DOI: 10.17117/na.2017.01.01.064

<http://ucom.ru/doc/na.2017.01.01.064.pdf>

Поступила (Received): 29.01.2017

Бутяева Ю.А.

IPO российских компаний на российских и западных фондовых биржах: сложившийся опыт и перспективы

Butyaeva Yu.A.

Russian IPO on Russian and foreign stock exchanges: the established experience and perspectives

Статья посвящена теме целесообразности и эффективности IPO для российских компаний. В практике российского рынка IPO до сих пор наблюдается выход на фондовый рынок только крупнейших компаний страны, тогда как в развитых странах через IPO успешно проходят и небольшие фирмы. Пример развитых стран свидетельствует о том, что рынок IPO, являясь ключевым инструментом финансирования компаний, необходимо развивать для эффективного роста бизнеса

Ключевые слова: IPO, первичное публичное размещение акций, рынок ценных бумаг

Бутяева Юлия Андреевна

Магистрант

Новосибирский государственный университет экономики и управления

г. Новосибирск, ул. Каменская, 52/1

This article is addressed to the expedience and effectiveness IPO, particularly for Russian companies. As practice of Russian IPO market shows, there is the tendency only for the major companies to enter the market, while in mature economies also small business float on the IPO market. The Western European countries and the USA example proves that the IPO market being the essential financial facility for companies needs to be widen and developed for the effective business growth

Key words: IPO, initial public offering, securities market

Butyaeva Yulia Andreevna

Master

Novosibirsk state university of economics and management

Novosibirsk, Kamenskaya st., 52/1

«Наша компания – российская, и мы считаем, что бумаги компании должны торговаться на российских биржах. Конечно же, на Лондонской или Нью-Йоркской биржах объем доступных для эмитента средств гораздо выше. Но такие ресурсы нужны для крупных корпораций. Объем размещения нашей компании относительно небольшой, ликвидности российских площадок для него абсолютно достаточно»
Дмитрий Дангауэр, генеральный директор ГК «Русское море»

На сегодняшний день более 100 российских компаний провели IPO, что позволяет изучать формирующийся национальный опыт. В статье рассмотрены мотивы размещения акций на иностранных фондовых биржах российскими

эмитентами: сформулированы причины размещения акций за рубежом и проанализированы результаты. В результате проведенного исследования выявлено, что IPO российских эмитентов, проходящие на фондовых биржах США и Великобритании в среднем более успешны, чем при выпуске акций на российских площадках.

Цель данной статьи – проанализировать IPO, проведенные российскими компаниями на иностранных фондовых биржах и определить их эффективность.

Предпосылки выхода на иностранный фондовый рынок

Российский рынок IPO считается совсем молодым, так как первая российская компания вышла на фондовый рынок с помощью первичного размещения акций всего 20 лет назад – в октябре 1996 года компания «Вымпелком» разместила свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже, сумев привлечь \$111 млн. На российской же бирже IPO было проведено только спустя 8 лет – в 2002 году компанией «РБК».

С 2000 года российскими компаниями было проведено более 100 IPO, более половины из них проводилось на иностранных фондовых биржах. При выборе площадки перед компанией встает вопрос: нужно ли выходить на международный рынок капитала, или ограничиться локальным? Выбор международной площадки удорожает и усложняет IPO, но имеет неоспоримые выгоды. Размещая акции в форме депозитарных расписок за рубежом, российские эмитенты, как правило, преследуют одновременно несколько целей:

- Привлечение более широкого круга инвесторов, возможность аккумулировать инвестиции в больших объемах, чем на национальном рынке; Компании зачастую выходят на международный рынок, когда локальный рынок слишком мал для привлечения необходимого объема средств;

- Создание «валюты» для проведения международных слияний и поглощений;

- Приобретение компанией статуса публичной, улучшение имиджа среди национальных инвесторов;

- Возможность для компании выйти на рынок, где занимаемая им отрасль более развита.

На наш взгляд, несмотря на очевидные преимущества международного размещения, для небольших и развивающихся российских компаний IPO на иностранной площадке остается труднодоступным из-за высокой стоимости и жестким требованиям к раскрытию отчетности. В России, в отличие от стран Западной Европы и США пока не развита практика выхода на фондовый рынок небольших компаний.

Выбор российских эмитентов

Несомненно, выбор площадки для размещения акций является одним из важнейших этапов при подготовке к IPO. В настоящее время на мировом рынке капитала лидирующие позиции по капитализации занимают Нью-Йоркская

(NYSE), Токийская, Лондонская (LSE) фондовые биржи, биржа Euronext и американская электронная биржа NASDAQ.

Наибольшей популярностью среди российских эмитентов пользуются фондовые биржи Великобритании – с 2000 года 36 российских компаний провели IPO на Лондонской фондовой бирже (LSE) и на Альтернативном инвестиционном рынке при ней (LSE's AIM). Эта цифра не учитывает практику двойного размещения, когда компании одновременно выпускают акции на биржах разных стран. С 2000 года 16 российских компаний осуществили двойное размещение акций в ходе IPO, и все из них предпочли британские площадки для листинга. Второе по популярности среди российских эмитентов место занимают площадки США – за период с 2000 года было проведено 8 IPO с размещением АДР на NYSE и NASDAQ (Таблица 1).

