

Практическая значимость исследования состоит в том, что выводы, предложения и практические рекомендации, содержащиеся в работе, могут быть использованы неограниченным кругом российских и китайских компаний, нуждающихся в привлечении капитала из внешних источников, в частности планирующих проведение IPO.

ГЛАВА 1. IPO КАК ИНСТРУМЕНТ ФИНАНСИРОВАНИЯ КОМПАНИЙ

1.1 Понятие, сущность и цели первичного публичного размещения

Прежде чем исследовать тему IPO, нужно уточнить понятие, сущность и цели IPO как инструмента финансирования компаний. Существует множество определений и понятий первичного размещения акций. Каждый, кто занимается проблемой IPO, фактически, имеет свою, отличную от других, точку зрения на данное явление в экономике.

IPO изначально было разработано и применено в США. В классическом понятии IPO — Initial Public Offering—при дословном переводе, это первичное публичное размещение, когда компания впервые выпускает свои акции на рынок, и их покупает неограниченный круг институциональных и частных инвесторов.

В Европе IPO утратило свое оригинальное значение. На Лондонской фондовой бирже (LSE) аббревиатурой IPO стали называть все выпуски ценных бумаг, впервые предлагаемых на Лондонской фондовой бирже, вне зависимости от того, были ли уже публичные размещения на других биржах.¹ То есть, IPO — это процедура выпуска долевых ценных бумаг, в первый раз распространяемых среди неограниченного круга инвесторов. Это самое широкое определение понятия IPO.

Организаторы торговли считают, что IPO – это размещение эмиссионных

¹Лондонская фондовая биржа. URL: <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>

ценных бумаг, включая акции и облигации. Ученые дают такое определение: «IPO – первичное публичное размещение или просто размещение ценных бумаг на бирже. Под ценными бумагами обычно подразумеваются облигации или акции. Первичное размещение, или IPO, – одна из форм привлечения дополнительного финансирования путем предложения своих ценных бумаг для реализации в неограниченном кругу инвесторов, имеющих доступ на биржевой рынок».²

Иногда трактуют понятие IPO более широко, причисляя к нему и вторичное размещение на рынке значительного пакета акций через механизм публичного размещения:

- 1) Primary Public Offering (PPO) — частное размещение среди узкого круга заранее отобранных инвесторов с получением листинга на бирже;
- 2) Follow-on — так называемое до размещение или вторичное публичное размещение, размещение компанией, чьи акции уже торгуются на бирже, дополнительного выпуска акций на открытом рынке;
- 3) Secondary Public Offering (SPO) — публичная продажа крупного пакета действующих акционеров;
- 4) Direct Public Offering (DPO) — прямые публичные размещения от эмитента (и силами эмитента) напрямую первичным инвесторам, минуя организованный рынок.

Наибольшее число определений существует на развивающихся рынках, в

²Игнатов И., Трифонова А., Бобров Д., Склярова Н. Как успешно разместить ценные бумаги на бирже : практическое руководство РТС // Издание РТС. С. 4.

том числе и китайском и российском, на которых пока ещё не сложилось устойчивое понимание этого источника финансирования. В Китае и России понятие IPO трактуется более широко и к нему причисляют вторичное размещение на рынке значительного пакета акций через механизм публичного размещения.

Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) дает определение IPO, который наиболее точно отражает его сущностные характеристики: «Initial Public Offering – первоначальное предложение акций компании на продажу неограниченному кругу лиц. В ходе публичного размещения инвесторам предлагается дополнительный (новый) выпуск акций. Вместе с тем, в ходе размещения дополнительного (нового) выпуска, существующие акционеры могут предложить к продаже определенный пакет своих акций (SPO)». ³ Здесь важен не механизм размещения, а его сущность – первое публичное предложение.

В российском законодательстве понятия IPO вообще не существует. Наиболее приближено к понятию IPO в России законодательно закрепленное понятие «публичное размещение ценных бумаг» – размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг. ⁴

Однако существуют некоторые различия, а именно:

³Московская межбанковская валютная биржа. URL:

<http://www.micex.ru/markets/stock/emitents/guide>

⁴«О рынке ценных бумаг» : Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ. URL:

http://www.consultant.ru/popular/cenbum/50_1.html

1) не указан вид ценных бумаг, в то время как IPO применяется только в отношении выпуска акций;

2) не указан определение «первом предложении», это может быть любое размещение бумаг широкой публике;

3) указано, что размещение может происходить не только на биржевых торгах.

Однако эмитенты, профессиональные участники и инвесторы используют «публичное размещение ценных бумаг» достаточно широко, и он прочно закрепился в деловом обороте. Согласно Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», в России понятие IPO часто включают различные виды размещения акций на бирже (DPO, Private Offering, PPO, follow-on и SPO)⁵.

В китайском законодательстве, то же самое, нет понятия IPO но существует понятие «публичное размещение ценных бумаг»(公开发行证券) и уточнит понятие «публичное размещение»(公开发行): выпуск ценных бумаг к неограниченному кругу лиц или количество неограниченного круга лиц выпуска ценных бумаг более двухсот человек.⁶ Однако эмитенты, профессиональные участники и инвесторы понимают IPO только в отношении выпуска акций. Другими словами, размещение облигаций исключается из этого процесса.

Итак, первый публичный размещение (IPO) следует понимать размещение

⁵Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ. Ст. 19.

⁶Китайский закон о ценной бумаге (2014 года) (中华人民共和国证券法), пункт № 10. URL: http://www.npc.gov.cn/npc/lfzt/rlyw/2015-04/23/content_1934291.htm

простых и привилегированных акций нового выпуска на бирже либо иным способом (у финансового посредника) неограниченному кругу лиц.

В любом случае экономическая сущность первого публичного размещения сводится к следующему:

- 1) увеличение собственного капитала;
- 2) привлечение неограниченного круга инвесторов к финансированию компании;
- 3) получение компанией статуса публичности и проистекающие отсюда последствия.

Основной целью проведения IPO является получение так называемой «учредительской прибыли» – прибыли, получаемой учредителями акционерных обществ в виде разницы между суммой от продажи выпущенных акций и капиталом, действительно вложенным ими в акционерное предприятие. Существует несколько целей проведения IPO, важность которых может отличаться в зависимости от конкретного случая:

- 1) Привлечение капитала в компанию: проведение IPO позволяет компании получить доступ к капиталу гораздо большего круга инвесторов;
- 2) Наличие акций, торгуемых на рынке капитала, дает наиболее объективную оценку стоимости компании, которая может использоваться как инструмент оценки деятельности и мотивации менеджеров, или ориентир для сделок слияния и присоединения;
- 3) Акционеры компании получают возможность продать все или часть своих

акций и тем самым капитализировать ожидаемые будущие доходы компании;

4) Ликвидность капитала акционеров после проведения IPO также резко повышается, например, банки гораздо охотнее выдают кредиты под залог акций котируемых (публичных) компаний, чем закрытых (частных) компаний;

5) Наличие большого количества инвесторов после проведения IPO служит также в некоторой степени защитой от противоправных действий государства и потенциальных рейдеров;

6) После проведения IPO компания становится публичной, отчётность — ясной и прозрачной, что является приоритетом большинства компаний.

Следовательно, можно сделать вывод о том, что IPO (Initial Public Offering) — это первичное публичное размещение, когда компания впервые выпускает свои простые и привилегированные акции на бирже либо иным способом (у финансового посредника) неограниченному кругу лиц. Большинство считают, что размещение облигаций исключается из этого процесса. Основной целью проведения IPO является привлечение капитала для компании.

1.2 Преимущества и недостатки IPO как способа финансирования

Для того чтобы обеспечивать дальнейшее развитие предприятия (корпораций) нужно достаточный объем средств. Финансирование — «пульсирующий» процесс. Источники финансирования предприятий подразделяются на внутренние (собственный капитал, за счет нераспределенной прибыли) и внешние (заемный и привлеченный капитал с финансового рынка, за счет займов и эмиссии акций).

Внутренние источники финансирования — это использование собственных средств, прежде всего чистой прибыли и амортизационных отчислений. Самофинансирование имеет ряд преимуществ: 1) За счет дополнительно образованного из чистой прибыли собственного капитала повышается финансовая устойчивость предприятия; 2) Формирование и использование собственных средств можно происходить стабильно в течение всего года; 3) Минимизируются затраты по внешнему финансированию (по обслуживанию долга кредиторам); 4) Упрощается процесс принятия управленческих решений по развитию предприятия за счет дополнительных инвестиций. Так как источники покрытия инвестиционных затрат известны заранее. Уровень самофинансирования предприятия зависит не только от его внутренних возможностей, но и от внешней среды (налоговой, амортизационной, бюджетной, таможенной и денежно-кредитной политики государства, конъюнктуры финансового рынка).

Внешние источники финансирования — это использование средств

государства, финансово-кредитных организаций, нефинансовых компаний и средства граждан. Среди них следует отметить кратко - или долгосрочные валютные банковские кредиты, долевые и долговые ценные бумаги. Существуют также "промежуточные" и производные ценные бумаги, такие, как конвертируемые облигации, варранты, опционы и др.

Существуют четыре основных способа внешнего финансирования: 1) Долговое финансирование — Привлечение заемных средств в форме кредита, займов, эмиссии облигаций; 2) Открытая подписка на акции; 3) Закрытая подписка на акции (если она проводится между прежними акционерами, то, как правило, по заниженной, в сравнении с рыночным курсом, цене; при этом у предприятия возникает упущенная выгода — тот же расход); 4) Комбинация первых трех способов.

Таблица 1.1.

Преимущества и недостатки четверых основных способов внешнего финансирования

Способ	Преимущества	Недостатки
Долговое финансирование	Относительно низкая стоимость привлеченных средств; Контроль над предприятием не утрачивается.	Срок возмещения строго определен; Финансовый риск возрастает.
Открытая подписка на акции	Возможна мобилизация крупных средств на неопределенный срок; Финансовый риск не возрастает.	Высокая стоимость привлечения средств; Может быть утрачен контроль над предприятием.
Закрытая подписка на акции	Финансовый риск возрастает незначительно; Контроль над предприятием не утрачивается.	Высокая стоимость привлечения средств; Объем финансирования ограничен.
Комбинированный способ	Преобладание тех или иных преимуществ или недостатков в зависимости от количественных параметров формирующейся структуры источников средств	

Рассматривая различные способы внешнего финансирования, следует учитывать нетто-результат эксплуатации инвестиций в расчете на акцию. Если

он велик, то выгоднее брать кредит, чем наращивать собственные средства. Привлечение заемных средств обходится предприятию дешевле привлечения собственных средств. Если он невелик, то выгоднее наращивать собственные средства за счет эмиссии акций, чем брать кредит. Привлечение заемных средств обходится предприятию дороже привлечения собственных средств. Однако возможны трудности в процессе IPO.

На западе размещение акций на фондовой бирже уже давно является одним из основных инструментов финансирования дальнейшего развития компании. IPO - один из наиболее распространённых и перспективных в мировой практике источников привлечения инвестиций, имеющий, однако, свои плюсы и минусы.

Таблица 1.2.

Сравнительный анализ преимуществ IPO

Источники финансирования	Преимущества IPO
Внутренние источники (Нераспределенная прибыль)	Крупное разовое поступление капитала. Независимость от будущей экономической конъюнктуры.
Банковские кредиты	Независимость от конкретного финансового института. Отсутствие будущих выплат высокой процентной ставки.
Облигационные займы	Отсутствие обязательств по обслуживанию займа. Неограниченный срок привлечения капитала
Государственные ссуды и бюджетные средства	Отсутствие обязательств (в том числе и по социальным программам); Оперативность поступления ресурсов, отсутствие бюрократических проволочек.

Таким образом, для компаний-эмитентов существуют основные преимущества IPO, а именно:

1) Возможность привлечения значительных денежных средств является для компании самым привлекательным и неоспоримым преимуществом использования IPO. Частная компания имеет ограниченный доступ к заемному капиталу вследствие своего статуса, отсутствия прозрачности структуры

собственности, производственных показателей и других факторов. Как следствие, на некотором этапе развития она начинает испытывать финансовый «голод», что тормозит ее развитие. Разовое привлечение крупного капитала в ходе IPO позволяет приобрести компании необходимые для расширения активы которые компания не может купить за собственные средства;

2) IPO позволяет компании усиливать свой лоббистский потенциал за счет повышения уровня публичности компании, а так же открывает новые возможности для развития бизнеса и консолидации рынка. Кроме того, повышение кредитного рейтинга компании способствует снижению стоимости привлекаемых заёмных средств за рубежом. Региональные компании, благодаря выходу на национальный фондовый рынок, получают хорошую возможность для экспансии в масштабах страны, что особенно важно для компаний, производящих продукцию массового спроса.

3) открывает путь к более дешевым источникам финансирования за счет включения в состав акционеров влиятельных финансовых институтов; Неограниченный срок привлечения капитала и отсутствие обязательств после привлечения;

4) IPO способствует оптимизации структуры капитала, диверсифицированию риски и получению более эффективного доступа к рынкам капитала. Доход от размещения поступает на баланс компании, увеличивая ее балансовую стоимость. При IPO происходит увеличение собственного капитала предприятия как за счет роста акционерного капитала в результате продажи

акций компании, так и за счет добавочного капитала вследствие получения эмиссионного дохода. Падение курсовой стоимости акций в последующем никак не влияет на эти средства;

5) Повышает финансовую репутацию и престиж компании-эмитента. Компания, чьи акции котируются на бирже, становится более узнаваемой, что создает дополнительные конкурентные преимущества ее бизнеса и может способствовать росту числа потенциальных и отечественных и иностранных партнеров и контрагентов.

6) Улучшение корпоративной культуры и повышение лояльности сотрудников. Внимание, с каким финансовое сообщество и пресса следят за компанией, объявившей о планах IPO, обеспечивает такой компании бесплатную рекламу, что положительным образом сказывается на её корпоративном имидже. После того, как будет сформирован открытый рынок акций компании, руководство сможет успешнее привлекать и сохранять в компании нужные кадры, предлагая им различные компенсационные схемы и планы, связанные с предложением опционов и акций по фиксированным или льготным ценам или предоставлением права переоценивать акции до уровня их рыночной цены при реализации опционов. Такие компенсационные схемы не только сохраняют в компании денежные средства и обеспечивают определенные налоговые льготы, но и стимулируют труд сотрудников и их преданность компании.

7) Для инновационных компаний и экономики, собственник возможность

использовать IPO в качестве инструмента для выгодного выхода собственника из бизнеса. Кроме того, в целом IPO также источник и стимулятор инновационной активности, инвестиционного наполнения стратегического развития компаний.

Не смотря на все преимущества IPO, он существует ограниченность и недостатки. Иногда это действительно так, анализ мировой практики показывает, что IPO - очень ответственный и рискованный шаг, и делать его стоит только после тщательного анализа ситуации в самой компании и на рынке ценных бумаг. Основными недостатками IPO:

1) Возрастает количество проверок. После того, как компания станет публичной, информация о ее деятельности станет открытой для правительства и широкой общественности. Станут обязательными периодические аудиторские проверки, квартальные и годовые отчеты.

2) Деятельность компании, вышедшей на IPO, становится прозрачной. Тот факт, что финансовая и другая информация находится в свободном доступе, иногда может быть не в интересах компании. Наиболее уязвимыми областями, которые такая компания обязана освещать в своей отчетности, являются: полный перечень владельцев компании; объемы, размеры, уровень заработной платы, компенсаций, выплат, премий руководящих лиц; финансовые показатели, характеризующие текущую деятельность компании. Так, например, если внимательно читать отчеты, можно получить достаточно ясное представление о денежных потоках и кредитоспособности компании.

3) На компанию смогут влиять многочисленные держатели акций. Как правило, не в их интересах вызывать трудности у руководства, но бывают случаи, когда даже один держатель акций может создать довольно большие проблемы.

4) На руководство компании будет постоянно давить необходимость получать ежеквартальные прибыли. Если компания не сможет справиться с поставленными перед ней задачами, то это с большой вероятностью повлечет снижение цены на акции.

5) Подготовка компании к ее выводу на IPO требует больших денежных затрат и много времени.

Таблица 1.3.

