**Национальный исследовательский университет**

**Высшая школа экономики**

**Факультет экономики**

**Магистерская программа**

**«Фондовый рынок и инвестиции»**

**Направление "Финансы и кредит"**

**Кафедра фондового рынка и рынка инвестиций**

МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

***на тему: «Оценка эффективности проведения первичного публичного размещения акций российскими компаниями»***

Выполнила

студентка группы № 71ФРИН

Кащенюк Анна Сергеевна

Научный руководитель

профессор, д.э.н. Берзон Николай Иосифович

**Москва 2014**

Оглавление

**ВВЕДЕНИЕ3**

**ГЛАВА I. ПЕРВИЧНОЕ ПУБЛИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ (IPO) В ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ, ОСНОВНЫЕ ИССЛЕДУЕМЫЕ АНОМАЛИИ И ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ЕГО ПРОВЕДЕНИЯ НА РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ 6**

1.1 Initial public offerings (первичные публичные размещения) в финансовой деятельности компаний: определение и ключевые особенности.6

1.2. Анализ проведенных исследований относительно специфических проблем, присущих IPO, и оценке эффективности его проведения на развитых и развивающихся рынках 13

*1.2.1. Первоначальная недооценка IPO (underpricing)14*

*1.2.2. Пониженная долгосрочная доходность IPO (long-run underperformance)21*

*1.2.3. Цикличность IPO (hot issue markets)25*

**ГЛАВА II. ОПИСАНИЕ МЕТОДОЛОГИИ ИССЛЕДОВАНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРОВЕДЕНИЯ IPO РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ29**

2.1. Выдвигаемые гипотезы для оценки краткосрочной эффективности проведения IPO российскими компаниями, использование регрессионного и графического анализов 29

2.2. Формирование гипотез для оценки среднесрочной эффективности и эмиссионной активности IPO российских компаний, использование графического и событийного анализов 33

2.3. Построение гипотез для оценки долгосрочной эффективности осуществления IPO российскими компаниями, использование графического и событийного анализов35

2.4. Особенности российского рынка IPO 37

**ГЛАВА III. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРОВЕДЕНИЯ IPO РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ 40**

3.1. Результаты исследование краткосрочной эффективности проведения IPO российскими компаниями………………………………………………………………………………………… 40

3.2. Оценка среднесрочной эффективности и эмиссионной активности IPO российских компаний ..58

3.3. Результаты исследования долгосрочной эффективности осуществления IPO российскими компаниями…………………………………………………………………………………………....64

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**68

**СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ИСТОЧНИКОВ**71

**ПРИЛОЖЕНИЯ**76

**ВВЕДЕНИЕ**

Принимая во внимание тот факт, что основной целью любой компании является увеличение ее стоимости в интересах акционеров, а, как известно, это требует немалых денежных средств, в настоящее время первичные публичные размещения акций (IPO) представляют собой один из надежнейших и зарекомендовавших себя с положительной точки зрения способов увеличения финансовых возможностей компаний, а также выступают одним из ключевых вопросов в области финансов. В связи с бурным развитием экономик развивающихся стран и формированием их фондовых рынков наблюдается тенденция к росту числа фирм, прибегающих к данному источнику финансирования, что свидетельствует о целесообразности исследований в данной области как с теоретической, так и с практической точек зрения. Более того, актуальность данного вопроса обосновывается ещё и тем, что процессу IPO присущ ряд специфических проблем, которые весьма затруднительно объяснить с помощью базовой экономической теории.

Но, не смотря на все выше перечисленное, аналитические обзоры иллюстрируют тот факт, что проблематика IPO, и вытекающая из ее анализа оценка эффективности его проведения не была проанализирована и объяснена в полной мере. Некоторые исследования были сделаны, но в основном для зарубежных и развитых стран. Таким образом, данная работа является актуальной не только в связи с тем, что полученные в ней результаты могут дать ценные ответы на вопросы, касающиеся проблематики IPO и оценки эффективности его проведения российскими компаниями, но и потому, что в ней будут раскрыты факторы, объясняющие существование феноменов IPO именно на российском фондовом рынке, что весьма значимо для инвесторов, ведь в настоящее время имеет место быть тенденция возобновления подготовки эмиссии акций российскими компаниями.

Цель данной магистерской диссертации – оценка эффективности проведения IPO российскими компаниями. Исходя из этого, были поставлены следующие задачи:

* + - * Анализ ранее проведенных исследований относительно специфических проблем, присущих IPO, и оценке эффективности его проведения на развитых и развивающихся рынках;
* Поиск информации о первичных публичных размещениях, проведенных российскими компаниями с 2005 по 2013 гг.;
* Классификация данных размещений на следующие подвыборки: по периодам относительно мирового финансового кризиса и отраслям;
* Анализ феноменов, свойственных IPO в краткосрочном, среднесрочном и долгосрочном периодах для выборки в целом и отдельных подвыборок с использованием эконометрического, графического и событийного подходов;
* Оценка эффективности проведения IPO российскими компаниями и возможные рекомендации по ее увеличению.

Ценность данной работы заключается в анализе проблем, характерных российскому фондовому рынку и играющих важную роль, как для теории, так и для практики. Результаты, полученные в ходе проведения данного исследования, могут быть полезны как для будущих научных работ, так и служить объяснением принимаемых менеджерами решений, касающихся финансовой политики компаний. Кроме того, анализ IPO представляет ценность для целого ряда профессиональных групп: эмитентам относительно лучшего момента для первичного публичного размещения акций; инвесторам - при решениях о диверсификации портфеля; специалистам в области регулирования рынка ценных бумаг – о возможностях государственного влияния на проблематику IPO.