Таблица 1. Сводная таблица по количеству IPO, проведенных российскими компаниями, 2000-2016 гг.

Год	Россия	Великобритания	США	Германия	Гонг Конг	Двойное размещение	Общий итог
2000			1				1
2002	1	1	1				3
2003	1	2					3
2004	3						3
2005	3	8					11
2006	6	9	1	1		4	21
2007	11	4				10	26
2008	1	1					2
2009	1	1					2
2010	5	2			1		8
2011	1	3	1			2	7
2012	1	3	1				5
2013	2	1	2				5
2014		1					1
2015	4						4
2016	2		1				3
Общий итог	42	36	8	1	1	16	105

Преимуществом Лондонских площадок по сравнению с биржами США – более низкие расходы на организацию выпуска (совокупный объем расходов на прохождение листинга в Великобритании составляют 3-4% от объема привлеченных средств, в то время как в США эта цифра составляет 6-7%). В 2007 году, который стал для России пиком по количеству проведенных IPO, российские компании фактически стали фаворитами на LSE – на основной площадке LSE около 60% средств, привлеченных в ходе IPO, приходились на российские компании [6].

Альтернативой Лондонской фондовой биржи для российских инвесторов в Великобритании является площадка LSE's AIM – рынок, созданный

специально для малых и развивающихся компаний (рыночная капитализация листингуемых компаний составляет, как правило от 2 до 100 тыс. долл США). Критерии допуска на AIM менее жесткие по сравнению с требованиями к компаниям, включенным в список компаний, чьи акции обращаются на Лондонской фондовой бирже [5].

Нью-Йоркская фондовая биржа является крупнейшей международной площадкой для проведения IPO, но условиями листинга являются довольно жесткие условия раскрытия информации, финансовой отчетности и корпоративного управления компании. Эти требования, наряду с дороговизной размещения акций, затрудняет российским компаниям вход на NYSE.

Феномен недооценки акций: анализ российской практики

Первичное размещение акций на фондовых биржах развитых стран требует от российских эмитентов больших затрат и более детального раскрытия информации о компании. Являются ли проведенные IPO российских компаний за рубежом более эффективными с точки зрения цены размещения и объема выпущенных средств? Западные исследователи ценообразования IPO выделяют несколько характерных особенностей IPO, одним из которых является первоначальная недооценка акций (IPO Underpricing). Суть недооценки заключается в том, что курс размещения несколько ниже курса закрытия первого дня торгов: например, в США по расчетам исследователей на протяжении почти всего 20 века отмеченная разница курсов составляла около 15%. Средняя недооценка акций американских эмитентов по итогам IPO с 2000 по 2015 год составила 13,9% [1]. Величина недооценки характеризует эффективность размещения акций и степень заинтересованности в акциях среди инвесторов.

Как правило, для недооценки акций при размещении есть объективные причины. В ходе изучения данного феномена теоретическая наука выдвинула ряд гипотез, в основе которых лежит информационная составляющая отношений между субъектами рынка. При объяснении этого феномена наибольшей популярностью пользуются теории, в которых первоначальная недооценка рассматривается как следствие асимметрии информации. Интерес представляет и тот факт, что неполная информация носит двоякий характер: инвесторы лучше осведомлены о спросе на акции эмитента, в то время как сам эмитент обладает большей информацией о деятельности своей компании. Другими словами, во время размещения акций эмитент не обладает полной информацией о том, сколько рынок готов заплатить за его акцию.

Проведя соответствующий анализ, нами был сделан вывод о наличии феномена недооценки и на российском рынке IPO, хотя средние значения значительно ниже чем 15%, характерные для американских компаний. Результаты проведенного анализа приведены в таблице 2 по всей выборке и в разрезе стран, в которых проводились IPO. Средняя недооценка акций, размещаемых в ходе IPO на биржах США и Великобритании немного выше, чем средние значения IPO на российском рынке. Однако, в данном случае более корректно сравнивать выборки по медианам, так как они очень неоднородны. Медианные значения недооценки российских акций в ходе IPO на зарубежных биржах также

превышают значение российских площадок. Тем не менее, средняя первоначальная доходность на американском рынке, составляющая 15%, сопоставима с доходностью инвесторов на российских биржах, так как при IPO важен скорее сам факт наличия положительной первоначальной прибыли, чем ее размеры.

Таблица 2. Анализ первоначальной недооценки акций в ходе проведения IPO российскими компаниями, 2000-2016 гг.