Затраты на IPO на зарубежных и на российских площадках⁷

	Компания	Дата IPO	Биржа	Объем размещения, тыс. долл.	Эмиссионный доход Компании, тыс. долл.	Доход Акционеров, долл.	Расходы на проведение IPO, млн. долл.	Прямые расходы на IPO, млн. долл.	Вознаграждение андеррайтера, млн. долл.	Размер вознаграждения андеррайтера, %	Доля расходов в объеме средств, привлеченных компанией, %
1	Вымпел-Коммуникации	20.11.1996	NYS E	110 816	71 028	39 788	7 778	2 788	4 989	7,02%	11,00%
2	Golden Telecom	30.09.1999	NASDAQ	55 800	55 800	-	8 348	4 721	3 627	6,50%	15,00%
3	Мобильные ТелеСистемы	30.06.2000	NYS E	371 137	371 137	-	24 107	6 500	17 607	4,74%	6,50%
4	Вимм-Билль-Данн Продукты	08.02.2002	NYS E	236 730	175 500	61 230	13 373	4 958	8 775	5,00%	7,60%

⁷Составлено по: Затраты на IPO. URL:

http://iteam.ru/publications/corporation/section_98/article_3228

	Питания										
5	РБК Информационные Системы	18.04.2002	MM BB / PTC	13 280	13 280	-	941	н.д.	н.д.	н.д.	7,10%
6	HighLand Gold Mining	29.04.2002	LSE / AIM	35 004	31 822	3 182	7 045	5 454	1 591	5,00%	22,10%
7	Peter Hambro Mining	17.12.2002	LSE / AIM	15 805	3 789	12 016	1 119	891	227	6,00%	29,50%
8	НПК «Иркут»	26.03.2004	MM BB / PTC	126 914	54 043	72 871	3 021	н.д.	н.д.	н.д.	5,60%
9	Концерн «Калина»	28.04.2004	MM BB / PTC	51 864	25 403	26 461	89	н.д.	н.д.	н.д.	0,30%
10	Стальная группа «Мечел»	29.10.2004	NYS E	335 098	233 112	101 986	19 758	7 520	12 238	5,25%	8,50%
11	Открытые инвестиции	29.11.2004	MM BB / PTC	68 822	68 822	-	3 852	н.д.	н.д.	н.д.	5,60%
12	АФК «Система»	11.02.2005	LSE	1 556 829	1 317 500	239 329	33 100	4 115	28 985	2,20%	2,50%
13	ЕвразХолдинг	02.06.2005	LSE	421 950	421 950	-	18 850	2 250	16 600	3,93%	4,50%
14	Рамблер Интернет Холдинг	10.06.2005	LSE / AIM	39 883	30 750	9 133	4 605	2 760	1 845	6,00%	15,00%

б) После IPO назначается так называемый «закрытый период», в течение которого держатели акций не могут продавать свои ценные бумаги. Существует немалая вероятность того, что под влиянием множества факторов цена на акции за это время может упасть.

Таким образом, рассмотрев основные преимущества и недостатки IPO, и опираясь на практику, можно сделать вывод о том, что преимущества этого источника привлечения капитала превалируют над его недостатками.

1.3 Тенденции и мировой опыт процедуры IPO

Со временем в результате бурного развития рынка частных инвестиций публичное размещение ценных бумаг стал доминирующей в Англии, США и Голландии, отодвинув на второй план банковский кредит как основную форму финансирования бизнеса. Международный опыт свидетельствует, что основные стадии IPO можно разделить на шесть этапов:

1) подготовительный - компания должна выполнять основные требования, которые предъявляются публичным компаниям должны соблюдаться требования по раскрытия информации и подготовка финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами;

2) формирование группы организаторов IPO — компания выбирает юридическую фирму, аудитора и инвестиционный банк, который будет выступать основным советником эмитента, и осуществлять функции андеррайтера Члены группы и график IPO, утверждаются на общем собрании;

3) разработка проспекта эмиссии — в предварительном проспекте должен содержать максимально необходимую информацию о компании для инвесторов. Андеррайтеры, аудиторы и юристы проводят процедуру «Due Diligence»;

4) дорожное шоу (road show) – происходит проведение рекламных акций, публичных мероприятий и презентаций, направленных на выявление и фиксирование уровня предложения со стороны потенциальных инвесторов к акциям компании;

5) торговля акциями;

б) завершение процедуры.

В мировой практике встречается три наиболее распространенных метода проведения IPO: 1) Universal Offer — метод фиксированной цены (открытое предложение); 2) Open Offer — метод аукциона; 3) гибридные методы проведения IPO.

Рынок IPO прошел несколько этапов развития:

1) Начало 17 – начало 19 века (Зарождение стихийного рынка акционерного капитала): Становление механизма привлечения инвестиционного капитала в бизнес относится к началу 17 века при помощи возникновения акционерных обществ и первые публичные размещения акций на бирже (Голландской и Британской Ост-Индских компаний); активное участие розничных инвесторов и отсутствие квалифицированных и институциональных инвесторов как класса, отсутствие системы регулирования размещения акций.

2) 1820-е – начало XX века (Институционализация рынка) : формирование и развитие профессиональных посредников на первичных рынках (инвестиционных банков) и начало формирования процедур первичного публичного предложения.

3) середина 1910-х – 1970-е (Формирование развитого рынка): продолжительные периоды роста в 1920-х, 1950-х и 1960-х годах чередовались с застоем на рынке капиталов, вызванным мировыми войнами и финансовым кризисом, которые парализовали развитие рынка капиталов.

4) 1970-е – настоящее время (Становление современного рынка):

формирование технологии IPO, общая активизация размещений и значительное расширение круга эмитентов.

Несмотря на турбулентность в экономике и на рынках капитала, по состоянию на 30 июня 2016 г. 18 из 82 эмитентов все-таки сумели продемонстрировать динамику, которая была выше рыночной в среднем на целых 132%⁸. Это обусловлено следующими причинами: 1) финансовая глобализация – международные потоки капитала открывают новые рынки для развития бизнеса; 2) концентрация капитала – мировая тенденция к укрупнению предприятий; 3) увеличение финансовой глубины экономик влечет за собой развитие финансового рынка.

На мой взгляд, основные современные состояния и тенденции IPO:

1) Развитие рынок IPO зависит от мировой состояния экономики.

Мировой рынок первичных публичных размещений достиг своего максимального исторического значения в 2007 г. В результате мирового финансового кризиса 2008 г. произошло значительное уменьшение эмиссионной активности. Глобальная деятельность IPO существенно замедлился в 1 квартале 2016 г. в общей 167 сделок, увеличился только 12.1 млрд. долл. Это представляет собой самый слабый первый квартал с 2009 г., общий количество сделок уменьшился на 39% и объем капитала снизился на 70% по сравнению с 1 кварталом 2015 г.⁹ EY представляет отчет «Глобальные

⁸PriceWaterhouseCoopers, Российские компании после IPO: Сравнительный анализ котировок и ликвидности, по состоянию на 30 июня 2016 г. URL:

http://www.pwc.ru/ru/new-site-content/pdf/Equity_analysisf_landscape_Rus_2016.pdf

⁹Ernst & Young, Global IPO volume down in first quarter as issuers wait for market conditions to

тенденции на рынке IPO в четвертом квартале 2016 года»¹⁰, на котором можно получить достаточно ясное представление об этом.

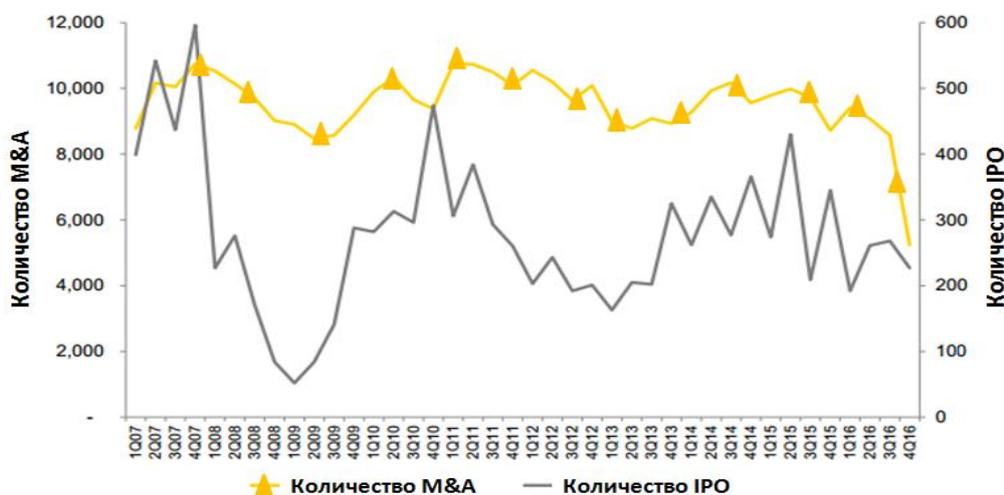


Рис.1.1. Глобальные IPO по количеству сделки

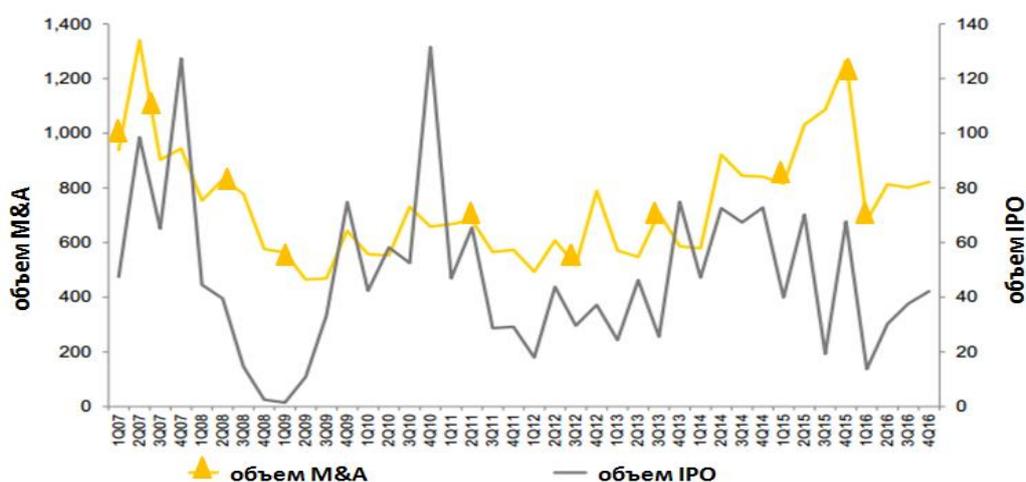


Рис.1.1. Глобальные IPO по объему сделки (млрд долл. США)

С глобальными фондовыми рынками на рекордно высоких уровнях и низкой волатильностью, глобальная активность IPO быстро начала развиваться в

improve. URL:

<http://www.ey.com/GL/en/Newsroom/News-releases/news-ey-global-ipo-volume-down-in-first-quarter>

¹⁰Ernst & Young, Глобальные тенденции на рынке IPO в четвертом квартале 2016 года (EY Global IPO Trends: 2016 4Q), URL:

<http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-trends-report-4q16/%24FILE/ey-global-ipo-trends-report-4q16.pdf>

первом квартале 2017 г., при этом 369 сделок IPO привлекла на 33,7 млрд. долл., что на 92% больше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и на 146% больше выручки. Первого квартала 2017 г. был самым активным кварталом по количеству IPO в мире с первого квартала 2007 г., когда 399 сделок IPO привлекла на 47,5 млрд. долл.¹¹

2) Рекорд IPO за всю историю мирового рынка ценных бумаг постоянно было превысить, свидетельствуют о чем, что IPO – это конкуренция между новым крупным компаниям. В истории рынок IPO Китайская компания Алибаба занимает на 1-е месте, которая разместила на Нью-Йоркской фондовой бирже В 2014 г.

Таблица 1.4.

Рекорд IPO в мире (до четвертого квартала 2016 г.)¹²

Компания	Место	Год	Биржа	Страна	Сумма, млн долл
Alibaba Group Holding Ltd	1-е	2014	New York Stock Exchange	Китай	25032
Agricultural Bank of China Ltd	2-е	2010	Hong Kong Stock Exchange & Shanghai Stock Exchange	Китай	22430
Industrial & Commercial Bank of China	3-е	2006	Hong Kong Stock Exchange & Shanghai Stock Exchange	Китай	22041
AIA Group Ltd	4-е	2010	Hong Kong Stock Exchange	Китай(Гонконг)	20456
Visa inc	5-е	2008	New York Stock Exchange	США	19650
NTT Mobile Communications Network inc	6-е	1998	Tokyo Stock Exchange	Япония	18379
General Motors Co Ltd	7-е	2010	New York Stock Exchange	США	18140

¹¹Ernst & Young, Глобальные тенденции на рынке IPO в первом квартале 2017 года (EY Global IPO Trends: 2017 1Q), URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-trends-q1-2017/\\$FILE/ey-global-ipo-trends-q1-2017.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-trends-q1-2017/$FILE/ey-global-ipo-trends-q1-2017.pdf)

¹²Составлено по: PriceWaterhouseCoopers, Большой Китай IPO (Greater China IPO watch 2016). URL: <http://www.pwccn.com/en/ipo/greater-china-ipo-watch-2016/greater-china-ipo-watch-2016.pdf>

Ente Nazionale per l'Energia Ellettrica	8-e	1999	Milan Stock Exchange	Италия	17408
Facebook inc	9-e	2012	Nasdaq Stock Exchange	США	16007
Deutsche Telecom	10-e	1996	Frankfurt Stock Exchange	Германия	13036

3) Китай станет наиболее привлекательным местом для проведения листинга и примет на себя роль мирового центра IPO. Первичные публичные размещения перестали быть прерогативой развитых экономик, таких как США, Западная Европа, как это было в начале 2000-х годов. Страны Востока будут играть доминирующую роль на мировом рынке первичных публичных размещений. Многие инвесторы обратили свое пристальное внимание на компании из России, Бразилии, Индии, Китая. На данный момент Китай сохраняет лидерство по количеству размещений.

4) На рынке IPO основными отраслями являются здравоохранение и технологичные компании по количеству размещений. Быстро развивающихся много здравоохранениях компаний и молодых технологичных компаний, которые ищут возможности выйти на рынок для привлечения средств.

Таблица 1.5.

Состояния разных отраслей на рынке IPO в 1 квартале 2016 года¹³

Отрасли	кол. сделок	доля кол. сделок	объём капитала(US\$)	доля объём капитала
Продукты для потребителя и услуги	19	11.4%	\$793.0	6.6%
Потребительские товары	10	6.0%	\$1,092.9	9.0%
Энергетика	8	4.8%	\$223.7	1.8%
Финансовые	13	7.8%	\$3,265.4	27.0%
Здравоохранение	29	17.4%	\$1,410.8	11.7%

¹³Ernst & Young, Global IPO volume down in first quarter as issuers wait for market conditions to improve. URL:

<http://www.ey.com/GL/en/Newsroom/News-releases/news-ey-global-ipo-volume-down-in-first-quarter>

Технологии	29	17.4%	\$903.2	7.5%
Промышленность	24	14.4%	\$1,502.2	12.4%
Материалы	15	9.0%	\$408.6	3.4%
СМИ	5	3.0%	\$621.9	5.1%
Недвижимость	7	4.2%	\$1,707.1	14.1%
Розничные	5	3.0%	\$19.3	0.2%
Телекоммуникационных	3	1.8%	\$156.1	1.3%
Всего	167	100.0%	\$12,104.1	100.0%

Выводы

Существует множество определений и понятий IPO. В российском и китайском законодательстве понятия IPO не существует, но большинство думают, что размещение облигаций исключается из этого процесса. Можно сделать вывод о том, что IPO — это первичное публичное размещение, когда компания впервые выпускает свои простые и привилегированные акции на бирже либо иным способом неограниченному кругу лиц.

Существует несколько целей проведения IPO: увеличение собственного капитала; привлечение неограниченного круга инвесторов к финансированию компании; получение компанией статуса публичности и проистекающие отсюда последствия. Основной целью проведения IPO является привлечение капитала для компании.

Источники финансирования предприятий подразделяются на внутренние и внешние. IPO является внешним способом финансирования. Существует несколько преимуществ IPO: Привлечение долгосрочного капитала для развития компании; Получение справедливой оценки стоимости бизнеса;

Появление «валюты» для проведения слияний и поглощений; Возможность «выхода» для ключевых собственников компании; Улучшение имиджа, повышение прозрачности, улучшение корпоративного управления. Однако, основные недостатки IPO: Значительные временные и денежные затраты на проведение IPO; Более жесткие требования к отчетности и раскрытию информации. Таким образом, преимущества этого источника привлечения капитала превалируют над его недостатками.