Данная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка используемых источников и приложений. Первая глава посвящена рассмотрению ключевых особенностей первичного публичного размещения акций и ранее проведенных исследований относительно проблематики, характерной данному процессу, а также оценке эффективности его осуществления. Вторая глава – это описание методологии исследования эффективности проведения IPO российскими компаниями. А третья глава -

это проведение анализа специфических проблем, присущих IPO российских компаний, а также оценка эффективности данного способа наращивания финансовых возможностей компаний.

**ОСНОВНАЯ ЧАСТЬ**

**ГЛАВА I. ПЕРВИЧНОЕ ПУБЛИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ (IPO) В ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ, ОСНОВНЫЕ ИССЛЕДУЕМЫЕ АНОМАЛИИ И ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ЕГО ПРОВЕДЕНИЯ НА РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ**

Данная глава посвящена анализу основных исследуемых аномалий и эффективности проведения первичных публичных размещений акций (IPO), а именно, детальному рассмотрению данного способа увеличения финансовых возможностей компаний. В ней будет дано определение выше упомянутого источника привлечения денежных средств фирмами, а также перечислены его основные особенности (стороны сделки и их интересы при проведении IPO, причины, преимущества и недостатки IPO, сам процесс размещения); будут проанализированы уже реализованные исследования по данной тематике, в частности, как способы их осуществления, так и полученные результаты. Все это, непосредственно, и поможет перейти к ключевым вопросам данной магистерской диссертации, то есть оценить эффективность проведения первичных публичных размещений акций среди российских компаний с точки зрения как ценообразования, так и доходности.

* 1. ***Initial public offerings (первичные публичные размещения) в финансовой деятельности компаний: определение и ключевые особенности***

Основная цель любой компании – это увеличение ее стоимости в интересах акционеров (повышение доли на рынке, рост клиентской базы, наращивание производственных мощностей). Как известно, все упомянутое выше требует немалых денежных средств. В свою очередь, выход на публичные рынки капитала представляет собой переход на совершенно новый уровень развития для компании. Такой шаг для фирмы открывает не только широкие возможности фондового рынка, но и способствует решению целого ряда специфических задач. Именно поэтому в настоящее время первичные публичные размещения акций (IPO) представляют собой один из надежнейших и зарекомендовавших себя с положительной точки зрения способов увеличения финансовых возможностей компаний, а, значит, позволяющих фирмам воплощать в жизнь намеченные ими инвестиционные проекты (Бархатов, 2010).

Что же представляет собой IPO? В чем суть данного способа привлечения денежных средств? Смысл термина «первичное публичное размещение акций» (IPO) в полной мере соотносится с его названием: это «первичное публичное предложение акций компании и их листинг на фондовой бирже»[[1]](#footnote-1). В качестве участников, занимающихся привлечением денежных средств, могут выступать как частные инвесторы и крупные компании, так и венчурные фирмы и даже правительство. Однако важно отметить, что кто бы ни осуществлял действия по увеличению своих финансовых возможностей, процесс выпуска новых ценных бумаг всегда сложен, а также требует немалых затрат и со стороны менеджмента компании относительно необходимого времени, и с финансовой точки зрения. Данные усилия важны для того, чтобы осуществить размещение именно по той цене, которая удовлетворит одновременно и продавцов, и покупателей.

В процессе IPO выделяются три основные заинтересованные стороны – продавец, компания и инвесторы, каждая из которых преследует собственные цели, которые, несомненно, взаимосвязаны. Остановимся несколько подробнее на них. В качестве ключевых целей, стоящих перед *компанией*, как одним из участников IPO, целесообразно выделить следующие:

* максимизация доходов;
* удовлетворение интересов инвесторов за счет роста курсовой стоимости принадлежащих им акций;
* расширение сферы деятельности;
* облегчение будущего финансирования;
* увеличение деловой репутации компании за счет успешного проведения IPO.

Однако имеется ряд ситуаций, в результате которых компания не может выступать в качестве продавца акций: при продаже акций учредителями компании или сторонними инвесторами; при наличии венчурного капитала; при выкупе акций за счет заемных средств; при продаже дочерних компаний материнскими и при приватизации. В таком случае, продавец и компания являются двумя разными участниками процесса IPO.

*Продавец,* как другая сторона сделки, ставит перед собой следующие цели:

* максимизация доходов;
* максимизация стоимости оставшихся активов;
* проведение успешного IPO.

И, наконец, последняя заинтересованная сторона IPO-это *инвесторы*, которые стремятся к:

* максимизации доходности акций и их цен, как в долгосрочной, так и в краткосрочной перспективе;
* расширению и диверсификации инвестиционного портфеля;
* приобретению акций привлекательных компаний.

Таким образом, несложно заметить, что интересы перечисленных сторон, в первую очередь, совпадают в том, что касается достижения максимальной цены акции на вторичном рынке, что, в свою очередь, тесно связано с успешными результатами деятельности компании, удовлетворяющей всех сторон сделки ценой IPO и высокой ликвидностью акций на вторичных торгах (за счет количества акций в выпуске и числа рынков, на которых они обращаются). Что касается остальных целей сторон, то они являются дополняющими друг друга, но никак не идентичными, а роль инвестиционного банка как раз и состоит в том, чтобы гарантировать соблюдение баланса интересов всех трех сторон.

Теперь, рассмотрев первичные публичные размещения акций в общих чертах, целесообразно проанализировать почему же компании решают проводить IPO. Выделяют две основные причины:

1. увеличение собственного капитала компании;
2. привлечение средств для существующих акционеров, включая венчурных инвесторов и правительство.

Фирмы привлекают капитал посредством выпуска новых акций с целью улучшения финансового состояния своего бизнеса. Это связано с существенными преимуществами акций перед банковскими ссудами и другими формами заемного капитала: отсутствие необходимости в возврате привлеченных средств, а также в обязательных платежах в виде дивидендов, ведь их выплата производится только по решению совета директоров. Обобщая, важно отметить, что компании прибегают к IPO по первой причине для того, чтобы привлечь денежные средства для расширения своей деятельности и для снижения долговой нагрузки компании.