Страна	Количество IPO	Недооценка, %			
		Средняя	Медиана	Min	Max
Россия	43	5,05%	2,75%	-14,22%	33,33%
Великобритания	33	5,14%	3,44%	-8,11%	25,93%
Великобритания/Россия	16	9,04%	3,79%	0,52%	36,00%
США	8	6,27%	5,68%	0,00%	15,79%
Германия	1	0,16%	0,16%	0,16%	0,16%
Гонг Конг	1	1,42%	1,42%	1,42%	1,42%
Вся выборка	102	5,37%	2,99%	-14,22%	36,00%

Таким образом, более высокая недооценка акций при двойном листинге свидетельствует о том, что в первый день торгов на бирже они приобретают большой спрос. В связи с этим, компаниям важно соблюдать одновременное начало торгов на нескольких биржах после окончания размещения: зачастую бывает, что акции торгуются на бирже в одной стране, в то время как потенциальные инвесторы теряют интерес в ожидании начала торгов на другой бирже.

Следующим показателем, характеризующим эффективность проведения IPO российскими компаниями, является объем привлеченных средств. На рисунке 1 приведен объем средств, которые российские компании привлекли в ходе IPO с 2000 по 2016 гг.

Рис. 1. Объем привлеченных российскими компаниями средств в ходе IPO (2000-2016 гг.), млн. долл.

Несмотря на то, что в абсолютном выражении число IPO, проведенных на российских площадках составляет чуть менее половины от общего количества (без учета практики двойного размещения на лондонской и российской биржах), в стоимостном выражении это составляет всего 24% от всех привлеченных средств. Размещая акции на иностранном рынке, компании стремятся одновременно привлечь как можно большую сумму средств, и повысить престиж компании, представая перед отечественными инвесторами в выгодном свете. Исходя из уже сложившейся практики российского рынка IPO, сделан вывод о том, что выбор площадки для размещения является важной составляющей успешного размещения.

Таким образом, доказывается целесообразность размещения российскими компаниями акций на зарубежных фондовых биржах: это подогревает интерес со стороны отечественных инвесторов, делает компанию более доступной для потенциальных иностранных инвесторов и позволяет привлекать большие суммы средств на более развитых фондовых рынках.

Заключение

Резюмируя вышесказанное можно отметить, что IPO – процесс, который позволяет привлечь капитал, а также приобрести репутацию для привлечения заемного капитала в следствие преобразования компании из частной в публичную. В ходе проведения исследования нами были сделаны следующие выводы:

1) Международное IPO имеет ряд преимуществ по сравнению с локальными размещениями: возможность увеличить объем поступлений от размещения, объективная оценка бизнеса, повышение репутации. Однако, требования, предъявляемые к листингующимся на западных биржах компаниям, гораздо более жесткие с точки зрения раскрытия финансовой и управленческой информации – на российском рынке все еще очень немного компаний, которые могут соответствовать таким требованиям.

2) В российской практике не распространен выход на фондовую биржу небольших, развивающихся компаний: в отличие от западных компаний, в России компании проходят через IPO уже в «зрелом возрасте».

3) Российский рынок IPO подтверждает наличие феномена недооценки так же, как и многие другие страны мира: как развитые, так и развивающиеся. При этом, несмотря на небольшое количество проведенных российскими компаниями IPO, на данный момент уже сформировалась особенность российского рынка: в среднем, значение недооценки акций российских компаний сильно уступает значениям недооценки в развитых странах. Так, средняя недооценка акций американских эмитентов по итогам IPO с 2000 по 2015 год составила 13,9%, в то время как в России эта цифра составила 5,37%.

4) В ходе российских IPO нередко компании прибегают к двойному листингу – одновременному выпуску акций на двух биржах (традиционно: на российской бирже и на LSE). На наш взгляд, компаниям важно соблюдать одновременное начало торгов на нескольких биржах после окончания размещения: зачастую бывает, что акции торгуются на бирже в одной стране, в то время как потенциальные инвесторы теряют интерес в ожидании начала торгов на другой бирже.

Список используемых источников:

1. Ritter, J.R, 2003, *Differences between European and American IPO Markets*, *European Financial Management* 9(4), pp.421–434.
2. Волошко В.В. Анализ эффективности первичных размещений акций на российском фондовом рынке // *Международный журнал прикладных и фундаментальных исследований*. 2015. № 8-3. С. 511-515.
3. Геддес Р. IPO и последующие размещения акций. М.: Олимп-Бизнес, 2007.
4. Ивашковская И.В., Харламов В.С., Эффективность ценообразования российских IPO // *Корпоративные финансы*. №3, 2007, с. 53– 63.
5. Рубцов Б.Б., Напольнов А.В., Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития // *Эффективное антикризисное управление*. №5 (68), 2012.
6. Фридман Ю. А. IPO-дромы для российских фармацевтических компаний / Ю. А. Фридман, Г. Н. Речко, Н. А. Оськина // *Вестник Кузбасского государственного технического университета*. 2008. № 2. С.109–115.
7. Информационно-аналитический портал PREQVECA. URL: <http://www.preqveca.ru>

© 2017, Бутяева Ю.А.

IPO российских компаний на российских и западных фондовых биржах: сложившийся опыт и перспективы

© 2017, Butyaeva Yu.A.

Russian IPO on Russian and foreign stock exchanges: the established experience and perspectives