В мире рынка IPO прошел несколько этапов развития. В настоящее время основные стадии IPO можно разделить на шесть этапов: подготовительный; формирование группы организаторов IPO; разработка проспекта эмиссии; Road Show; торговля акциями; завершение процедуры.

Международный опыт свидетельствует, что развитие рынок IPO зависит от мировой состояния экономики. К массовому проведению предрасположены только молодые, активно развивающиеся экономики. На данный момент на рынке IPO основными отраслями являются здравоохранение и технологичные компании по количеству размещений. Можно так сказать, роль первичного публичного размещения, как источника привлечения инвестиций, также будет возрастать. Страны Востока будут играть доминирующую роль на мировом рынке первичных публичных размещений. Китай станет наиболее привлекательным местом для проведения листинга и примет на себя роль мирового центра IPO.

ГЛАВА 2. СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО И КИТАЙСКОГО РЫНКОВ IPO

2.1. Общий обзор IPO китайских компаний в период с 1991 по 2016

Фондовый рынок Китая является одним из самых больших рынков в мире. История фондового рынка Китая началась в 1914 г., когда в Шанхае была основана первая фондовая биржа. официальное открытие состоялось в 1920 г. Позднее фондовые биржи появились в Пекине и Тяньцзине. Основная часть на этих биржах государственные облигации. в 1949 г. все фондовые биржи были закрыты.

В 1980 г. началась экономическая реформа, в Китае не хватало средств. Правительство КНР было вынуждено прибегнуть к выпуску облигаций. Полноценное функционирование китайского фондового рынка началось в декабре 1990 г. на Шанхайской фондовой бирже. Через полгода, в июле 1991 г., была открыта фондовая биржа в Шэньчжэне - наиболее успешной специальной экономической зоне КНР. С этого времени развитие рынка ценных бумаг Китая пошло довольно быстро.

Элементы рынка ценных бумаг КНР состоит из двух частей: рынков материкового Китая и Гонконга. Среди десяти крупнейших бирж мира по капитализации в настоящее время Шанхайская фондовая биржа располагается на 4-м месте, а Шэньчжэньская фондовая биржа располагается на 5-м месте. Гонконгская фондовая биржа располагается на 6-м месте. Формально

Гонконгская биржа является китайской, поскольку Гонконг находится под юрисдикцией Китая с 1997 г. Однако согласно китайско-британской декларации гонконгское правительство обладает широкой автономией. Все законы, регулирующие фондовый рынок Гонконга, заимствованы из британского права. Поэтому фактически он – международный, лишь в некоторой степени связанный с китайским.

Таблица 2.1.

Крупнейшие биржи мира по капитализации в 2015 г.¹⁴

Биржа	Место	Капитализация, трлн долл.
NYSEQ	1-е	19351
NASDAQ OMX	2-е	6979
Japan Exchange Group - Tokyo	3-е	4378
Shanghai SE	4-е	3933
Euronext	5-е	3319
Hong Kong Exchanges	6-е	3233
TMX Group	7-е	2094
Shenzhen SE	8-е	2072
Deutsche Bourse	9-е	1739
BSE India	10-е	1558

Процедура IPO представляет собой важнейший элемент рынка ценных бумаг. После политики реформ и открытости, поддерживало высоких темпов экономического роста в Китае. IPO позволяет компании-эмитенту привлекать крупные объемы финансовых ресурсов для развития бизнеса. Количество первичных размещений на биржах КНР по сравнению с крупнейшими биржами мира говорит о том, что в стране созданы благоприятные условия для успешного привлечения финансирования при помощи IPO.

¹⁴Deloitte & Touche Tohmatsu. Hong Kong and Chinese Mainland 2014 Review and 2015 outlook. URL: <http://www2.deloitte.com/cn/en/pages/audit/articles/hk-mainland-ipo-markets-2014-review-outlook.html>.

В соответствии с «Законом о ценной бумаге КНР (2014 года)», понятие IPO часто включают различные виды размещения акций на бирже (DPO, Private Offering, PPO, follow-on и SPO)¹⁵. Организация может лишь один раз провести PPO, все последующие размещения будут вторичными SPO (Secondary Public Initial). В соответствии с действующим «Законом о компаниях КНР (2016 года)», срок существования частной компании в качестве АО до возможности подавать заявку на проведение IPO исчисляется одним годом.¹⁶ В настоящее время, объём акций, размещаемых в процессе IPO, не можно более, чем 30% общего количества акций.

Публичные размещения ценных бумаг реализуются относительно свободно в России, но в Китае функционирует система квотирования. До сих пор, существует ряд требования и ограничений для IPO на фондовой бирже. Фондовая политика всегда влияет на развитие рынка IPO. В общем, развитие регулирования IPO Китая можно разделить на четыре этапа:

Таблица 2.2.

Основные этапы в развитии регулирования проведения IPO Китая¹⁷

Период	Основные этапы
1990-2000	Наличие жесткой регламентации процесса IPO; централизованное; фиксированное установление цен размещения регулятором.
2000-2003	Ослабление и частичная децентрализация процесса квотирования IPO
2003-2005	Рыночно ориентированной процедуры установления цены размещения,

¹⁵Китайский закон о ценной бумаге (2014 года) (中华人民共和国证券法), пункт № 10. URL: http://www.npc.gov.cn/npc/lfzt/rlyw/2015-04/23/content_1934291.htm

¹⁶Китайский закон о компаниях (2016 года) (中华人民共和国公司法), пункт №5. URL: <http://www.12368susong.com/>

¹⁷Составлено по: KPMG, Требования к листингу в КНР и в Гонконге.

2005-2008	В результате реформы нерыночных акций, установило новую порядку проведения IPO: возможность выхода группами компаний; выход компаний на рынок без разделения акций на рыночные и нерыночные.
-----------	--

Новый порядок после 2005 г. обеспечил большую защиту интересов инвесторов IPO. С тех пор, IPO как механизм привлечения финансирования получил широкое распространение в Китае.

Стоит отметить, что в истории 1-е место на рынке IPO – Китайская компания Alibaba, разместил на Нью-Йоркской фондовой бирже в 2014 г. 2-е место—сельскохозяйственный банк Китая, разместил в 2010 г. (В Таблице 1.4., Рекорд IPO в мире).

Таблица 2.3.

Прямая инвестиция на рынке Китая с 2010 по 2016 г (объём: миллиард долл.)¹⁸

	Гонконг		Шанхай		Шэньчжэнь		Тайвань		Итого Китая	
	объём	доля	объём	доля	объём	доля	объём	доля	объём	доля
2010										
Средств IPO	57.8	52%	28.7	34%	45.4	73%	0.9	24%	132.8	51%
Другие Средство прямой инвестиции	52.8	48%	55.2	66%	16.6	27%	2.9	76%	127.5	49%
Общий объём средств	110.6	100%	83.9	100%	62	100%	3.8	100%	260.3	100%
2011										
Средств IPO	35.1	54%	16.7	32%	28.7	40%	0.5	13%	81	42%
Другие Средство прямой инвестиции	29.5	46%	34.7	68%	42.4	60%	3.5	88%	110.1	58%
Общий объём средств	64.6	100%	51.4	100%	71.1	100%	4	100%	191.1	100%
2012										

¹⁸Составлено по: Kennedy L., Clifford T. PriceWaterhouseCoopers, Greater China IPO watch 2016. URL: <http://www.pwccn.com/en/ipo/greater-china-ipo-watch-2016/greater-china-ipo-watch-2016.pdf>.

Средств IPO	11.6	30%	6.1	13%	11.3	34%	0.4	15%	29.4	24%
Другие Средство прямой инвестиции	27.7	70%	41	87%	21.6	66%	2.3	85%	92.6	76%
Общий объем средств	39.3	100%	47.1	100%	32.9	100%	2.7	100%	122	100%
2013										
Средств IPO	22.1	45%	0	0%	0	0%	0.5	13%	22.6	18%
Другие Средство прямой инвестиции	26.8	55%	41.5	100%	29.1	100%	3.4	87%	100.8	82%
Общий объем средств	48.9	100%	41.5	100%	29.1	100%	3.9	100%	123.4	100%
2014										
Средств IPO	30	25%	5.5	9%	7.2	10%	0.7	21%	43.4	17%
Другие Средство прямой инвестиции	91.3	75%	58.8	91%	62.4	90%	2.6	79%	215.1	83%
Общий объем средств	121.3	100%	64.3	100%	69.6	100%	3.3	100%	258.5	100%
2015										
Средств IPO	33.8	24.5 %	19.5	14.7 %	4.9	5.4%	0.6	2.5%	58.8	15.5 %
Другие Средство прямой инвестиции	104.2	75.5 %	113.5	85.3 %	86	94.6 %	24	97.5 %	322.2	84.5 %
Общий объем средств	138	100%	133	100%	90.9	100%	24.6	100%	381	100%
2016										
Средств IPO	25.2	20%	18	11.3 %	3.7	4.8%	0.4	1.6%	47.3	12.5 %
Другие Средство прямой инвестиции	100.8	80%	141	88.7 %	74.3	95.2 %	24.6	98.4 %	330.7	87.5 %
Общий объем средств	126	100%	159	100%	78	100%	25	100%	378	100%

В Китае лидирующими отраслями в проведении публичных размещений

являются розничная торговля, потребительские товары и услуг сектора. Объем сделок IPO трёх отрасли составила доля 35%, 47% , 45%, 45% и 37% от соответственного общего количества сделок IPO с 2012 г. по 2016 г. в Китае. Доля сделок IPO в финансовой отрасли снизилась с 19% в 2013 г. до 7% в 2014 г. из-за отсутствия каких-либо крупных сделок IPO по сравнению с 2013 г. Состояния промышленной отрасли наоборот, её доля увеличился с 19% в 2013 г. до 26% в 2014 г. Объем привлеченных средств в других отраслях промышленности возросла, особенно в отрасли энергетики и коммунального хозяйства. Их сумма увеличилась с 0.8 млрд. долл. в 2013 г. до 9.0 млрд. долл. в 2014 г. Это в основном потому, что Компания НКЗ Силовые и Инвестиция Компания Электрической Гонконг разместил в ходе IPO на Гонконгской фондовой бирже в 2014 г. Общая сумма в результате этих двух компании привлекла 6.7 млрд. долл. Доля количества сделок IPO по отрасли финансовой осталось ниже 10% в этих годах кроме 2013 г., но увеличился с 7% 2015 г. до 9% 2016 г. это было связано с тем, что восемь из десяти ведущих IPO в Великом Китае шли от финансового сектора, они привлекли 16.8 млрд. долл.

Таблица 2.4.

Доля количества и объем сделок IPO по отрасли в Китае с 2012 г. по 2016 г.¹⁹

	2012		2013		2014		2015		2016	
	Колич ество	Объ ём								
Энергетика и коммунальное хозяйство	9%	12%	3%	3%	7%	21%	5%	6%	4%	2%

¹⁹Составлено по: *Kennedy L., Clifford T. PriceWaterhouseCoopers. PriceWaterhouseCoopers, Greater China IPO watch 2016. URL: <http://www.pwccn.com/en/ipo/greater-china-ipo-watch-2016/greater-china-ipo-watch-2016.pdf>*

Финансовый	5%	21%	19%	50%	7%	22%	7%	43%	9%	48%
Розничные, потребительские товары и услуги	35%	27%	47%	31%	45%	34%	45%	28%	37%	28%
Информационные технологии и телекоммуникации	15%	9%	12%	5%	15%	8%	8%	4%	13%	6%
Промышленность	36%	31%	19%	11%	26%	15%	35%	19%	37%	16%

За последние 17 лет IPO как механизм привлечения финансирования получил широкое распространение в Китае. Китай станет наиболее привлекательным местом для проведения листинга и примет на себя роль мирового центра IPO. Из следующей таблицы сведений четко быстро растёт IPO на двух фондовых рынках материкового Китая.

Таблица 2.5.

Количество и Объем IPO в Китае с 2001 по 2016 г²⁰

Год	Шанхайская фондовая биржа		Шэньчжэньская фондовая биржа	
	Количество компаний выпусков акций	Объём (млрд. Юаней)	Количество компаний выпусков акций	Объём (млрд. Юаней)
2001	650	-	518	-
2002	718	-	513	-
2003	783	41.21	512	9.56
2004	837	52.96	541	19.77
2005	834	39.58	548	16.36
2006	843	507.85	603	44.66
2007	860	376.84	691	41.53
2008	864	112.73	763	64.73
2009	871	134.3	818	39.24
2010	895	529.84	1179	113.56

²⁰Составлено по: PriceWaterhouseCoopers. URL:

<http://www.pwc.ru/en/capitalmarkets/publications/> и PriceWaterhouseCoopers, Обновление рынков IPO Китая и Гонконга, июнь 2016 г. (China and Hong Kong IPO markets update, june 2016). URL:

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/2016-half-year-market-update-en.pdf>
Statistical Report CSDC - China Securities Depository and Clearing Corporation Limited. – 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 – pp. 33-35.
Monthly report CSDC - China Securities Depository and Clearing Corporation Limited. – 2015, 2016 – pp.9-16.

2011	931	195.18	1415	123.7
2012	954	107.67	1540	94.94
2013	953	113.39	1536	90.84
2014	995	145.96	1618	155.65
2015	1081	300.493	1747	318.204
1 квартал 2016	1092	25.79	1761	33.48

Самое большое увеличение количества IPO произошло в 2010 г. Количество IPO на Шэньчжэньской фондовой бирже увеличилось с 818 в 2009 г. до 1179 в 2010 г. Это происходит потому, что в 2010 г. официально открыло раздел GEM на Шэньчжэньской фондовой бирже, который создано специально для малых и средних предприятий выпуск ценных бумаг. Объем средств, привлеченных от IPO увеличился в 2014 г. по сравнению с 2013 г. Это увеличение объемов и средств IPO поднял в первую очередь в связи с возобновлением новых размещений на фондовых биржах и увеличением объемов IPO в Гонконге. Но уменьшился по сравнению с 2014 в связи с замедлением экономики.

Обратите внимание на то, что Китайский фондовый рынок не является свободно конвертируемым. Китайская экономика относительно самостоятельная и меньше зависит от конъюнктуры мирового рынка. Фондовый рынок Китая усиливает влияние на мировой рынок ценных бумаг и обретает все большую самостоятельность. Несмотря на то, что с 2014 г. темпы роста китайской экономики замедлились, Китай станет наиболее привлекательным местом для проведения листинга и примет на себя роль мирового центра IPO.

2.2. Общий обзор IPO российских компаний в период с 1996 по 2016

Первичные публичные размещения акций в России не являются столь популярными и обширными как в Европе и США, а также ряде таких развивающихся стран как Бразилия, Индия и Китай. Это связано с тем, что в России переход к рыночной экономике начался лишь в начале 1990-х годов и внутренний финансовый рынок России ограниченный. Несколько компаний быстро развили в зарубежных странах, особенно в западных странах. 5 крупнейших российских компаний занимают в списке «Fortune 500» 2016 г. Большинство из этих компаний выбрали Лондонскую фондовую биржу.

Таблица 2.6.

Российские компании в списке «Fortune 500» 2016 г.²¹

Место в рейтинге	Компания	Биржа при IPO	Капитализация на 1 января 2016 г.(млрд. долл.)	Сумма продажи (млрд. долл.)	Прибыль (млрд. долл.)
27	Газпром	Лондонская биржа	44,257	1580	241
59	Роснефть	Лондонская биржа	37,249	1290	90
109	ЛУКОЙЛ	Лондонская биржа	27,456	1214	47
124	Сбербанк	Московская биржа	29,969	581	76
209	Сургутнефтегаз	Лондонская биржа	16,745	266	88

Современные развития первичных публичных размещения акций российских компаний можно разделить на следующие этапы:

1) Формирование рынка (1996-2002): малое количество проводимых IPO и их размещение на иностранных биржах. Впервые была предпринята российской компанией «ВымпелКом», разместившей в 1996 г. американские

²¹Составлено по: список «Fortune 500» 2016 года. URL: <http://www.askci.com/news/finance/20160614/11341328825.shtml> и крупнейшие компании России по капитализации (в млрд. долларов) на 1 января 2016г. URL: <http://global-finances.ru/krupneyshie-kompanii-rossii-2016/>

депозитарные расписки (АДР) на Нью-Йоркской фондовой бирже. А первым выходом на российский рынок акций в 2002 г. стало публичное размещение информагентства «РосБизнесКонсалтинг» на отечественных биржах ММВБ и РТС, в результате которого компания привлекла 13,3 млн долл.²²

2) Становление рынка (2003-2007): стремительный рост числа IPO, совершенствование российских регулятивных стандартов. Наиболее удачным оказался 2007 г. Россия тогда стала европейским лидером по объему средств, привлеченных посредством IPO — 29,4 млрд долл. Лидерами среди компаний стали Сбербанк и ВТБ — 8,8 млрд. долл. и 8 млрд. долл. соответственно²³.