Что касается второй причины, по которой компании стремятся проводить IPO, то в данном случае существует масса примеров, среди них целесообразно выделить в рамках данной магистерской диссертации краткосрочный горизонт инвестирования с целью повышения имеющейся доходности ценных бумаг и диверсификацию инвестиционного портфеля ради увеличения прибыли или сокращения риска.

Как и любой способ привлечения денежных средств, первичное публичное размещение акций имеет ряд преимуществ и недостатков. К преимуществам, возникающим при проведении IPO, относятся следующие:

1. *Крупное разовое поступление капитала* (возможность привлечения значительных денежных средств, которые не являются лимитированными по времени их использования);
2. *Ликвидность и рост курса акций* (компании, прошедшие листинг на фондовой бирже стоят дороже, нежели их конкуренты, не имеющие листинга, так как информация, содержащаяся в проспекте IPO, и последующие ежегодные отчеты снижают неопределенность относительно результатов деятельности компании, а, значит, увеличивают ее стоимость; при выпуске акций наблюдается рост ликвидности по сравнению с аналогичными компаниями, не проводящими IPO);
3. *Улучшение имиджа и поднятие престижа* (большая прозрачность и открытость компании на фондовой бирже способствуют улучшению ее имиджа, а также наличие листинга позволяет привлекать более квалифицированные человеческие ресурсы, в связи с тем, что работа в такого рода организациях считается более привлекательной и престижной);
4. *Мотивация для менеджмента и работников* (внедрение вознаграждений в виде опционов на акции и премий в виде акций для привлечения и удержания высококвалифицированных сотрудников);
5. *Доступ к альтернативным источникам капитала* (компании, акции которых котируются на бирже, зачастую имеют более выгодные условия в будущем по привлечению дополнительных источников капитала, например, низкие проценты и простота в получении, по сравнению с частными компаниями такого же размера);
6. *Побочные выгоды* (четкая формулировка бизнес-стратегии при составлении проспекта IPO способствует дальнейшим деловым успехам компании; улучшение управленческой и финансовой структуры организации при подготовке к процессу выпуска акций).

Не смотря на столь обширный набор преимуществ, IPO свойственны определенные недостатки. К их числу относятся:

1. *Большая открытость* (увеличение числа лиц, имеющих доступ к финансовым отчетам компании, может оказать негативное влияние на интересы существующих владельцев и менеджеров);
2. *Высокие затраты на IPO* (процесс выпуска новых акций требует значительных издержек, как первоначальных в виде комиссионных инвестиционным банкам и оплаты услуг адвокатов и бухгалтеров, так и дополнительных в виде расходов на рекламу и прочее);
3. *Разделение собственности и управления* (менеджеры действуют от имени и в интересах акционеров, контроль за соблюдением данных правил осуществляет совет директоров, то есть он накладывает определенного рода ограничения на деятельность управленцев);
4. *Возможная потеря контроля над компанией* (переход контроля с течением времени к широким массам акционеров);
5. *Зацикленность на краткосрочных результатах* (выбор стратегии, поддерживающей курс акций в краткосрочной перспективе, упуская из вида долгосрочные стратегии компании);
6. *Необходимость оправдания ожиданий инвесторов* (проведение собраний для обсуждения стратегий, результатов и перспектив деятельности компании с нынешними акционерами).

Подводя некоторый итог, хотелось бы отметить, что преимущества, возникающие при проведении IPO, превалируют над недостатками. Однако важно иметь ввиду и характерные данному процессу слабые стороны, так как при определенных обстоятельствах они могут быть весьма значительными.

Немаловажно подчеркнуть, что компания готова к первичному публичному размещению только в том случае, если ей свойственна значительная инвестиционная репутация. Инвестиционное позиционирование включает в себя множество факторов, главные из которых таковы:

* квалификация управленческого персонала;
* финансовая история;
* положение в отрасли, основные конкуренты;
* перспективы отрасли;
* оценка стоимости компании.

Чем выше квалификация управленческого персонала, чем успешнее результаты финансовой деятельности компании (рост денежных потоков и прибыли) за предыдущие периоды и чем влиятельнее положение компании в отрасли, тем значительнее инвестиционная репутация компании, а, следовательно, она лучше готова к первичному публичному размещению акций.

Процесс эмиссии акций состоит из пяти основных стадий. Данные стадии следуют в определенной последовательности. Эти пять стадий следующие:

1. *Корпоративные действия.* На данной стадии директоры и акционеры компании определяются с корпоративной структурой и юрисдикцией компании, графиком размещения акций, формируют совет директоров и участие тех или иных сотрудников компании в размещении, а также получают соглашения акционеров на мораторий и продажу акций.
2. *Структура размещения.* Этот этап эмиссии акций подразумевает выбор фондовой биржи для листинга и площадки для продажи выпускаемых акций. Это могут быть как локальные, так и международные размещения, все зависит от целей компаний и их приоритетов.
3. *Регулирующие органы и документация.* Данная стадия включает в себя подготовку необходимой документации, как для потенциальных инвесторов, так и для регулирующих органов.
4. *Маркетинг.* Этот этап состоит из трех составляющих:

a) премаркетинга (разработка инвестиционного позиционирования, подготовка рынка и менеджмента компании);

б)маркетинга(определение диапазона цены размещения, публикация предварительного проспекта эмиссии, подготовка участников сделки по продаже акций, встречи с менеджментом и инвесторами, сбор информации о рынке и формирование книги заявок);

в)определения цены и аллокация акций (установление цены, аллокация акций и их стабилизация).