3) Мировой финансовый кризис (2008-2010). Мировой экономический кризис значительно ухудшил ситуацию на рынке IPO. За весь 2008 г. только три российские компании провели IPO.

4) Восстановление рынка (2011-2016). Интерес российских компаний к проведению IPO активизировался после кризиса. В 2011 г. провели IPO интернет-магазин «Ютинет.ру», сельскохозяйственная и продовольственная компания «Русагро», крупнейший поисковик Рунета «Яндекс» и автодилер Genser.²⁴ Размещения «Мегафона» и MD Medical Group в четвертом квартале 2012 г. показали, что рынок IPO оживает.²⁵ В 2015 г. российским компаниям удалось привлекать капитал, несмотря на сложный внешний фон. ОВК,

²²PriceWaterhouseCoopers, Рынки капитала 2025: Будущее фондового рынка, 2014. URL: <http://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/capital-markets-2025.html>

²³Информационный портал Lenta.ru, 26.02.2008. Россия стала европейским лидером по объемам IPO. URL: <http://lenta.ru/news/2008/02/26/ipo/>

²⁴Информационная газета «Коммерсантъ.Ru». URL: <http://www.kommersant.ru/>

²⁵Этапы IPO Группа аналитиков под руководством А.В. Демченко. 2006. Апрель. URL: <http://www.ipocongress.ru/>

ведущий российский производитель грузовых вагонов, в ходе IPO, 30 апреля 2015 г., привлекла 9,028 млрд. руб., от реализации 12,22% акций. Московский кредитный банк в рамках IPO, с 22 по 30 июня 2015 г. привлекла 13,1 млрд. руб. Рыночная капитализация Московского кредитного банка на момент размещения составила 70,2 млрд. Руб.²⁶

В общем, обзор IPO российских компаний за 2005 – 2016 г. существуют следующий особенность:

1) Большинство российских компаний прибегают к данному источнику наращивания своих финансовых возможностей для реализации намеченных ими инвестиционных целей, и лишь малая часть - для реструктуризации долга.

2) Начиная с 1996 г. российские эмитенты при IPO отдают предпочтение иностранным биржевым площадкам (чаще всего это LSE, NYSE, NASDAQ). Итого количество IPO российских компаний за период 2005 — 2014 г. составило 117 сделок. Наибольшей популярностью среди российских компаний пользуются площадки Лондонской биржи — 57% от общего числа.

Таблица 2.7.

Количество сделок IPO по биржевым площадкам(2005 г. –сентябрь 2014)²⁷

	Лондонская фондовая биржа (LSE)	Московская биржа	NASDAQ (US)	Deutsche Börse	NASDAQ OMX (Europe)	Гонконгская биржа (HKEX)	NYSE	Количество сделок IPO*
2005	11	3	-	-	-	-	-	14
2006	19	7	1	1	-	-	-	28
2007	15	14	-	1	2	-	-	32
2008	3	3	-	-	-	-	-	6

²⁶Размещения российских компаний в 2015 году, URL:

<https://www.zerich.com/analytics/blogs/334.html>

²⁷ PriceWaterhouseCoopers, Обзор IPO российских компаний за 2005 - 2014 гг.. URL:

<http://www.pwc.ru/ru/capital-markets/russian-ipo.html>

2009	2	1	-	-	-	-	-	3
2010	3	7	-	-	-	2	-	12
2011	7	-	1	1	-	-	-	9
2012	5	-	1	-	-	-	1	7
2013	1	2	1	-	-	-	1	5
сен. 2014	1	-	-	-	-	-	-	1
Всего	67	37	4	3	2	2	2	117
%	57	32	3	2	2	2	2	100

**Данный обзор содержит выборочные IPO и может не являться полным перечнем сделок за указанный период*

Почему размещение на зарубежной бирже более популярны, чем на отечественной бирже для российских компаний? Причина заключается в том, что ограничения внутренних финансовых рынков России.

Во-первых, российский рынок капитала отсутствует функцию прямого финансирования. Доля IPO на российском рынке намного ниже, чем доля IPO на европейских рынках.

Во-вторых, количество акций инвесторов в России ограниченное, которое намного ниже, чем количество акций инвесторов в Европе.

В-третьих, Россия должна снизить риск банковской системы. Доля активов российских банков в общем объеме активов на рынке ценных бумаг около 300%, но доля активов банков в западных странах, например, США и Великобритания, только 10%.

В-четвертых, количество отделов административного регулирования в России слишком много. Центральный банк отвечает за развитие и стабильность банковской системы и рынков капитала; Министерство финансов отвечает за выпуск ценных бумаг; Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг цен на

нефть контролирует акции компании в обращении и т.д. Слишком много административных отделов привели к противоречивым друг другу.

3) Большинство российских компаний, планирующих размещение за рубежом в духе глобальных тенденций будет отдавать предпочтение американским рынкам из-за большого объема ликвидности, которая сосредоточена там. Тем не менее, американские площадки менее популярны среди эмитентов и инвесторов, их совокупная составляющая среди IPO российских компаний в общем объеме размещений составляет 2%.²⁸

Стоит также отметить, что за последние несколько лет среди компаний, планирующих размещения, появляется интерес к азиатским фондовым биржам, в частности к Гонконгской бирже.

4) Активность эмитентов на первичном рынке в значительной степени определяется конъюнктурой вторичных рынков, на которые оказывает влияние общее состояние экономики и финансовых рынков. Влиять на российский рынок будут не только проблемы глобальной экономики, но и непосредственно состояние российской экономики. Замедление экономического роста и роста доходов населения снижает инвестиционную привлекательность компаний.

5) Отраслевые особенности IPO российских компаний яркий. Лидирующими отраслями в проведении публичных размещений являются металлургическая и горнодобывающая, нефтегазовая, а также сфера финансовых услуг и электроэнергетики. Самое большое количество сделок IPO

²⁸Мировой рынок IPO: перспективы подъема, Финансовый директор. 2013. 5 июля. URL: <http://fd.ru/news/39588>

по отраслям – это нефтегазовая отрасль, которая провела публичных размещений на Лондонской фондовой бирже 12 раз за 10 лет с 2005 г. по 2016 г.

Таблица 2.8.

**ИПО российских компаний по отраслям и биржевым площадкам
(2005 г. – 30 июня 2016 г.)²⁹**

	Количество ИПО						
	LSE	Московская Биржа	NASDAQ (US)	NASDAQ OMX (Europe)	Deutsche Borse	HK EX	NYSE
Металлургическая и горнодобывающая отрасль	9	4	-	-	-	2	-
Финансовые услуги	8	6	2	-	-	-	-
Нефтегазовая отрасль	12	-	-	1	1	-	-
Высокие технологии и коммуникации	5	2	1	-	1	-	2
Недвижимость	8	2	-	-	-	-	-
Электроэнергетика	3	7	-	-	-	-	-
Розничная торговля	5	3	-	-	-	-	-
Фармацевтика	1	5	-	-	-	-	-
Транспорт и логистика	5	3	-	-	-	-	-
Пищевая промышленность	-	5	-	-	-	-	-
Химическая отрасль и удобрения	4	-	-	-	-	-	-
Индустрия развлечений и СМИ	3	-	1	-	-	-	-
Агропром	1	1	-	1	-	-	-
Промышленное производство	2	1	-	-	-	-	-
Прочие*	1	2	-	-	1	-	-

* Включает сделки ИПО в ресторанном бизнесе, отраслях инжиниринга и строительства и здравоохранения

²⁹Составлено по: PriceWaterhouseCoopers, Обзор ИПО российских компаний за 2005 - 2014 гг. URL: <http://www.pwc.ru/ru/capital-markets/russian-ipo.html> и PriceWaterhouseCoopers, Российские компании после ИПО: Сравнительный анализ котировок и ликвидности, по состоянию на 30 июня 2016 г. URL: http://www.pwc.ru/ru/new-site-content/pdf/Equity_analysisf_landscape_Rus_2016.pdf

б) Статистика показывает, что в активной фазе развития рынка средний размер размещений российских компаний значительно превышал аналогичные показатели других рынков, в том числе развивающихся. Более активный выход на рынок небольших инновационных компаний будет способствовать уменьшению среднего размера сделок.

7) На российском фондовом рынке появляется сравнительно новый инструмент привлечения средств — мини-IPO, который в первую очередь ориентирован на малый и средний бизнес (МСБ). Общий объем мини-IPO привлекаемых средств и количество размещений пока незначительны и в разы меньше показателей инновационных сегментов бирж других развивающихся стран, в частности Китая, на которых только за 2010 г. разместили акции и привлекли 35 млрд. долл. около 300 компаний³⁰. Московская биржа уделяет большое внимание работе с компаниями МСБ. Мини-IPO диверсифицировал отрасли принадлежности эмитентов. Хотя Сегмент мини-IPO находится на стадии становления, это реально работающий инструмент привлечения инвестиций с целью перехода на качественно иной уровень развития.

8) Сегодня множество молодых корпораций, работающих в IT-секторе, постепенно наращивают обороты. Двадцать пять крупнейших открытых IT-компаний Северной Америки переместились в сумме на 170 пунктов выше в списке «Fortune 500» 2016 г.³¹ IT-сектор активно развивается в России и

³⁰Рубцов Б.Б., Напольнов А.В. Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития. М., 2003.

³¹25 крупнейших IT-компаний в списке «Fortune 500» 2016 года, 23 июня 2016 г. URL: <https://www.crn.ru/news/detail.php?ID=111275>

играет важную роль. В скором будущем развитие интернет-сервисов очевидно сохранит статус IPO как одного из наиболее стабильных и быстрых способов наращивания капитал. В последний раз подобного рода инвестиционные настроения имели место в период глобального роста Интернет-компаний в 2000 г. Тогда сумма привлеченных средств составила 97 млрд. долл.³²

9) Хотя доля российского капитала в общем объеме средств, привлекаемых посредством первичных размещений акций, не очень значительна, доля национальных бирж в общем объеме привлекаемых средств, увеличение оборотов внутри России, общий рост ликвидности российского рынка. Пять российских компаний провели IPO с 2013 г. по 2016 г. Четыре российских компании провели IPO в 2015 г. и все выбрали Московскую биржу.

Таблица 2.9.

IPO российских компаний с 31 декабря 2013 г. по 30 июня 2016 г. (млн долл.)³³

Время IPO	Компания	Отрасли	биржа IPO	объем средств
январь 2014 г.	Лента	Розничная торговля	LSE	1095
апрель 2015 г.	Объединенная вагонная компания	Транспорт и логистика	Московская биржа	180
июнь 2015 г.	Московский Кредитный Банк	Финансовые услуги	Московская биржа	238
декабрь 2015 г.	Европлан	Финансовые услуги	Московская биржа	47
декабрь 2015 г.	Новороссийский комбинат хлебопродуктов	Транспорт и логистика	Московская биржа	52

³²Обзор крупнейших IPO за последние годы и за 2015 год. URL:

<http://tempofox.com/obzor-krupnejshikh-ipo-za-poslednie-gody-i-za-2015-god/>

³³PriceWaterhouseCoopers, Российские компании после IPO: Сравнительный анализ котировок и ликвидности, по состоянию на 30 июня 2016 г. URL:

http://www.pwc.ru/ru/new-site-content/pdf/Equity_analysisf_landscape_Rus_2016.pdf

2.3. Перспективы развития рынка IPO в РФ и КНР

В настоящее время экономика одного государства, в определённых степенях, может как положительно, так и отрицательно, влиять на развитие другого государства. Хотя состояний экономика Россия и Китая существуют большую разницу. Две страны играют важные роль в мире. Каждая страна имеет свой финансовый центр. Группа экспертов Z/Yen GFCI оценивает состояние около 100 финансовых центров с 2007 г.

Таблица 2.10.

Место в рейтинге и значение индекса по GFCI ³⁴

Город / место	основное конкурентное преимущество	GFCI-1 март 2007 г.		GFCI-17 март 2015 г.		GFCI-20 март 2017 г.	
		место	значение	место	значение	место	значение
Лондон	Соответствуют всем основным	1	756	2	784	1	795
Нью-Йорк	параметрам глобального финансового центра	2	760	1	785	2	794
Гонконг	Претендент на развитие финансового центра на рынках Азии	3	684	3	758	4	748
Сингапур	Благоприятные условия для банковской деятельности	4	660	4	754	3	752
Цюрих	Частные банки и управление активами	5	656	6	719	9	716
Франкфурт	Региональный финансовый центр	6	647	19	692	19	695
Сидней	1-й финансовый центр Австралии	7	639	21	690	11	712
Чикаго	2-й финансовый центр США	8	636	9	707	8	718
Токио	Растущая экономика	9	632	5	722	5	734

³⁴Составлено по: Индекс глобальных финансовых центров (Global Financial Centres Index). GFCI-17, URL: http://www.longfinance.net/images/GFCI17_23March2015.pdf ; GFCI-20, URL: http://www.longfinance.net/images/gfci/20/GFCI20_26Sep2016.pdf

	страны, 2-й по капитализации фондовый рынок мира						
Женева	Региональный финансовый центр; высокое качество жизни	10	628	13	702	23	689
Шанхай	Финансовый центр Китая	24	576	16	695	16	700
Пекин	Столица		513	29	674	26	683
Шэньчжэнь	2-й финансовый центр Китая		-	22	689	22	691
Москва	Столица	45	421	75	579	84	568
Санкт-Петербург	2-й финансовый центр РФ	-	-	78	569	85	567

Китай начал свой путь к развитию финансов после политики «Реформ и открытости» в 1978 г. Из таблицы четко видно, как быстро повысилось место и значения китайского города, особенно Шанхай и Шэньчжэнь. Это связано, что с тенденцией глобализации, а также увеличением влияния Китая. Хотя место и значения рейтинг Москвы и Санкт-Петербург немного снизился, России всегда играет важную роль. Россией и Китай являются странами группы БРИКС. Экономике группы стран БРИКС имеют высокий потенциал роста на рынке IPO, на их арене работает много молодых компаний, которые нуждаются в привлечении капитала, а вследствие этого являются потенциальными участниками процесса IPO.

На сегодняшний день мировой рынок IPO находится на стадии восстановления после перенесенного падения, связанного с мировым финансовым кризисом 2008 г. Объем привлеченного капитала уже в 2009 г. практически достиг докризисных показателей.

В 2011 г. первое место среди стран по состоянию рынка IPO занимал Китай.

Это связано с выходом на IPO крупнейшего из четырех системообразующих банков - сельскохозяйственный банк Китая (Agricultural Bank of China), разместил на Гонконгской фондовой бирже и на Шанхайской фондовой бирже. Сумма привлеченных средств составила 57 млрд. евро. В 2012 г. США стали лидером на данном рынке. Это связано с выходом на IPO крупнейшего из компаний Facebook. Это объясняется тем, что фондовые рынки США отличались низкой волатильностью³⁵. Китай вернулся лидер на IPO с 2014 г. и удерживает до тех пор. Это связано с тем, что китайская компания Alibaba, разместил на Нью-Йоркской фондовой бирже в 2014 г.

Китай станет наиболее привлекательным местом для проведения листинга и примет на себя роль мирового центра IPO. Несмотря на то, что с 2014 г. темпы роста китайской экономики замедлились, в настоящее время по сравнению с другими странами мира, Китай сохраняет высокие темпы экономического роста. Инвесторов могут привлекать перспективы экономики страны в будущем.