1. *Вторичное обращение после проведения IPO.* Насколько успешно торгуются акции после их первичного публичного размещения, и смогла ли компания привлечь необходимые ей денежные средства.

Обобщая перечисленное выше, хочется отметить, что процесс первичного публичного предложения акций является достаточно трудоемким как с финансовой, так и с управленческой точки зрения для проводящих его компаний. Однако стремление фирм в современной экономической среде к росту и развитию способствует широкой распространенности IPO как способа наращивания их финансовых возможностей.

***1.2. Анализ проведенных исследований относительно специфических проблем, присущих IPO, и оценке эффективности его проведения на развитых и развивающихся рынках***

Описав ключевые особенности, характерные процессу первичного публичного размещения акций, на данном этапе целесообразно рассмотреть ряд основных исследуемых аномалий, присущих IPO, из анализа которых и вытекает оценка эффективности осуществления первичного публичного размещения акций.

Проблематику, свойственную процессу IPO, традиционно рассматривают с трех точек зрения: со стороны инвесторов, компании и инвестиционного банка. В рамках данной магистерской диссертации было решено остановиться на анализе аномалий IPO с позиции инвесторов в силу его большой популярности и повышенного интереса со стороны исследователей в настоящее время. Принято выделять три наиболее распространенных феномена, присущих IPO:

* *первоначальная недооценка* (феномен существенного роста цен на акции после их размещения);
* *пониженная долгосрочная доходность* (акции компаний, прошедших через IPO, на долгосрочном временном горизонте показывают более низкую доходность по сравнению с акциями аналогичных компаний, не выходивших на IPO);
* *волны IPO* (цикличность размещений).

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 период времени. И, 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.

С целью использования в дальнейшем анализе был отобран ряд научных работ, посвященных специфическим проблемам IPO, из анализа которых можно делать выводы об эффективности осуществления этого процесса. Далее приведено более подробное рассмотрение каждой из упомянутых выше аномалий, присущих IPO, и уже проведенных исследований по данной тематике.

***1.2.1. Первоначальная недооценка IPO (underpricing)***

Феномен первоначальной недооценки IPO заключается в том, что размещение акций происходит по заниженным ценам, что приводит к существенному росту цен в первый день торгов. Именно поэтому данная проблема получила широкое распространение среди исследователей.

Первыми научными работами, посвященными первоначальной недооценке IPO, являлись исследования Столла и Курлей (Stoll, Curley; 1970), Лога (Logue; 1973), Рейлли (Reilly; 1973) и Ибботсона (Ibbotson; 1975). В них авторами предприняты попытки объяснить значительный рост цен акций в течение первого дня торгов. В качестве возможного истолкования аномально высокой доходности первого дня они предложили следующее: на момент размещения акций имела место быть их недооценка по сравнению с рынком.

Важно отметить, что 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.

Первая группа теорий, связывающая первоначальную недооценку с асимметрией информации, сосредоточила свое внимание на том, что инвесторы имеют лучшее представление об истинном спросе на акции эмитента, нежели сам эмитент. Другими словами, во время размещения акций эмитент не обладает полной информацией о том, сколько рынок готов заплатить за его акцию.

Наиболее распространенными и показательными исследованиями в рамках данного подхода выступают работы Рока (Rock; 1986) и Бенвениста и Спиндта (Benveniste, Spindt; 1989). В них авторы анализировали модель, в которой часть инвесторов владела большей информацией, чем другая. В результате было отмечено, что андеррайтер IPO зачастую получает заявки на сумму, значительно превышающую объем размещения, то есть именно он занимается распределением соответствующих долей между инвесторами (большая доля достается институциональным инвесторам в силу предоставления ими андеррайтеру информации о текущем спросе на акции). Таким образом, институциональные инвесторы обладают частной (инсайдерской) информацией и знают истинную стоимость акции, в то время как менее информированные инвесторы принимают свои решения на основе ожиданий, в результате чего и появляется первоначальная недооценка.

Интересным дополнением к данным работам выступает исследование Ханли (Hanley; 1993), результаты которого в полной мере соотносятся с представленными выше. Однако автор также исследует так называемый феномен частичного приспособления (partial adjustment phenomenon): чем выше в среднем курс размещения по сравнению с серединой ценового диапазона, тем выше недооценка IPO. С этой целью автор изучает взаимосвязь двух показателей: недооценки IPO и индекса изменения цены размещения (price revision index). Данные показатели рассчитываются следующим образом:

1. *UN* = *,*

где *UN* – первоначальная недооценка IPO;

*Pc*1  – цена закрытия первого дня торгов;

*Po* – цена первичного размещения.

1. *PRI = ,*

где *PRI* – индекс изменения цены размещения;

*Pe =*  – ожидаемая цена размещения;

*Po* – цена первичного размещения;

*Ph* – верхняя граница ценового диапазона;

*Pl* – нижняя граница ценового диапазона.

В результате автор подтвердил существование феномена частичного приспособления на рынке США, анализируя выборку из 1430 IPO.

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. (Ивашковская, 2007).

В качестве альтернативного объяснения в данной группе исследований целесообразно отметить научную работу Велча (Welch;1992). Автор основывается на так называемом подходе «информационных цепей», состоящем в том, что инвесторы принимают решения о приобретении акций, принимая в расчет действия тех инвесторов, которые осуществляли переговоры с андеррайтерами несколько ранее. Исходя из этого, излишне завышенная цена может послужить причиной провала IPO из-за отказа от размещения первым инвестором. Таким образом, автор объясняет первоначальную недооценку как попытку избежать неудачи IPO.

Подход, предложенный Бенвенистом и Вильхельмом (Benveniste, Wilhelm; 1990) и связывающий недооценку с незнанием эмитентом спроса на акции со стороны рынка, является наиболее убедительным в первой группе теорий, относящихся к асимметрии информации. Авторы принимают во внимание также деятельность инвестиционных банков, выступающих андеррайтерами IPO. Инвестиционные банки во время переговоров с потенциальными инвесторами пытаются определить спрос рынка на акции эмитента. Однако потенциальные инвесторы прекрасно понимают, что в случае, если они согласятся приобретать акции по высокой цене, то такая цена и будет установлена, следовательно, инвестиционные банки со своей стороны должны предложить что-то взамен за честное раскрытие информации относительно приемлемых цен инвесторами. Авторы предполагают, что недооценка и выступает в качестве платы за правдивое раскрытие информации со стороны потенциальных инвесторов.

Вторая группа теорий, в которых первоначальная недооценка рассматривается как следствие асимметрии информации, основана на лучшей осведомленности эмитента о деятельности компании по сравнению с инвестором, что ставит в центр внимания проблему рынка «лимонов» (Grinblatt et al.,1989). Ее суть заключается в том, что на рынке существуют эмитенты разного качества, которых инвесторы не всегда могут изначально правильно определить. Это связано с возможностью компаний низкого качества подавать сигналы о своем высоком качестве, неся при этом так называемые издержки «имитации». Велч (Welch;1989) в своем исследовании в качестве подтверждающего примера приводит фирмы нефтегазового сектора, где компания низкого качества строит высокотехнологичный нефтепровод, даже не смотря на его более низкую окупаемость по сравнению с компаниями высокого качества, именно с целью позиционирования себя на рынке как компании высокого качества. Следовательно, фирмы, которым присуще низкое качество, создают для рынка видимость масштабной и эффективной операционной деятельности. Исходя из этого, первоначальная недооценка акций в рамках данного подхода как раз и является дополнительными издержками «имитации» для низкокачественных компаний, что способствует снижению желания фирм подавать ложные сигналы. В то же самое время компаниям высокого качества характерна более низкая недооценка акций при размещении как подтверждение их высокого статуса.

Немаловажно подчеркнуть тот факт, что, даже неся некоторые издержки, связанные с первоначальной недооценкой, фирмы высокого качества в дальнейшем получают ряд выгод, воспользоваться которыми низкокачественные компании не имеют возможности. В подтверждение данного утверждения Аллен и Фалхабер (Allen, Faulhaber; 1989) в своей научной работе говорят о том, что первоначальная недооценка способствует более значимой положительной оценке дивидендов рынком, а значит, увеличивает стоимость компании. Говоря о низкокачественных фирмах, то для них весьма затруднительно сгенерировать достаточный денежный поток для выплаты дивидендов и покрытия издержек, связанных с недооценкой.

В качестве дополнения к выше перечисленной группе исследований целесообразно отнести научную публикацию Льюнгквиста (Ljungqvist et al., 2003), в которой предполагается, что на мотивацию инсайдеров и ключевых лиц фирм относительно цены размещения и сокращения недооценки оказывают влияние их собственное участие в данной сделке, а также результаты IPO для благосостояния существующих акционеров (инсайдеров). Авторы пришли к выводу о том, что агентские проблемы становятся более сильными в случае уменьшения участия инсайдеров в собственности компании по сравнению с периодом до осуществления IPO. Хабиб (Habit et al., 2002) также отмечают влияние объёма продаж инсайдеров на уровень недооценки. Чем большее количество акций продают владельцы, тем большую обеспокоенность у них вызывает недооценка и, соответственно, меньше степень агентского конфликта.

Однако Вассерфален и др. (Wasserfallen et al., 1994), наоборот, пришли к выводу о том, что чем большая доля собственности остается у инсайдеров, тем недооценка ниже.

Таким образом, не смотря на то, что данная группа теорий подверглась значительной критике из-за отсутствия единого и окончательного вывода среди исследователей, она позволяет объяснить причину выбора некоторыми фирмами первоначальной недооценки акций.

Обобщая теории, объясняющие первоначальную недооценку как следствие асимметрии информации, можно заключить, что компаниям, являющимся более прозрачными, свойственна меньшая неопределенность будущих цен их акций, а, следовательно, и более низкая недооценка.

Значительный интерес в рамках исследования данного феномена IPO также представляют работы, посвященные анализу страновых особенностей и их влияния на первоначальную недооценку IPO. Наиболее ранним исследованием в данной области является исследование Лафрана, Риттера и Ридквиста (Loughran, Ritter, Ridqvist; 1994). Авторы выявили, что для всех исследуемых 25 стран, как развитых, так и развивающихся, характерна первоначальная недооценка акций. При этом доходность тем больше, чем выше степень вмешательства со стороны государства, чем быстрее устанавливается фиксированная цена предложения и чем более рискованную деятельность ведет компания. Стоит также отметить, что для развитых стран в среднем характерна недооценка в размере 10-15%, в то время как в развивающихся экономиках фиксировались значения и выше 60%, что может быть объяснено политическими факторами (Jenkinson et al., 2001; Ritter, 2003; Jenkinson, 2004; Ritchie et al.,2013; Sapian et al.,2013).

Так, Банери, Дай и Шрестха (Banerjee, Dai, Shrestha; 2011), исследуя 8700 IPO в 36 странах, в том числе и развивающихся, показали, что первоначальная недооценка акций существеннее в тех государствах, где выше асимметрия информации, менее эффективные механизмы контроля над исполнением контрактов и более высокая степень правовой защиты инвесторов.

В качестве некоторого дополнения к предыдущей работе целесообразно привести исследование Гроха и Лихтенштейна (Groh, Liechtenstein; 2011), где авторы связывают первоначальную недооценку акций с уровнем коррупции в стране. В более коррумпированных странах и защита инвесторов, и степень доверия населения крайне низки, что свидетельствует о высоком уровне неприятия риска, а, следовательно, и высокой премии за риск, которая, в свою очередь, и отражается в первоначальной недооценке.