Стоит отметить, что после двух лет подготовки, 5 декабря 2016 г. Комиссия Регулированию Ценных Бумаг Китая и Комиссия Регулированию Ценных Бумаг Гонконга выпустили совместное заявление, что официально подключить Шэньжэнь-Гонконг акций (Shenzhen - Hong Kong stock connect). Это относится к Шэньжэньской фондовой бирже и Гонконгской фондовой бирже установить техническую связь между материковым Китая и Гонконге, инвесторы могут покупать и продавать в пределах заданного диапазона друг друга через фирму

³⁵Мировой рынок IPO, URL: <http://utmagazine.ru/posts/2047-mirovoy-rynok-ipo.html>

ценных бумаг местной фондовой бирже или брокера. Эта политика будет и далее стимулированию развития рынка ценных бумаг Китая. Определенно стимулировало размещение ценных бумаг для малых и средних бизнесов (МСБ) на Шэньжэньской фондовой бирже.

Относительно говоря, состояние проведения IPO в России меньше популярны, чем в Китае. Только пять российских компаний провели IPO с 31 декабря 2013 г. до июля 2016 г.

Это происходит потому, что в настоящее время рост экономики в России является относительно медленным. Кроме того, отношения конфронтации между Россией и странами Запада в какой-то степени также влияет размещения акции российских компаний. После кризиса в Украине, несколькими российскими крупными банками, например, Сбербанк, Банк ВТБ, Внешэкономбанк (ВЭБ), Банк Газпром и другие, ограничивается выпуск облигаций, акций и других финансовых продуктов в западных рынках капитала. Российские финансовые институты испытывают трудности финансирования.

На мой взгляд, с ухудшением отношений между Россией и Западом, российские компании будут выбрать место IPO с Запада на Восток, может быть обратить внимание на Гонконгскую фондовую биржу. Интересная находка, что «Российский алюминий» («РУСАЛ», United Company RUSAL) - один из крупнейших в мире производителей первичного алюминия и глинозема, провёл IPO на Гонконгской фондовой бирже в конце января 2010 г., став таким образом публичной компанией. Это первые российские энергетические компании,

проведения IPO в Гонконге. В ходе размещения акций компания продала 10,6% акций, выручив за них \$ 2,24 млрд. (соответственно, вся компания была оценена в \$ 21 млрд.). Крупнейшими инвесторами в ходе IPO стали Внешэкономбанк и ливийский государственный фонд Libyan Investment Authority, купившие соответственно 3,15% и 1,43% акций³⁶. Он также создал самый большой в мире IPO в 2010 г. Через 9 месяцев компания «Петропавловск (IRC)», которая занимается добычей драгоценных металлов на Дальнем Востоке России и северо-востоке Китая, провёл IPO на Гонконгской фондовой бирже в октябре 2010 г. Это вторая российская компания, проведения IPO в Гонконге. Рынок капитала в Гонконге, вероятно, станет новым центром российских компаний, проведения IPO и финансирования за рубежом. Тем не менее, чтобы российские компании провести IPO в Гонконге все еще необходимо решить некоторые проблемы, например, правовые и институциональные барьеры для российских компаний на Гонконгской фондовой бирже, Гонконгская фондовая биржа находится под давлением реформы.

Хотя доля российского капитала в общем объеме средств, привлекаемых посредством первичных размещений акций, не очень значительна, доля национальных бирж в общем объеме привлекаемых средств, увеличение оборотов внутри России, общий рост ликвидности российского рынка. Кроме того, российские компании привлекают капитал в ходе IPO не часто, но объём средств каждого IPO тоже огромный. После финансового кризиса, экономика

³⁶Википедия, Русал. URL:

<https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%A0%D1%83%D1%81%D0%B0%D0%BB>

России постепенно восстанавливается. Говоря о российском рынке IPO, хочется еще раз подчеркнуть, что при проведении стимулирующей политики со стороны государства и улучшении глобальной макроэкономической ситуации стоит ожидать роста активности эмитентов и увеличения числа IPO. Обратите внимание, что в последнее время две хорошие новости принесло для России:

Во-первых, Дональд Трамп, отношение которого к России относительно дружественный, выиграл в президентских выборах в США 2016. Дональд Трамп приведен к присяге в качестве 45-го президента США и вступил в должность президента США в феврале 2017 г. Это возможно на некоторой степени облегчить существующего тупика отношении торговля между Россией и США. Он убежден, что отношения между США и Россией наладятся. Об этом он написал своей официальной странице в социальной сети микроблогов Twitter. "Отношения между США и Россией будут развиваться хорошо. В нужный момент все образумятся и наступит прочный мир", - написал он.

Во-вторых, 30 ноября 2016 член ОПЕК подписали соглашения по снижению уровня добычи нефти, так тоже согласила России. В краткосрочной перспективе (6–12 месяцев), быстрый рост цен нефти, повышение курса рубля, которые будет способствовать восстановлению российской экономики. Таким образом, фондовый рынок России станет более активным.

Выводы

Формирования фондового рынка Китая принято относить к 80-ым годам XX

века. Китайский фондовый рынок не является свободно конвертируемым. Фондовая политика всегда влияет на развитие рынка IPO. Существует четыре основные этапы в развитии регулирования проведения IPO Китая. Новый порядок после 2005 стимулировало развитие рынка IPO. В 2010 г. официально открыло раздел GEM на Шэньжэньской фондовой бирже. Количество и объём IPO в Китае значительно выросли в этом году. В Китае лидирующими отраслями в проведении публичных размещений являются розничная торговля, потребительская торговля и услуг сектора. Китай сохраняет высокие темпы экономического роста и станет наиболее привлекательным местом для проведения листинга и примет на себя роль мирового центра IPO.

В России публичные размещения ценных бумаг реализуются относительно свободно. Фондовый рынок России начал в середине 90-х гг. с приходом акционерной формы собственности. Российские компании привлекают капитал в ходе IPO не часто. Размещение на зарубежной бирже более популярным, чем на отечественной бирже. Наибольшей популярностью среди российских компаний пользуются Лондонской биржи. Рынок капитала в Гонконге, вероятно, станет новым центром российских компаний, проведения IPO и финансирования за рубежом. Лидирующими отраслями IPO являются металлургическая и горнодобывающая, нефтегазовая, а также сфера финансовых услуг и электроэнергетики. Поскольку увеличение цен на нефть и восстановление экономики России, рынок IPO до некоторой степени станет активным.

ГЛАВА 3. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ IPO НА РЫНКЕ РФ И КНР

3.1. Ценообразование IPO на рынке РФ и КНР

Чтобы оценить эффективности ценообразования IPO, необходимо сначала уточнить механизм ценообразования IPO на рынке РФ и КНР. Всегда очень сложно определить то, сколько будет стоить компания при размещении, основываясь лишь только на информации из бухгалтерского учета. Определение цены акций для размещения - один из самых неисследованных вопросов теории корпоративных финансов и один из самых противоречивых. Многие ученые на основе разных эмпирических данных приходят к совершенно противоположным выводам. Но почти все исследования сходятся в том, что процесс ценообразования IPO состоит из трех этапов³⁷:

Во - первых, определение ценового диапазона банками-организаторами;

Во- вторых, установление окончательной цены предложения;

В - третьих, определение цены акции рынком на вторичных торгах.

Первый этап и второй этап – это формирование цены на первичном рынке; третий этап – это формирование цены на вторичном рынке. Необходимо отметить, что формирование цены на вторичном рынке является составной частью процедуры первичного размещения в связи с тем, что инвестиционные банки оказывают эмитенту услуги по ценовой стабилизации.

³⁷Шарпу, Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции./М.: Инфра-М, 2001. – с. 448.

Как оценить акций компаний, которая намеревается провести IPO? Ученые всегда используются два известные методы, то есть метод дисконтирования денежных потоков и метод сравнительного анализа.

Использование метода дисконтирования денежных потоков затрудняется в российских и китайских реалиях, потому что на этих формирующихся рынках компании часто отсутствуют достаточные данные. Экономика развивающихся стран, как правило, имеют более высокие темпы роста. Неопределенности и риски в развивающихся странах больше, поэтому ставка дисконтирования трудно определить. Кроме того, развивающиеся рынки часто рассматривается как слабая рыночная эффективность и это ставит под сомнение надежность прогнозов. Прогнозы, как известно достаточно важны при выходе компании на IPO, еще более они важны для компаний, которые характеризуются высокими темпами роста. Так что, будьте внимательно использовать метода дисконтирования денежных потоков.

Сравнительный метод тоже имеет свои недостатки, так как отсутствует достаточное количество торгуемых сравнимых аналогов. Особенно на российском рынке, где IPO не очень популярный. В идеальном варианте, когда выбрать компании-аналога нужно ориентироваться на рентабельность, размер компании и перспективы роста, ассортимент выпускаемой продукции, основные риски, взаимодействие с контрагентами.

Затратный подход, сфера применения которого и без того узка, при оценке акций компаний не используется. Хотя бы потому что размещающаяся

компания имеет значительные перспективы роста, которые не находят никакого отражения в данном подходе, основанном преимущественно на ретроспективных данных.

Существуют несколько участников размещения, в том числе:

1) Организатор (Global Coordinator) — это сторона, выбранная эмитентом для организации и координации всего процесса размещения акций. В общем говоря, он управляет всем процессом размещения, координирует действия эмитента и всех консультантов, организует сотрудничество с биржами и депозитариями, разрабатывает структуру сделки, курирует или проводит комплексную оценку бизнеса и финансового состояния компании, составляет и выпускает проспект эмиссии и инвестиционный меморандум, организует аналитическое освещение IPO, организует «дорожное шоу».

2) Менеджер книги заявок (Book runner) – это банк, ведущий прием заявок на покупку акций. Стоит отметить, что наиболее привлекательна роль менеджера книги, который может диктовать свои условия при аллокации акций. Это этап является основным при размещении акций, так как на нем определяется конечная цена размещения, а также выявляются все удовлетворенные заявки.

3) Со-ведущие менеджеры (Co-lead-managers) – инвестиционные банки, помогающие ведущему организатору в осуществлении подписки на акции, размещении, а также проведении комплекса работ по финансовому анализу компании, работе с эмитентом и другими консультантами, проведение

«дорожное шоу» (road show).

4) Со-менеджер (Co-manager) – инвестиционные банки и брокерские компании, участвующие в распространении акций среди инвесторов и оформлении подписки и принимающие на себя риски по андеррайтингу. Главным назначением со-менеджеров является создание дополнительного спроса на акции.

5) Инвесторы, которые размещаются акции, можно условно разделить на три типа: долгосрочных инвесторов, среднесрочных инвесторов и краткосрочных инвесторов (спекулянтов).

6) Букраннер. Для букраннера более информативны заявки с ограничением и пошаговые заявки, которые помогают точнее определить спрос. Более показательны также заявки, поданные раньше, в условиях горячего рынка более поздние заявки могут быть связаны с растущим ажиотажем на рынке и не отражать реальных предпочтений инвесторов.

Как уже было отмечено, первый этап ценообразования IPO – индикативной оценки – определения ценового диапазона банками-организаторами. Предварительная оценка компании, окончательная цена размещения, которая устанавливается на переговорах между эмитентом и привлеченными инвестиционными банками. Инвестиционный банк будет исследовать размещение акций компании и начинается с индикативной оценки акций.

Чаще всего, при определении индикативной цены акций используется сравнительный подход на формирующихся рынках. Например, в российской и

китайской практике это происходит примерно то же самое и следующим образом: составляется подборка компаний развитых, развивающихся и отечественного рынков, по каждой из данных подгрупп вычисляются мультипликаторы, на основе которых будет проводиться оценка, и затем исходя из экспертного мнения или путем простого взвешивания определяется индикативная стоимость бизнеса.

Впоследствии индикативная оценка уточняется в ходе комплексной проверки (due diligence). В процессе комплексной проверки андеррайтер и аудитор проводят оценку компании (построение детальной финансовой оценки, на базе которых будет проводиться оценка денежных потоков) и устанавливают диапазон цен предложения акций. Этот ценовой диапазон указывается в черновом варианте проспекта эмиссии акций. Проспект далее рассылается потенциальным инвесторам, а компания совместно с инвестбанком начинает процесс road show, в ходе которого происходит реклама самой компании и предстоящего выпуска акций.

Все компании имеют одинаковый маршрут городов, в которых проводится так называемое «дорожное шоу» (road show) для стимулирования спроса на акции. К этим городам относятся следующие: Нью-Йорк, Лос-Анджелес, Бостон, Женева, Цюрих, Лондон. Одновременно с road show, андеррайтер приступает к приему заявок и пытается получить информацию о существующем спросе.

После прекращения приема заявок накануне IPO компания и андеррайтер

(инвестиционный банк) устанавливают окончательную цену предложения, которая и является ценой размещения акций компании андеррайтером среди инвесторов. Эта цена устанавливается путем анализа собранных заявок андеррайтером. Все заявки подаются в диапазоне цен, установленных андеррайтером. В заявке указывается количество акций и цена, по которой готовы приобрести инвесторы. Чаще всего, количество заявок превышает объем предложения.

С момента открытия торгов акциями компании на фондовом рынке начинается свободное ценообразование. С этого момента цена на акции устанавливается рынком.

Несмотря на то, что оценку акций компаний перед IPO проводит авторитетный инвестиционный банк, практически случается всегда так, акции компании неправильно оценены. После размещения акций, их котировки взлетают в разы. Особое значение в теории IPO имеет цена закрытия первого дня торгов. Разница между ценой закрытия первого дня и ценой предложения называется "первоначальной прибылью" или "доходностью от первого дня торгов" (initial returns). В следующей части диссертации я проанализирую эффективности ценообразования IPO, их основные модели и какая состояния для компании на рынке РФ и КНР.

3.2. Основные модели оценки эффективности ценообразования IPO

Сегодня IPO воспринимается компаниями как один из наиболее дешевых источников финансирования развития бизнеса. При этом оценка эффективности ценообразования IPO предприятия зачастую не проводится. Наиболее освещенной темой исследований в области IPO является блок исследований именно с позиции инвесторов. При этом существуют три наиболее распространенных аномалии, присущих IPO — первоначальная недооценка (underpricing), пониженная долгосрочная доходность (long-term underperformance³⁸) и цикличность IPO (hot issue markets). Наличие таких аномалий привлекло внимание большого числа исследователей по следующим причинам:

Во-первых, первоначальная недооценка акций и их последующая аномальная доходность ставят под сомнение выполнение гипотезы эффективного рынка, в соответствии с которой вся доступная информация находит свое отражение в цене акции мгновенно, следовательно, акции с аналогичным уровнем риска должны иметь одинаковую доходность;

Во-вторых, в связи с пониженной долгосрочной доходностью акций, покупаемых при IPO, возникает вопрос о целесообразности осуществления подобного рода инвестиций для инвесторов, вкладывающихся на длительный

³⁸ Англ. вариант «underperformance» переводится в данной диссертации как пониженная доходность и означает, что акции, купленные на IPO, дают доходность ниже, чем сопоставимые уже обращающиеся на рынке акции. Другой широко используемый термин в рамках тематики IPO – «underpricing» – означает размещение акций по заниженной цене, что приводит к росту цены в первый день торгов, и переводится в данной статье как недооценка.

период времени;

Наконец, многочисленные выходы на IPO в периоды перегретых рынков капитала, когда цены акций, прошедших IPO, являются чрезмерно завышенными в силу повышенной оптимистичности со стороны инвесторов, порождают ещё одну ветвь для размышлений в среде академических исследований.

Для оценки эффективности проведенного IPO обычно используют два подхода: сравнивают цену размещения с ценовым диапазоном (чем ближе к верхней границе ценового диапазона, тем лучше) либо с рыночной ценой по итогам первого дня торгов (недооценка IPO). Упомянутый ранее феномен частичного приспособления показывает, что чем ближе к верхней границе ценового диапазона оказалась цена размещения, тем выше недооценка IPO. Таким образом, возникает противоречие двух трактовок эффективности ценообразования.

(1) Первоначальная недооценка при размещении (*underpricing*): феномен существенного роста цен на акции после их размещения;

Количество "недополученного" капитала определяется как рост котировок акций компаний в первый день торгов, то есть, цена закрытия первого дня минус цена предложения, помноженная на количество акций, проданных инвесторам. Если бы компания продала эти акции инвесторам по цене закрытия в первый день торгов (вместо цены предложения), то эти деньги принадлежали бы компании и ее первоначальным акционерам. Или же подобную сумму можно

было бы получить, продав меньшее количество акций и сохранив большую долю компании в собственности первоначальных акционеров. Прибыли инвесторов (получивших акции от андеррайтеров) формируются за счет первоначальных акционеров компании. Если оплата услуг инвестиционных банкиров является прямыми издержками проведения IPO, то "недополученные" средства расцениваются экономистами как альтернативные издержки проведения IPO.