И, наконец, наиболее свежей работой с точки зрения межстрановых различий является исследование Хоппа и Дрехера (Hopp, Dreher; 2013), которые проанализировали различие в институциональных и юридических системах стран. Они заключили, что странам с более строгой защитой прав инвесторов свойственен более высокий уровень недооценки. Авторы объясняют это желанием максимально увеличить число акционеров с целью сохранения контроля над компанией. А высокая недооценка как раз и способствует росту спроса на акции и увеличению количества собственников. Более того, Хопп и Дрехер показали, что более эффективные фондовые рынки, которым свойственна высокая ликвидность и низкие издержки использования капитала, характеризуются меньшей величиной недооценки.

Суммируя рассмотренные выше исследования, необходимо подчеркнуть, что хотя перед авторами стояла одна и та же задача - анализ причин существования первоначальной недооценки акций в результате IPO, и, как следствие, их аномально высокой доходности в первый день торгов, они формулировали разные гипотезы для его проверки. Одни брали в расчет только фактор наличия асимметрии информации, другие – рассматривали несколько факторов в совокупности. Однако в большинстве своем полученные ими результаты были аналогичны: первоначальная недооценка акций в результате IPO имеет место быть как на развитых, так и на развивающихся рынках, а асимметрия информация является наиболее значимым и популярным фактором при объяснении ее наличия. Многие исследователи сошлись и во мнении о том, что на существование первоначальной недооценки акций помимо асимметрии информации влияют и другие факторы, такие как институциональные и юридические системы, характерные тем или иным странам, а также эффективность функционирования фондового рынка.

***1.2.2. Пониженная долгосрочная доходность IPO (long-run underperformance)***

Феномен пониженной долгосрочной доходности акций компаний, осуществивших IPO, является не менее горячо обсуждаемой проблемой в научных кругах в последние десятилетия. Его суть состоит в том, что акции фирмы после первичного публичного размещения не оправдывает ожиданий инвесторов и приносит доходность в долгосрочном периоде ниже, нежели акции аналогичных компаний, не осуществлявших IPO.

Однако, не смотря на наличие большого количества исследований, 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.

Работа Миллера (Miller; 1977) выступает своего рода первой попыткой объяснить пониженную долгосрочную доходность IPO. По мнению автора, в результате осуществления первичного публичного размещения акции 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. Немаловажно отметить, что аргументация, используемая в работе Миллера, не дает ответа на вопрос относительно временных промежутков, на протяжении которых IPO демонстрирует пониженную доходность.

Данной проблеме уделено пристальное внимание в следующей фундаментальной работе по данной тематике – работе Риттера (Ritter;1991). В качестве исследуемой выборки им рассматривалось 1526 первичных публичных размещений, проведенных в период с 1975 по 1984 гг. в США. Основными инструментами анализа выступали избыточная и кумулятивная избыточная доходности акций. В ходе проведенного исследования было выявлено, что «средняя доходность IPO за три года составила 34,47%, в то время как доходность аналогичных компаний, не осуществлявших IPO – 61,86%».[[2]](#footnote-2) Изначально Риттер приводит следующие три фактора, объясняющие данный феномен: 1) неправильная система риск-менеджмента в компании; 2) наличие случайной компоненты; 3) повышенный оптимизм со стороны инвесторов. Однако автор замечает, что лишь в течение 5 из 10 лет анализируемого временного промежутка IPO демонстрируют доходность ниже, чем эталоны, выбранные для сравнения. Исходя из этого, можно заключить, что гипотеза об излишней оптимистичности инвесторов, переоценивающих выпуски акций, подтверждается, то есть настроения на рынке капитала выступают одним из возможных объяснений существования феномена пониженной долгосрочной доходности IPO.

В качестве дополнения к предыдущей работе целесообразно привести исследование Лафрана и Риттера (Loughran, Ritter; 1995). Авторы анализируют доходность акций компаний, проводивших IPO в США с 1970 по 1990 гг., то есть рассматривают существенно большую выборку по сравнению с предшествующей работой Риттера. В результате исследователями было выявлено следующее: проблема пониженной доходности дает о себе знать после первых 6 месяцев с момента выпуска, а достигает своего пика в последующие 18 месяцев. Но через 5 лет разница в доходностях между компаниями, осуществлявшими IPO, и компаниями-аналогами практически исчезает. В рамках данной работы авторы объясняют пониженную долгосрочную доходность акций с помощью ошибочных взглядов инвесторов, которые переоценивают будущие потоки маленьких компаний, изначально растущих высокими темпами. Немаловажно отметить, что систематические ошибки из-за чрезмерной оптимистичности инвесторов до конца не объясняют феномен пониженной долгосрочной доходности акций компаний, осуществивших IPO.

Проблема пониженной долгосрочной доходности свойственна не только для США, что было подтверждено ранее анализируемыми работами, но и другим как развитым, так и развивающимся странам. Исследование Лафрана, Риттера и Ридквиста (Loughran, Ritter, Ridqvist; 1994) является тому доказательством. Авторы в ходе проведенного анализа для 9 стран: и развитых, и развивающихся, проиллюстрировали пониженную долгосрочную доходность акций. Доходность тем ниже, чем более рисковой является деятельность компании, осуществившей первичной публичное размещение акций, и чем более оптимистичны ожидания инвесторов в момент размещения. 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). Обоснованием причин возникновения данного феномена служат гипотезы, предложенные Миллером и связанные с настроениями инвесторов на рынках капитала. Что касается исследований на российском рынке капитала, то в данном случае интересной работой выступает научная статья Абрамова, в которой подтверждается существование долгосрочной пониженной доходности российских IPO, проведенных с 1999 по 2006 гг. (А.Е. Абрамов; 2012).

Шульц (Schultz; 2003) в своем исследовании также объясняет пониженную долгосрочную доходность акций с помощью эмиссионной активности. Им была разработана модель, в соответствии с которой, компании проводят первичное публичное размещение акций в тот момент, когда их акции оцениваются особенно высоко. Важно отметить, что сами эмитенты не осознают, что котировки достигли своих пиковых значений. В случае дальнейшего роста цен количество IPO увеличивается. Несложно понять, что при таких условиях избыточная доходность IPO будет отрицательной в связи с последующим возвратом цен к усредненным по рынку значениям. Таким образом, можно заключить, что в случае абсолютной корреляции доходности IPO и рыночного индекса, пик цен на акции совпадал бы с пиком рыночного индекса, а, следовательно, избыточная доходность акций была бы равно нулю, то есть феномен пониженной долгосрочной доходности не имел бы место быть. Наоборот, чем существеннее динамика цен акций отличается от динамики рыночного индекса, тем ниже избыточная доходность. Волатильность избыточной доходности как раз и выступает в роли показателя, характеризующего данные отклонения.

В качестве работы, опровергающей выводы, полученные в рассмотренных ранее фундаментальных исследованиях пониженной долгосрочной доходности IPO, выступают работы Гомперса и Лернера (Gompers, Lerner; 2003) и Отчера с соавторами (Otchere et al., 2013). Авторы использует иной подход для исчисления доходности, а именно кумулятивную избыточную доходность. Они подчеркивают, что при оценке избыточной доходности, доходности акций действительно демонстрируют более низкие значения, чем эталоны, выбранные для сравнения. Однако в случае применения кумулятивной избыточной доходности акций пониженная долгосрочная доходность IPO не наблюдается. Согласно расчетам авторов на длительном временном горизонте IPO показывают доходность на уровне рыночной или даже выше. Таким образом, в зависимости от применяемых инструментов анализа, выводы могут быть противоположными. Вопрос состоит в обосновании применения того или иного способа исследования данного феномена.

Обобщая упомянутые выше исследования, необходимо подчеркнуть, что большинство исследователей с привлечением внушительного объема эмпирических данных показали, что акции компании, осуществившей IPO, чаще всего демонстрируют доходность ниже, чем доходность рыночного портфеля, в качестве которого традиционно выбирается рыночный индекс или компании-аналоги.

***1.2.3. Цикличность IPO (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 рассмотренных ранее исследованиях было показано, что действительно существуют такие периоды, когда инвесторы склонны переоценивать акции компании, что служит стимулом для выхода фирм на рынок (Ritter, 1984; Ibbotson, et al., 1994; Ritter, 2003). Компании это выгодно с той точки зрения, что она может привлечь значительно больший объем средств, чем тот, на который она в действительности может претендовать. Исходя из перечисленного выше, оценка компании может быть как завышенной, так и заниженной в определенный период времени в зависимости от настроений инвесторов.

Наиболее ранней работой, объясняющей феномен цикличности первичных публичных размещений, является исследование Лукаса и Макдональда (Lucas, McDonald; 1990). Авторы разработали модель, в основе которой лежит теория неблагоприятного отбора (менеджеры решают провести IPO в моменты переоценки их компании рынком). Основная предпосылка данной модели заключается в большей осведомленности менеджеров о деятельности их компаний по сравнению с рынком. А главная задача менеджеров состоит в максимизации благосостояния акционеров. Модель иллюстрирует, что при соблюдении выше указанной предпосылки, менеджмент компании дожидается таких настроений со стороны инвесторов, которые позволят получить наибольшую цену за акцию, и только тогда проводит IPO.

Хой, Мазулис и Нанда (Choe, Masulis and Nanda; 1993) продолжают развивать теории, основанные на неблагоприятном отборе, при объяснении цикличности первичных публичных размещений. Ими было проанализировано свыше 5000 размещений на рынке США с 1971 по 1991 гг. с использованием показателей делового цикла. Авторами была обнаружена связь между эмиссионной активностью компаний и стадиями делового цикла: во время экономического подъема перед компаниями открываются выгодные инвестиционные возможности, следовательно, большее число фирм стремится привлечь дополнительные финансовые ресурсы, что увеличивает количество проводимых IPO, а также усугубляет проблему неблагоприятного отбора. Однако в силу существования прибыльных инвестиционных возможностей, фирма согласится нести издержки неблагоприятного отбора, связанные с эмиссией акций.

Интересное наблюдение было отмечено Риттером и Велчем (Ritter, Welch; 2002) относительно эмиссионной активности компаний. Они обнаружили существование так называемого временного лага между улучшением конъюнктуры на финансовом рынке и бумом IPO. Авторы объяснили некоторую задержку в осуществлении первичных публичных размещений частичной рациональностью со стороны инвесторов. Она состоит в том, что инвесторы при принятии решений оценивают компанию, руководствуясь своими внутренними представлениями об ее деятельности, то есть не могут реагировать моментально на изменение мнения со стороны рынка.

Эмпирические исследования также подтверждают тот факт, что циклическая динамика количества выпусков и высокая первоначальная доходность имеют место быть достаточно продолжительный период времени, однако связь между ними остается довольно непонятной. Лоури и др. (Lowry et al., 2002) выявили взаимосвязь между ежемесячным числом первичных публичных размещений и средней первоначальной доходностью. Авторы заметили, что на объем IPO оказывают значимое положительное влияние предыдущие периоды высокой доходности, то есть повышенной недооценки. Если принимать во внимание тот факт, что компании стремятся привлечь как можно большее количество денежных средств, то данное поведение с их стороны кажется весьма странным. В связи с этим наблюдением Лоури (Lowry, 2003) предположил, что ещё одним определяющим фактором объема IPO, помимо потребности фирм в капитале, выступает настроение инвесторов. Таким образом, компании выбирают время для своих IPO в периоды чрезмерного оптимизма инвесторов, тем самым сокращая свои издержки преобразования в акционерное общество. Наиболее свежей научной работой, подтверждающей указанное выше, является исследование Боха и Дунбара (Boeh et al., 2014).