Этот феномен существует во всех странах и на всех фондовых рынках, но степень недооцененности акций, которая определяется доходами от первого дня торгов, варьируется. В западной академической литературе, посвященной тематике IPO, выявлен ряд стилизованных фактов относительно ценообразования IPO, одним из которых является недооценка IPO (IPO Underpricing). По оценкам западных специалистов, в среднем в процессе IPO курс размещения несколько ниже курса закрытия первого дня торгов: например, в США по совокупным данным на протяжении почти всего 20 века отмеченная разница курсов составляла порядка 15% [Ritter, 1998].

Впервые проблема первоначальной недооценки IPO была рассмотрена в работах Р. Ибботсона³⁹, Ф. Рейли, Х. Стола и А. Керли в 1970-е гг. Наиболее распространенными и показательными исследованиями в рамках данного подхода выступают работы Рока (Rock; 1986) и Бенвениста и Спиндта (Benveniste, Spindt; 1989).

³⁹*Ibbotson R. Price performance of common stock new issues //Journal of Financial Economics. 1975. № 2. P 235–272.*

Стоит также отметить, что существование феномена частичного приспособления было подтверждено и на российском рынке в ходе анализа IPO, проведенных российскими компаниями с 1996 по I квартал 2007 г.⁴⁰

С целью оценки эффективности ценообразования проведения IPO необходимо изучать взаимосвязь двух показателей: первоначальной недооценки IPO и индекса изменения цены размещения (*price revision index*). Данные показатели рассчитываются следующим образом:

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

где UN – первоначальная недооценка IPO;

P_{c1} – цена закрытия первого дня торгов;

P_o – цена первичного размещения.

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

где PRI – индекс изменения цены размещения;

$P_e = \frac{(P_h + P_l)}{2}$ – ожидаемая цена размещения;

P_h – верхняя граница ценового диапазона;

P_l – нижняя граница ценового диапазона.

P_o – цена первичного размещения;

Кроме того, для проведения более полной и основательной оценки феномена первоначальной недооценки IPO, выбрать для анализа показатели рассчитывались следующим образом:

$$3) \quad WRP \text{ (width of price range)} = \frac{(P_h - P_l)}{P_e},$$

⁴⁰Ивашковская И.В., Харламов Л.С. Эффективность ценообразования российских IPO, Журнал "КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ", №3 2007, С53-63.

где WRP – ширина ценового диапазона;

P_h – верхняя граница ценового диапазона;

P_l – нижняя граница ценового диапазона;

P_e - середина ценового диапазона.

С другой стороны, об эффективности IPO судят и по соотношению курса размещения и ранее установленного ценового диапазона: чем ближе цена размещения к верхней границе ценового диапазона, тем более успешным считается IPO. Также существует так называемый феномен частичного приспособления (*partial adjustment phenomenon*): чем выше в среднем курс размещения по сравнению с серединой ценового диапазона, тем выше недооценка IPO.

По сути, мы получаем противоречие между первой трактовкой эффективности ценообразования IPO (на основе соотношения с ценовым диапазоном) и второй (соотношения с рыночной ценой по итогам первого дня торгов, недооценка IPO).

(2) Пониженная доходность от вложений на стадии IPO в долгосрочном периоде (*long-term underperformance*): акции компаний, прошедших через IPO, на долгосрочном временном горизонте показывают более низкую доходность по сравнению с акциями аналогичных компаний, не вышедших на IPO. Его суть состоит в том, что акции фирмы после IPO не оправдывают ожиданий инвесторов и приносят доходность в долгосрочном периоде ниже, нежели акции аналогичных компаний, не осуществлявших IPO.

Вопрос относительно причин существования феномена пониженной долгосрочной доходности акций остается не до конца разрешенным и до настоящего времени. Одним из самых распространенных и признанных способов его объяснения является наличие на рынке капитала периодов, когда инвесторы чрезмерно оптимистичны. В результате осуществления IPO приобретаются наиболее оптимистично настроенными инвесторами, предлагающими за них самую высокую цену. Между тем с течением времени оценка акций наиболее оптимистичных инвесторов стремится к средней по рынку в силу понимания истинной ситуации, что ведет к снижению котировок, а, следовательно, и пониженной долгосрочной доходности.

Проблема пониженной долгосрочной доходности свойственна не только для США, что было подтверждено ранее анализируемыми работами, но и другим как развитым, так и развивающимся странам. Более поздними исследованиями, подтверждающим существование пониженной долгосрочной доходности для других стран, в частности, для Великобритании, Польши, Германии и Китая, являются работы Грегори, Гурмата и Аль –Шававреха (Gregory, Guermat, Al – Shawawreh; 2010), Жевартовски и Лизинской (Jewartovski, Lizinska; 2012), Штеле (Stehle et al., 2000) и Шена (Shen et al., 2013).

(3) Активизация выхода фирм на IPO в периоды бумов (hot issue markets).

Эмиссионная активность компаний подвержена значительным колебаниям из года в год, которая выражается в большом количестве размещений в одни годы и значительно меньшем в другие. Данный факт наталкивает на мысль о

наличии так называемых «окон возможностей» (window opportunity) на рынке капитала и цикличности осуществления первичных публичных размещений.

В завершении этой раздела хотелось бы отметить следующее:

Существует ряд теоретических объяснений феномена занижения цен на акции при проведении IPO. Заметим, что различные теории фокусируются на разных аспектах отношений между инвесторами, эмитентами и инвестиционными банками, выводящими компании на публичный рынок. Обычно эти теории не являются взаимоисключающими.

Три ключевых феномена IPO тесно взаимосвязаны между собой. При объяснении феномена недооценки чаще всего прибегают к теориям асимметрии информации. Увеличение прозрачности компании способствует снижению неопределенности относительно будущей стоимости их акций, что ведет к сокращению недооценки. Что касается феномена пониженной долгосрочной доходности акций, то большинство исследователей объясняют его с помощью наличия на рынке капиталов оптимистично настроенных инвесторов, склонных переоценивать акции компаний. Наконец, цикличность первичных публичных размещений вновь трактуется исходя из подверженности фондовых рынков настроениям инвесторов.

3.3. Недооценка IPO для компании на рынке РФ и КНР

Первичное публичное размещение акций является весьма популярным способом наращивания финансовых возможностей компаний в современном экономическом мире. Однако данному процессу присущи определенные аномалии. Большое количество ученых изучали феномен недооценки акций проведения IPO.

Феномен первоначальной недооценки IPO заключается в том, что размещение акций происходит по заниженным ценам, что приводит к существенному росту цен в первый день торгов. Эффект высокой начальной доходности также называют занижением цены IPO (IPO Underpricing). Недооценка при размещении ущемляет интересы текущих акционеров, так как они либо продают новым акционерам свои акции по заниженной цене, либо при выпуске новых акций размывают свою долю, и стоимость их акций оказывается ниже после выпуска. Компания также получает меньший объем средств при размещении, что снижает ее ресурсную базу для развития.

Наиболее разработанными моделями в теории корпоративных финансов, объясняющими причины недооценки IPO, считаются теории асимметричности информации. Теория асимметричной информации исходит из предположения о том, что одна из сторон в силу определенных факторов обладает большей информацией, чем другие. Так, Д. Барон считает, что инвестиционный банк более осведомлен об условиях спроса, чем эмитент, что приводит к агентской проблеме, в которой недооценка используется для достижения оптимальных

условий продажи. И. Уэлч является сторонником мнения о том, что эмитент владеет полной информацией, и в данном случае недооценка выступает как сигнал для высокодоходных компаний для предупреждения выхода на биржевой рынок, создавая тем самым равновесную ситуацию. К. Рок предполагает, что некоторые инвесторы более информированы по сравнению с другими и поэтому избегают участия в переоцененных IPO. В результате потери менее информированных участников компенсируются умышленным снижением цены.

Этот феномен существует во всех странах и на всех фондовых рынках, но степень недооцененности акций, которая определяется доходами от первого дня торгов, значительно отличаются между различными странами.

С одной стороны, в результате особенностей ценообразования на различных рынках при каждом конкретном размещении между странами и регионами имеются отличия в средней прибыльности в первый день торгов (initial returns). Например, в США средняя начальная доходность IPO операционных компаний за период 1980 - 2001 г. составляла около 18%, а в 1999 - 2000 г. доходила до 65%. Приблизительно при 70% IPO цена закрытия первого торгового дня превышала цену предложения, а 16% IPO имели начальную доходность, равную нулю. IPO неоперационных компаний, в частности, закрытых инвестиционных фондов, обычно не характеризуются занижением цены.⁴¹ Наибольшую доходность после размещения показывают рынки развивающихся стран, тогда как норма прибыли на фондовых рынках развитых стран значительно ниже.

⁴¹Российский рынок IPO: Механизмы ценообразования. URL: <http://www.bibliofond.ru/view.aspx?id=136011>

Таблица 3.1.

Средняя доходность IPO в первый день (в месяце, июль 2014 г.)⁴²

Европейские страны		Не-вропейские страны	
Страна (Зона)	Доходность	Страна (Зона)	Доходность
Россия	3.30%	Аргентина	4.20%
Австрия	6.40%	Канада	6.50%
Дания	7.40%	Чили	7.40%
Норвегия	8.10%	Турция	10.30%
Нидерланды	10.20%	Египет	10.40%
Турция	10.30%	Мексика	11.60%
Испания	10.30%	Нигерия	13.10%
Франция	10.50%	Израиль	13.80%
Португалия	11.90%	Гонконг	15.80%
Польша	13.30%	США	16.90%
Бельгия	13.50%	Южная Африка	17.40%
Израиль	13.80%	Филиппины	18.10%
Великобритания	16.00%	Новая Зеландия	18.60%
Италия	16.40%	Австралия	21.80%
США	16.90%	Иран	22.40%
Финляндия	17.20%	Индонезия	25.00%
Ирландия	21.60%	Сингапур	25.80%
Кипр	23.70%	Бразилия	33.10%
Германия	24.20%	Шри-Ланка	33.50%
Швеция	27.20%	Таиланд	35.10%
Швейцария	27.30%	Тайвань	38.10%
Греция	50.80%	Япония	41.70%
		Малайзия	56.20%
		Корея	59.30%
		Индия	88.50%
		Китай (А акция)	118.40%
		Иордания	149.00%

С другой стороны, рынки развитых стран имеют более низкую заниженную цену IPO, чем рынки развивающихся стран. Это означает, что IPO цены на развитых рынках ближе к рыночным ценам. Разница обусловлена различными макроэкономическими условиями, которые включают

⁴²Профессор. Jay Ritter, Университет Флориды, июля 2014 г. URL:

<http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm> и

https://www.researchgate.net/figure/235953809_fig1_Fig-1-Average-first-day-returns-on-European-and-non-European-IPOs-A-Average

институциональные, экономические и финансовые расхождения. Эти различия приводят к различным стадиям маркетинга, а также различные модели поведения, которые генерируют различия для уровня занижения цены IPO.

Из всех факторов, влияющих на низменность, механизм ценообразования на самом деле очень важен. Например, с 1970 по 1990 г. в Малайзии, Таиланде, Португалии, Тайване, Швейцарии, Испании, Швеции и Сингапуре, цены предложения были определены посредством фиксированной цены, и в течение этого периода средние начальные доходы составляют более 30%. С Малайзией из самых высоких - 80,3%. Наоборот, рынки Соединенного Королевства, Нидерландов и Соединенных Штатов, которые использовали Книгоиздание (bookbuilding) и первоначальные торговые доходности (the initial trading returns) этих стран, как правило, составляли менее 16%.

Таблица 3.2.

Средняя первоначальная недооценка IPO (1959 г.-1992 г.)⁴³

Страна (зона)	Средняя недооценка IPO %	Период	Изученный размер выборки
Малайзия	80	1980-1991	132
Бразилия,	79	1979-1990	62
Южная Корея	78	1980-1990	347
Таиланд	58	1988-1989	32
Португалия	54	1986-1987	62
Тайвань	45	1971-1990	168
Швеция	39	1970-1991	213
Швейцария	36	1983-1989	42
Испания	35	1985-1990	71
Мексика	33	1970-1991	472
Япония	33	1987-1990	37
Новая Зеландия	29	1979-1991	149
Италия	27	1985-1991	75

⁴³Financial Markets and Corporate strategy — Mark Grinblat and Sheridan Titman, Tata Mcgraw Hill, 2nd edition, exhibit 3.5 pg. 83

Сингапур	27	1979-1991	66
Гонконг	18	1989-1990	80
Чили	16	1982-1990	19
США	15	1960-1992	10.626
Великобритания	12	1959-1990	2133
Австралия	12	1976-1989	266
Германия	11	1978-1992	170
Бельгия	10	1984-1990	28
Финляндия	10	1984-1992	85
Нидерланды	7	1982-1991	72
Канада	5	1971-1992	258
Франция	4	1983-1992	187

Таблица 3.3.

Средняя первоначальная недооценка IPO (2001 г.-2006 г.)⁴⁴

Страна (зона)	Средняя недооценка IPO %	Объём IPO (млрд. долл.)	Изученный размер выборки
Австралия	19.96	15575.33	711
Австрия	14.31	4194.38	25
Бельгия	8.11	3669.78	24
Бразилия	8.96	5735.15	28
Канада	37.03	2462.26	21
Дания	23.18	1409.35	15
Финляндия	18.94	1904.69	21
Франция	12.63	21473.64	282
Германия	29.96	25350.67	223
Греция	28.02	1370.63	49
Гонконг	16.1	43397.99	521
Индия	38.73	7558.13	97
Индонезия	38.89	1549.59	53
Италия	9.62	12319.03	99
Япония	57.29	51969.59	1.092
Малайзия	35.04	2816.09	331
Мексика	2.53	419.23	5
Нидерланды	13.49	3691.84	12
Новая Зеландия	15.03	967.92	35
Норвегия	4.18	7628.94	60
Филиппины	14.08	674.42	23
Португалия	50.97	1805.38	23
Португал	10.65	1676.34	8
Сингапур	20.37	7295.99	360

⁴⁴Earnings Quality and International IPO Underpricing, Thomas J. Boultona, Scott B. Smartb. Chad J. Zutterc. P35

Южная Африка	16.85	221.7	5
Южная Корея	49.08	13619.99	327
Испания	7.95	6209.96	20
Швеция	6.22	7882.64	42
Швейцария	14.86	8544.51	43
Тайвань	17.9	6626.98	431
Таиланд	18.35	5016.8	153
Турция	19.51	746.84	5
Россия	13.12	697.92	27
Великобритания	17.7	6397.36	1.034
США	24.6	233222.79	1.128
Китай	110.44	-	397

Таким образом, наибольшую доходность после размещения показывают рынки развивающихся стран, тогда как норма прибыли на фондовых рынках развитых стран значительно ниже. Рынки развитых стран имеют более низкую заниженную цену IPO, чем рынки развивающихся стран.

Очень интересный вопрос из данных таблицы о том, что хотя рынок IPO в России и в Китае почти в то же время начала, недооценка IPO российских компаний пока значительно ниже, чем 15%. Однако, недооценка IPO китайской компаний чаще всего значительно выше, чем 110%, даже до 2183.28% в 2015 г!⁴⁵ В таблице ясно видет сходства и различия IPO в КНР и РФ:

Таблица 3.4.

Сравнение IPO в КНР и РФ

	в Китае	в России
Время начала IPO	1991 г.	1996 г.
Контроль IPO	функционирует система квотирования, существует ряд требования и ограничений	относительно свободно
Сущность IPO	Первое публичное предложение. Понятие IPO широкий, включают DPO, Private Offering, PPO, follow-on и SPO.	

⁴⁵Сао Чжэнь. 曹正. Механизм и недооценка IPO в Китае(1990-2008)// Магистерская диссертация, Фуданский университет, июня 2009. 中国股市 IPO 机制与 IPO 抑价 (1990 年-2008 年) //硕士论文, 复旦大学, 2009 年 6 月.

Понятие IPO в законодательстве	Не существуют, наиболее приближено к понятию IPO:	
	«公开发行证券» или «公开发行»	«публичное размещение ценных бумаг»
Размещение облигаций	Исключаются из процесса IPO	
Текущие основные правовой	«Законом о ценной бумаге КНР (2014 года)» (中华人民共和国证券法); «Законом о компаниях КНР (2016 года)» (中华人民共和国公司法).	«О рынке ценных бумаг» : Федеральный закон от 22 апреля 1996 года
Популярность	Лидерство по количеству размещений В мире.	Не часто
Основные фондовые биржи	Шанхайская фондовая биржа, Шэньчжэньская фондовая биржа, Гонконгская фондовая биржа.	Московская биржа.
Лидирующие отраслями IPO	розничная торговля, потребительские товары и услуг сектора.	металлургическая и горнодобывающая, нефтегазовая, а также сфера финансовых услуг и электроэнергетики.
Популярная площадка IPO на зарубежной бирже	NYSE, NASDAQ (US)	Лондонская фондовая биржа(LSE)
Мини-IPO	раздел GEM на Шэньчжэньской фондовой бирже в 2010 г.	Мини-IPO на ММВБ
Механизм ценообразования IPO	почти одинаковый	
недооценка IPO	Чаще всего значительно выше, чем 110%, даже до 2183.28% (компания «Lucky Group») в 2015 г.!	Пока значительно ниже, чем 15%.

История российских IPO начинается в 1996 г., когда сотовый оператор «Вымпелком» разместил на Нью-Йоркской фондовой бирже. «Вымпелком» оказался также первым и по величине недооценки: в первый день вторичных торгов цена акций оператора превысила цену размещения более чем на 40%. С тех пор, Недооценка IPO российских компаний обычно относительно низкая.

В статье «Эффективность ценообразования российских IPO»⁴⁶ автор

⁴⁶Ивашковская И.В., Харламов Л.С. Эффективность ценообразования российских IPO, Журнал "КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ", №3 2007, С53-63.

проведел комплексный анализ эффективности ценообразования IPO российских компаний. Были использованы данные по 42 российским IPO за период с 1996г. по I квартал 2007 г. Недооценка IPO российских компаний пока значительно ниже, чем 15%, характерных для данных по американским компаниям.

Таблица 3.5.

Недооценка IPO российских компаний по данным за 1996 г. — I кв. 2007 г. в разбивке по стране размещения и в целом по выборке

Россия	Великобритания	США	Вся выборка
4,98%	3,26%	8,72%	4,78%

В магистерская диссертации «Оценка эффективности проведения первичного публичного размещения акций российскими компаниями»⁴⁷ автор провел комплексный анализ эффективности ценообразования IPO российских компаний. Были использованы данные по 88 IPO за анализируемый период с 2005 по 2013 г. Можно видно из рисунка, уровень недооценки IPO российских компаний низкая. В большинстве случаев, недооценки IPO российских компаний значительно ниже, чем 15%. Это вывод следует, как и таблица 3.4.



Рис.3.1. Первоначальная недооценка акций российских компаний, осуществивших

⁴⁷Кашенюк Анна Сергеевна, Оценка эффективности проведения первичного публичного размещения акций российскими компаниями, Магистерская диссертация, Национальный исследовательский университет высшая школа экономики, Факультет экономики, 2014, С47.

ИРО в период с 2005 по 2013 гг.⁴⁸

* *UN*(*underpricing*) – первоначальная недооценка IPO (по вертикали);

Стоит отметить, что на данных по российским компаниям существование феномена частичного приспособления также подтверждается. На рис.3.2. по вертикали отложены данные о величине недооценки IPO:

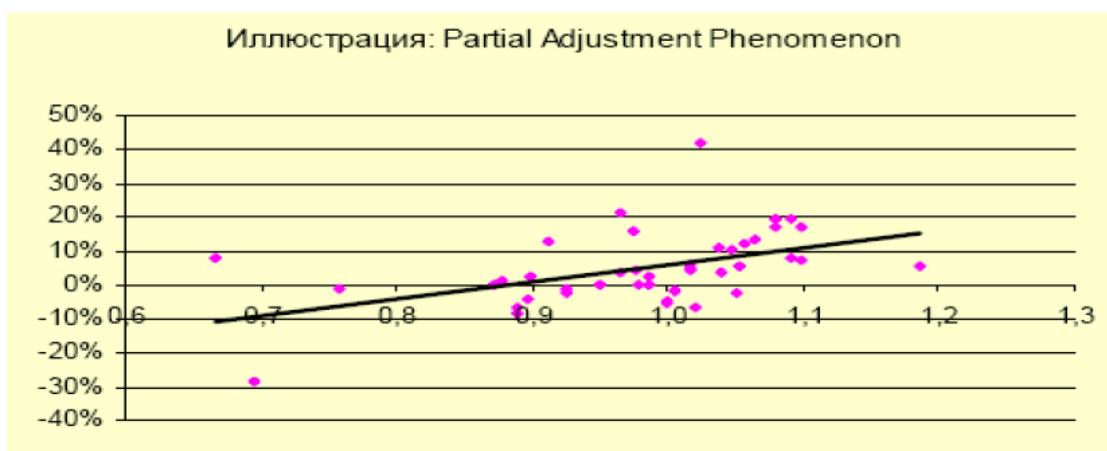


Рис.3.2. Феномен частичного приспособления на данных по IPO российских компаний за период 1996 г. — I кв. 2007 г.⁴⁹

Как уже было сказано, по результатам многочисленных исследований при анализе первоначальной недооценки было выявлено также наличие феномена частичного приспособления, как на развитых, так и на развивающихся рынках. Суть его заключается в том, что чем выше в среднем курс размещения по сравнению с серединой ценового диапазона, тем существеннее первоначальная недооценка IPO.

Для выявления наличия или отсутствия данного феномена на российском фондовом рынке, была проанализирована взаимосвязь таких показателей, как

⁴⁸Кашенюк Анна Сергеевна, Оценка эффективности проведения первичного публичного размещения акций российскими компаниями, Магистерская диссертация, Национальный исследовательский университет высшая школа экономики, Факультет экономики, 2014, С47.

⁴⁹Ивашковская И.В., Харламов Л.С. Эффективность ценообразования российских IPO, Журнал "КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ", №3 2007, С53-63.

недооценка IPO и индекса изменения цены размещения. На рис.3.3. и по вертикали и по горизонтали отложены данные о недооценки IPO:

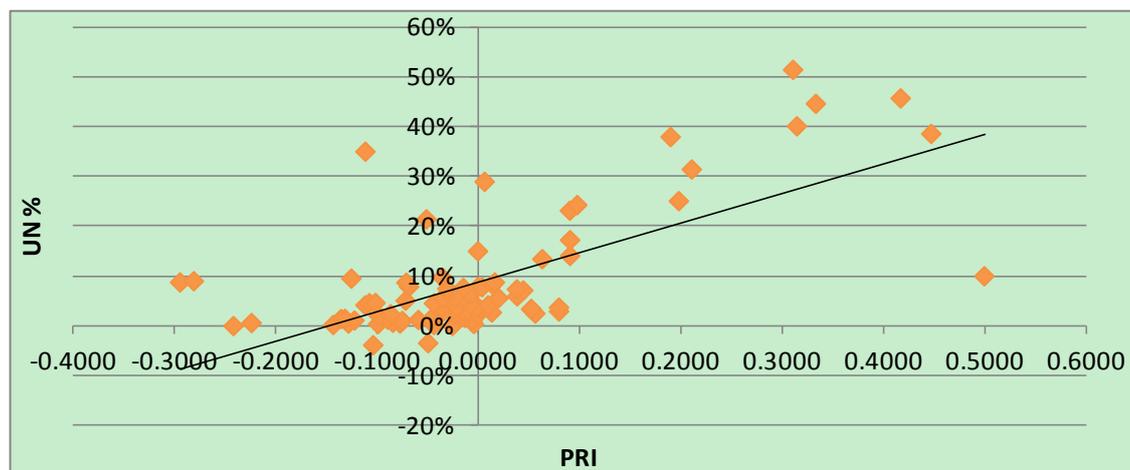


Рис.3.3. Феномен частичного приспособления на данных по IPO российских компаний за период 2005 г. — 2013 г.) * ⁵⁰

* *UN(underpricing)* – первоначальная недооценка IPO (по вертикали);

PRI(price revision index) – индекс изменения цены размещения(по горизонтали).

На данных рисунках четко прослеживается следующая закономерность:

Во-первых, чем индекс изменения цены размещения больше, тем выше величина недооценки IPO.

Во-вторых, четко видно из рисунка, уровень недооценки IPO российских компаний низкая, в большинстве случаев, значительно ниже, чем 15%. Среди заведомо привлекательных для инвесторов IPO привлечение российского инвестбанка в качестве одного из основных организаторов также позволяет эмитенту получить дополнительный доход, не влияя на недооценку. Данную находку можно трактовать как особенность российского рынка.

Первоначальная недооценка IPO является универсальным явлением,

⁵⁰Кашенюк Анна Сергеевна, Оценка эффективности проведения первичного публичного размещения акций российскими компаниями, Магистерская диссертация, Национальный исследовательский университет высшая школа экономики, Факультет экономики, 2014, С47.

который широко присутствует на фондовом рынке каждой страны. По сравнению с доказательствами из других стран, величина недооценки IPO в Китае еще более феноменальным.

История проведения IPO Китая началась в 1991 г. Китайский механизм IPO принял систему утверждения для разработки системы авторизации. В Китае структура акционерного капитала прошла реформу дивидендов. Механизм ценообразования IPO Китая разработан с помощью фиксированной цены, аукционов, онлайн-торгов и книжного строительства. Китайское правительство искало более ориентированную на рынок систему IPO.

В статье «Механизм и недооценка IPO в Китае (1990-2008)»⁵¹ автор провел комплексный анализ эффективности ценообразования IPO китайских компаний. Были использованы данные по 1662 IPO, осуществленных китайскими компаниями за анализируемый период с 1990 по 2008 г. И выявить изменения недооценки с помощью нескольких институциональных преобразований. Исследование показало, что средняя доходность 1662 IPO в первый день в Китае за период 1990 г. — 2008 г. до 239.10%, с медианой — 123.33%. Кроме того, рассматриваются детерминанты недооценки с разных точек зрения: Механизм и институт, информационная асимметрия, стоимость агентства, доверие к управлению, характеристики IPO и климат на вторичном рынке.

⁵¹Сао Чжэнь. 曹正. Механизм и недооценка IPO в Китае(1990-2008)// Магистерская диссертация, Фуданский университет, июня 2009. 中国股市 IPO 机制与 IPO 抑价 (1990 年-2008 年) //硕士论文, 复旦大学, 2009 年 6 月.

Исследование показало, что существует общая тенденция снижения уровня недооценки IPO за анализируемый период с 1990 по 2008 г. После того, как уровень недооценки IPO - 1046,65% в 1990 г., начинает значительно уменьшаться до 1994 г. И после небольшого роста в 1995 г., когда IPO длилось всего два месяца. С 1995 по 2008 г. уровень недооценки IPO показывает постепенный спад, который снизил с наименьшим значением в 2005 г., когда началась реформа разделения акций.

Таблица 3.6.

Средняя доходность IPO в первый день в Китае за период 1990 г. — 2008 г.⁵²

Год	Количество IPO	Минимальная доходность IPO в первый день %	Максимальная доходность IPO в первый день %	Средняя доходность IPO в первый день %	media %	std. deviation
1990	7	224	3179	1046.65	457.57	1619.57
1991	6	145	1357	911.67	700.17	752.592
1992	40	0.74	4161.22	711.61	284.74	961.555
1993	124	10.17	3550	504.82	265.29	596.507
1994	110	-10	1869	171.26	102.8	226.211
1995	24	-18.58	2088	562.71	471.72	578.086
1996	204	-15.31	4900	322.57	114.34	558.957
1997	205	30.26	4380	273.11	138.17	509.382
1998	106	2.08	3857	319.91	131.13	655.926
1999	98	7.14	830.21	116.3	102.10	106.704
2000	137	0.28	476.77	150.82	139.36	86.530
2001	79	0.74	3300	192.39	127.31	386.421
2002	71	24.78	1356.2	148.63	116.87	167.002
2003	67	10.73	227.99	72.0262	69.63	44.065
2004	100	-9	324.89	70.1398	58.77	54.566
2005	15	2.79	133.86	45.1233	46.44	34.468
2006	65	0	345.71	84.8108	75.48	59.271
2007	126	32.25	538.12	193.07	175.6	111.819
2008	77	7.66	403.54	114.8668	83.27	89.594
total	1662	-18.58	4900	239.096	123.33	431.311

⁵²Сао Чжэнь. 曹正. Механизм и недооценка IPO в Китае(1990-2008)// Магистерская диссертация, Фуданский университет, июня 2009. 中国股市 IPO 机制与 IPO 抑价 (1990 年-2008 年) //硕士学位论文, 复旦大学, 2009 年 6 月.

Таблица 3.7.

Первоначальная недооценка IPO в Китае за период 2005 г.—июля 2015 г.⁵³

Год	Количество IPO	Средняя UN, %	Средняя PE
2005	15	45.1233	20.434
2006	70	83.5753	24.447
2007	118	193.0658	29.666
2008	76	114.8668	26.828
2009	111	74.1489	53.334
2010	347	41.8967	59.204
2011	277	21.0784	45.975
2012	150	26.5469	30.093
2013	2	27.6861	13.410
2014	125	162.4662	23.821
июля 2015	193	368.0582	21.894

* *UN(underpricing)* – первоначальная недооценка IPO (по вертикали);

PE (Price-to-earning ratio) – Коэффициент цена/прибыль. финансовый показатель, равный отношению рыночной стоимости акции к годовой прибыли, полученной на акцию.

Средняя первоначальная недооценка IPO в Китае за период 2014 г.—июля 2015 г равна 287%. Это высокая точка в истории, особенно в 2015 г. С января до июля 2015 г 193 компаний провели IPO и их средние первоначальные недооценки IPO даже до 368.05%. Стоит упомянуть, что первоначальная недооценка IPO китайской компании «Lucky Group» (Фондовый кодекс: 300446), которой провела IPO на разделе GEM (создалось специально для малых и средних предприятий выпуск ценных бумаг на Шэньчжэньской фондовой бирже) на Шэньчжэньской фондовой бирже даже до 2183.28%!

В завершении этой главы хотелось бы отметить следующее:

Хотя рынок IPO в России и в Китае почти в то же время начала. Китай и

⁵³Вэнь Найпинь. 魏乃平. Эффективности ценообразования IPO в Китае // Магистерская диссертация, Шанхайский социальный научно-исследовательский институт, марта 2016. C27-28 我国股票市场 IPO 定价效率研究 // 硕士论文, 上海社会科学院, 2016年3月.

Россия являются страны БРИК. Весь рынки КНР и РФ несовершенные и являются формирующими рынками. Кроме того, механизм ценообразования проведения IPO российской и китайской компании одинаковые. Недооценка IPO российской компаний пока значительно ниже, чем 15%. Однако, недооценка IPO китайской компаний чаще всего значительно выше 110%!

Уровень недооценка IPO китайской компаний гораздо выше, чем развитые рынки и большинство развивающихся рынков. Основные причины того, что такая высокая уровень недооценка IPO китайской компаний является следующий факт: строгие контролирование государства; крайняя неравномерность спроса и предложения на IPO; несоответствие в системах IPO; несовершенный механизм предложения, неадекватное раскрытие информации, неэффективные андеррайтеры, эффективное обнаружение цен, проблемное выравнивание структуры и чрезмерная спекуляция на вторичном рынке. Эти неизбежные проблемы существуют на всех формирующихся рынках и в развивающихся странах.

В последние годы, внутренние ценности компании и доверие к управлению играют более важную роль на китайском рынке IPO. В то время как вторичные факторы рынка делают значительное влияние на IPO. Показано, что первичный рынок более зрелый и стандартизованный, чем прежде. Китайские инвесторы становятся все более рациональными. Потребность в IPO над предложением всегда является определяющим фактором для недооценки IPO в Китае. С реформой справедливости разделения и механизмом Книгоиздание

(bookbuilding), рынок КНР постепенно развивает как развитые рынки.

Выводы

Процесс ценообразования при IPO состоит из трех этапов. Три наиболее распространенных аномалии, присущих IPO — первоначальная недооценка, пониженная долгосрочная доходность и цикличность IPO. Существует две показателя для оценки эффективности ценообразования проведения IPO: первоначальной недооценки IPO и индекса изменения цены размещения.

Размещении IPO между странами имеются отличия в средней прибыльности в первый день торгов. Наибольшую доходность после размещения показывают рынки развивающихся стран, тогда как норма прибыли на фондовых рынках развитых стран значительно ниже. Рынки развитых стран имеют более низкую заниженную цену IPO, чем рынки развивающихся стран.

Хотя рынок IPO в России и в Китае почти в то же время начала, недооценка IPO российских компаний пока значительно ниже, чем 15%. Однако, недооценка IPO китайской компаний чаще всего значительно выше, чем 110%. Уровень недооценка IPO китайской компаний гораздо выше, чем развитые рынки и большинство развивающихся рынков. Существует общая тенденция снижения уровня недооценки IPO Китая. С реформой справедливости разделения и механизмом Книгоиздание (bookbuilding), рынок КНР постепенно развивает как развитые рынки.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В данной диссертации были рассмотрены наиболее популярные работы по тематике IPO. Проведенный в данном исследовании анализ позволяет говорить о следующих выводах и предложениях:

1) IPO — это первичное публичное размещение, когда компания впервые выпускает свои простые и привилегированные акции на бирже либо иным способом неограниченному кругу лиц. В российском и китайском законодательстве понятия IPO не существует, но большинство думают, что размещение облигаций исключается из этого процесса.

2) Основной целью проведения IPO является привлечение капитала для компании. Основные стадии IPO можно разделить на шесть этапов: подготовительный; формирование группы организаторов IPO; разработка проспекта эмиссии; Road Show; торговля акциями; завершение процедуры. На данный момент на рынке IPO основными отраслями являются здравоохранение и технологичные компании по количеству размещений.

3) Формирования фондового рынка Китая принято относить к 80-ым годам XX века. Китайский фондовый рынок не является свободно конвертируемым. Фондовая политика всегда влияет на развитие рынка IPO. Новый порядок после 2005 стимулировало развитие рынка IPO. В 2010 г. официально открыло раздел GEM на Шэньчжэньской фондовой бирже. Количество и объём IPO в Китае значительно выросли в этом году. В Китае лидирующими отраслями в проведении публичных размещений являются розничная торговля,

потребительская торговля и услуг сектора. Китай сохраняет высокие темпы экономического роста и станет наиболее привлекательным местом для проведения листинга и примет на себя роль мирового центра IPO.

4) В России IPO реализуются относительно свободно. Фондовый рынок России начал в середине 90-х гг. с приходом акционерной формы собственности. Российские компании привлекают капитал в ходе IPO не часто. Наибольшей популярностью среди российских компаний пользуются Лондонской биржи. Рынок капитала в Гонконге, вероятно, станет новым центром российских компаний при IPO. Лидирующими отраслями IPO являются металлургическая и горнодобывающая, нефтегазовая, а также сфера финансовых услуг и электроэнергетики. Поскольку увеличение цен на нефть и восстановление экономики России, рынок IPO до некоторой степени станет активным.

5) Три наиболее распространенных аномалии, присущих IPO — первоначальная недооценка, пониженная долгосрочная доходность и цикличность IPO. Размещении IPO между странами имеются отличия в средней прибыльности в первый день торгов. Наибольшую доходность после размещения показывают рынки развивающихся стран, тогда как норма прибыли на фондовых рынках развитых стран значительно ниже. Рынки развитых стран имеют более низкую заниженную цену IPO, чем рынки развивающихся стран.

6) Хотя рынок IPO в России и в Китае почти в то же время начался, недооценка IPO российских компаний пока значительно ниже, чем 15%. Однако,

недооценка IPO китайской компаний чаще всего значительно выше, чем 110%. Уровень недооценка IPO китайской компаний гораздо выше, чем развитые рынки и большинство развивающихся рынков. Существует общая тенденция снижения уровня недооценки IPO Китая.

В заключении еще раз подчеркнем актуальность исследования в условиях развития фондового рынка и роста объемов IPO в РФ и КНР и (или) других развивающихся странах. В связи с этим можно указать и перспективное направление дальнейших исследований, а именно анализ вышеперечисленных проблем в разрезе стран и регионов, сравнение IPO в различных странах с точки зрения их особенностей, а также исследование особенностей IPO на развивающихся рынках. Особенно интересным представляется исследование асимметрии информации при выпуске и метод ее устранения, распределение стоимости между старыми и новыми акционерами в различных системах корпоративного управления, структура собственности при выпуске.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативно-правовые акты

1. «О рынке ценных бумаг» : Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ. URL: http://www.consultant.ru/popular/cenbum/50_1.html
2. Китайский закон о ценной бумаге (2014 года) (中华人民共和国证券法), пункт № 10. URL: http://www.npc.gov.cn/npc/lfzt/rlyw/2015-04/23/content_1934291.htm
3. Китайский закон о компаниях (2016 года) (中华人民共和国公司法), пункт №5. URL: <http://www.12368susong.com/>

Книги

4. Алексеев А.Н. IPO: Общие принципы IPO в России // Вестник Академии. 2012. № 4 (22). С. 116-119.
5. Аминов Б.М. Анализ результатов IPO в России, Казахстане и Украине в 2010-2013 гг. // Экономические науки. 2015. № 125. С. 157-159.
6. Брюховецкая С.В. Дискуссионные вопросы определения понятия IPO // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2010. № 10. С. 58-65.
7. Варламова Т.П., Лямкина Ю.С. IPO российских компаний: проблемы и перспективы // Поволжский торгово-экономический журнал. 2014. № 2 (36). С. 74-89.
8. Герасимов В.Н. Экономическое содержание и особенности первого публичного размещения (IPO) // Микроэкономика. - 2010. - №2.-С. 140-143.-0,25 п.л.
9. Герасимов В.Н. Состояние и направления роста возможностей IPO в инвестиционном обеспечении инновационной деятельности // Бизнес в законе. - 2010. - №3 - С.294-297. - 0,48 п.л.
10. Игнатов И., Трифонова А., Бобров Д., Склярова Н. Как успешно разместить ценные бумаги на бирже : практическое руководство РТС // Издание РТС. С. 4.
11. Ковешникова А.А. Публичное размещение акций компании на рынке IPO в России // Экономика и предпринимательство. 2014. № 12-2 (53-2). С. 598-600.
12. Шарпу, Александер Г., Бэйли Д. Инвестиции. // М.: Инфра-М, 2001. – с. 448.
13. Ibbotson R. Price performance of common stock new issues // Journal of Financial Economics. 1975. № 2. P 235–272.
14. Asquith D., Jones J., Kieschnick R. Evidence on Price Stabilization and Underpricing in Early IPO Returns // Journal of Finance. 1998. № 53. P. 1759 - 1773.
15. Booth J., Chua L. Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing // Journal of Financial Economics. 1996. № 41(2). P. 291 - 310.
16. Чиркова Е., Как оценить бизнес по аналогии// Альпина Бизнес Букс, 2009 г. – с. 95.
17. Welch I., Ritter J. A review of IPO activity, pricing and allocations, Yale ICF Working Paper, № 02 – 11, February 8, 2002.

Статьи в журналах

18. Айрапетов Н.С. Особенности развития IPO в России// Институт Европы Российской академии наук, г. Москва. 2012
19. Носов С.Д. Перспективы развития рынка IPO в России // Современная конкуренция. 2013.

№ 3 (39). С. 100-105.

20. Главина С.Г. Проблемы развития рынка IPO стран БРИКС // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. 2013. № 8 (56). С. 28.
21. Жадан А.И. Асеева М.А. Исследование особенностей организации процесса IPO как инструмента привлечения инвестиций в России // European science. 2015. № 3 (4). С. 31-36.
22. Ильин, Е.А. IPO: Особенности рынков США, Европы и России // Научные труды Вольного экономического общества России. 2010. Т. 130. С. 93-110.
23. Кащенко Анна Сергеевна, Оценка эффективности проведения первичного публичного размещения акций российскими компаниями // Магистерская диссертация, Национальный исследовательский университет высшая школа экономики, Факультет экономики, 2014, С47.
24. Рубцов Б.Б., Напольнов А.В. Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития // Эффективное антикризисное управление. 2011. № 5. С. 60-69.
25. Смирнова И.Л. IPO как инструмент фондового рынка России // Вестник Академии. 2008. № 2. С. 59-60.
26. Фролова В.Б. Проблематика IPO как источника финансирования деятельности организации // Экономика. Бизнес. Банки. 2014. № 1 (6). С. 110-119.
27. Чугаева Л.С. Первичное размещение акций венчурных компаний в России как способ выхода из венчурного фонда // МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). 2012. № 11. С. 86-89.
28. Львутин П.П., Фетцер О.В. Первичные публичные размещения акций: обзор исследований // Корпоративные финансы. 2007. №1. С. 145-189.
29. Иващковская И.В., Харламов Л.С. Эффективность ценообразования российских IPO // Корпоративные финансы, №3 2007, С53-63.
30. Шевченко Д.А., Хомяков Д.П. Проблемы IPO на рынке ценных бумаг материкового Китая // Финансы и кредит. 2015. № 32. С. 39-47.
31. Кащенко Анна Сергеевна. Оценка эффективности проведения первичного публичного размещения акций российскими компаниями // Экономика. Бизнес. Банки. 2014.
32. Ван Чжэ. Новые характеристики IPO в Китае после финансового кризиса // Восточные корпоративные культуры, май 2010. 王哲.金融危机后我国新股发行呈现的新特点 // 东方企业文化, 2010年5月.
33. Ву Вэй. Исследование периодичности рынка IPO в Китае // Магистерская диссертация, Юго-Западный финансовый университет, марта 2013. 武伟. 中国IPO市场周期性研究 // 硕士学位论文, 西南财经大学, 2013年3月.
34. Лян Инлин. Исследование недооценки на рынке IPO в Китае // Кандидатская диссертация, Северо-Восточный финансовый университет, июня 2013. 梁颖琳. 中国股票市场IPO抑价研究 // 博士论文, 东北财经大学, 2013年6月.
35. Сао Чжэнь. 曹正. Механизм и недооценка IPO в Китае (1990-2008) // Магистерская диссертация, Фуданский университет, июня 2009. 中国股市IPO机制与IPO抑价 (1990年-2008年) // 硕士学位论文, 复旦大学, 2009年6月.
36. Вэнь Найпинь. 魏乃平. Эффективности ценообразования IPO в Китае // Магистерская диссертация, Шанхайский социальный научно-исследовательский институт, марта 2016. С27-28 我国股票市场IPO定价效率研究 // 硕士学位论文, 上海社会科学院, 2016年3月.
37. Лин Июанши, Сон Лицан. Сравнение стоимости акций на фондовом рынке и

экономического роста в странах БРИК// Современный аудит и экономика, 2007. 金岩石, 宋励强. 金砖四国股市与经济成长比较//现代审计与经济, 2007 年.

38. Лю хань, Лю Цзинцюань, Вви Юнлянь. Анализ характеристики, актуальности и причины волатильности фондового рынка в странах БРИК// Коммерческие исследования, сентября 2015. 刘汉, 刘金全, 王永莲. 金砖四国股市波动特征、关联性及其成因分析//商业研究, 2015 年 9 月

Статистические сборники и отчеты

39. Герасимов В.Н. Инвестиционное обеспечение развития инновационно активных компаний через механизм первичных размещений акций (IPO) // диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Российская академия государственной службы при Президенте Российской Федерации. Москва, 2011
40. Демичева М.А., Мигел А.А. Российский рынок IPO в 2014г.: препятствия и возможности // В сборнике: Направления социально-экономического развития региональной экономики под редакцией А.А. Мигел, Е.Л. Александрова. Калуга, 2015. С. 45-50.
41. Караулова Е.В. IPO в России. Внедрение стоимостного подхода к управлению как первый этап подготовки к IPO // Альманах современной науки и образования. 2012. № 10. С. 94-99.
42. Шаховская Л.С., Сулейманова К.Р. Основные факторы, влияющие на IPO // В сборнике: Экономика, управление, инновации: теория, методология и концепция модернизации материалы Международной научно-практической конференции. АНО содействия развитию современной отечественной науки Издательский дом «Научное обозрение». Москва, 2013. С. 119-126.
43. Ernst & Young, Глобальные тенденции на рынке IPO в первом квартале 2016 года (EY Global IPO Trends: 2016 Q). URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Global_IPO_Trends_2016_1Q/\\$FILE/EY-Global-IPO-Trends-2016-Q1.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Global_IPO_Trends_2016_1Q/$FILE/EY-Global-IPO-Trends-2016-Q1.pdf)
44. Ernst & Young, Глобальные тенденции на рынке IPO в первом квартале 2017 года (EY Global IPO Trends: 2017 1Q), URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-trends-q1-2017/\\$FILE/ey-global-ipo-trends-q1-2017.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-trends-q1-2017/$FILE/ey-global-ipo-trends-q1-2017.pdf)
45. PriceWaterhouseCoopers, Большой Китай IPO (Greater China IPO watch 2016). URL: <http://www.pwccn.com/en/ipo/greater-china-ipo-watch-2016/greater-china-ipo-watch-2016.pdf>
46. PriceWaterhouseCoopers, Обновление рынков IPO Китая и Гонконга, июнь 2016 г. (China and Hong Kong IPO markets update, june 2016). URL: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/2016-half-year-market-update-en.pdf>
47. PriceWaterhouseCoopers, Обзор IPO российских компаний за 2005 - 2014 гг.. URL: <http://www.pwc.ru/ru/capital-markets/russian-ipo.html>
48. PriceWaterhouseCoopers, Рынки капитала 2025: Будущее фондового рынка, 2014. URL: <http://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/capital-markets-2025.html>
49. PriceWaterhouseCoopers, Российские компании после IPO: Сравнительный анализ котировок и ликвидности, по состоянию на 30 июня 2016 г. URL: http://www.pwc.ru/ru/new-site-content/pdf/Equity_analysisf_landscape_Rus_2016.pdf
50. Deloitte & Touche Tohmatsu. Hong Kong and Chinese Mainland 2014 Review and 2015 outlook. URL:

<http://www2.deloitte.com/cn/en/pages/audit/articles/hk-mainland-ipo-markets-2014-review-outlook.html>.

51. Statistical Report CSDC - China Securities Depository and Clearing Corporation Limited. – 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015 – pp. 33-34.
52. Monthly report CSDC - China Securities Depository and Clearing Corporation Limited. –2015, 2016 – pp.9-16.
53. Индекс глобальных финансовых центров (Global Financial Centres Index). GFCI-17, URL: http://www.longfinance.net/images/GFCI17_23March2015.pdf ;
54. Индекс глобальных финансовых центров (Global Financial Centres Index). GFCI-20, URL: http://www.longfinance.net/images/gfci/20/GFCI20_26Sep2016.pdf
55. Отчет финансового развития в КНР // Издательство социальных наук, Пекин, №2, 2015. 中国金融发展报告。社会科学文献出版社, 北京, №2, 2015. (China:Banking and Financial Market Development, №2, 2015. – Social Sciences Academic Press, China).

Интернет-ресурсы и электронные базы данных

56. Лондонская фондовая биржа. URL: <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>
57. Московская межбанковская валютная биржа. URL: <http://www.micex.ru/markets/stock/emitents/guide>
58. Затраты на IPO. URL: http://iteam.ru/publications/corporation/section_98/article_3228
59. Крупнейшие компании России по капитализации (в млрд. долларов) на 1 января 2016г. URL: <http://global-finances.ru/krupneyshie-kompanii-rossii-2016/>
60. Крупнейших ИТ-компаний в списке «Fortune 500» 2016 года, 23 июня 2016 г. URL: <https://www.crn.ru/news/detail.php?ID=111275>
61. Российский рынок IPO: Механизмы ценообразования. URL: <http://www.bibliofond.ru/view.aspx?id=136011>
62. Информационная газета «Коммерсантъ.Ru». URL: <http://www.kommersant.ru/>
63. Википедия, Русал. URL: <https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%A0%D1%83%D1%81%D0%B0%D0%BB>
64. Мировой рынок IPO, URL: <http://utmagazine.ru/posts/2047-mirovoy-rynok-ipo.html>
65. Список «Fortune 500» 2016 года. URL: <http://www.askci.com/news/finance/20160614/11341328825.shtml>