В качестве своего рода обобщения описанных выше теорий, целесообразно привести исследование Вегнера о первичных публичных размещениях на бирже NASDAQ на пике рынка в 2000 году (Грег Н.Грегориу; 2008, гл.1). В данной работе исследуются IPO на бирже NASDAQ в годы интернет-пузыря, предшествующего пику («горячие» рынки), и следующие за ним «холодные» рынки. В результате проведенного анализа было выявлено, что краткосрочная доходность IPO выше в периоды «горячих» рынков капитала, а долгосрочная доходность IPO во время «горячих» и «холодных» рынков практически одинакова. Таким образом, в данной научной работе вновь подтверждается стремление осуществления первичных публичных размещений компаниями во время «перегретых» рынков капитала.

Рассмотренные выше исследования позволяют сделать вывод о том, что фондовые рынки подвержены влиянию настроений инвесторов, и такое значимое событие как первичное публичное размещение акций тому не исключение. Этот факт играет немаловажную роль при объяснении аномалий, характерных IPO.

В завершении этой главы хотелось бы отметить следующее: первичное публичное размещение акций является весьма популярным способом наращивания финансовых возможностей компаний в современном экономическом мире. Однако данному процессу присущи определенные аномалии, анализу которых посвящено огромное количество исследований. 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. И, наконец, цикличность первичных публичных размещений вновь трактуется исходя из подверженности фондовых рынков настроениям инвесторов. Таким образом, можно заключить, что три ключевых феномена IPO тесно взаимосвязаны между собой. Оценка эффективности проведения первичных публичных размещений как раз и вытекает из анализа присущих IPO аномалий.

**ГЛАВА II. ОПИСАНИЕ МЕТОДОЛОГИИ ИССЛЕДОВАНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРОВЕДЕНИЯ IPO РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ**

В этой главе будет приведено описание методологии, используемой для проведения исследования в данной магистерской диссертации. Говоря более подробно, будут сформулированы выдвигаемые в настоящей работе гипотезы, способы их проверки и этапы осуществления. Также в конце данной главы будут рассмотрены особенности рынка IPO в России.

***2.1.*** ***Выдвигаемые гипотезы для оценки краткосрочной эффективности проведения IPO российскими компаниями, использование регрессионного и графического анализов***

Обращаясь к основному вопросу данной магистерской диссертации, а именно, оценке эффективности проведения IPO российскими компаниями, на данном этапе необходимо описать методологию исследования, которая будет использована далее.

Как уже было отмечено ранее, первоначальная недооценка акций в результате IPO и феномен частичного приспособления являются широко применимыми инструментами для изучения краткосрочной эффективности проведения IPO . Вследствие этого, в данной работе будет проведен анализ, аналогичный исследованиям, рассмотренным в научных статьях (Hanley; 1993) и (Ивашковская, 2010).

1. *Оценка краткосрочной эффективности проведения IPO российскими компаниями (феномен повышенной краткосрочной доходности в результате проведения IPO имеет место быть, то есть первоначальная недооценка акций не равна нулю):*

* сбор информации относительно проведенных первичных публичных размещениях российскими компаниями за определенный промежуток времени;
* классификация данных фирм на следующие подвыборки: по периодам относительно мирового финансового кризиса и отраслям;
* расчет первоначальной недооценки с использованием формулы, описанной ранее (1), для выборки в целом и отдельных подвыборок;
* построение графиков первоначальной недооценки акций и анализ результатов по выборке в целом и отдельным подвыборкам;
* проверка гипотез о значимости полученных результатов относительно первоначальной недооценки акций в результате IPO.

***Гипотеза 1*:** *Первоначальная недооценка акций не равна нулю и свойственна российским компаниям, осуществившим IPO;*

* составление сводных таблиц, сравнение и интерпретация полученных результатов в разрезе каждой подвыборки с целью выявления определенных особенностей.

***Гипотеза 2*:** *Феномен частичного приспособления характерен для IPO, осуществленных российскими компаниями;*

* полученные результаты относительно первоначальной недооценки берутся из предыдущего пункта;
* расчет индекса изменения цены размещения в соответствии с формулой (2);
* графический анализ взаимосвязи упомянутых выше показателей для выборки в целом;
* анализ взаимосвязи первоначальной недооценки и индекса изменения цены размещения с использованием следующей регрессионной модели:

1. *UN = α+b\* PRI+ε,*

где все обозначения аналогичны указанным ранее;

* интерпретация полученных результатов относительно того имеет ли место быть феномен частичного приспособления на российском рынке IPO на основе полученной/неполученной взаимосвязи первоначальной недооценки и индекса изменения цены размещения.

Для проведения более полной и основательной оценки феномена первоначальной недооценки IPO было решено проанализировать для рассматриваемой выборки первичных публичных размещений российских компаний влияние таких факторов как индекс изменения цены размещения, ширина ценового диапазона в процентном выражении, показатель изменения индекса РТС в течение первого дня торгов, коэффициент рыночной конъюнктуры и фиктивная переменная, принимающая значение 1 в случае размещения в России, и 0 во всех остальных. Выбор был сделан в пользу данных детерминант, так как их влияние на первоначальную недооценку было обнаружено другими авторами в развивающихся странах, а также в соответствии с особенностями российской экономики. Выбранные для анализа показатели рассчитывались следующим образом:

1. *WRP (width of price range) = ,*

где *WRP* – ширина ценового диапазона;

*Ph* – верхняя граница ценового диапазона;

*Pl* – нижняя граница ценового диапазона;

*Pe* - середина ценового диапазона.

1. *RTSI1 = ,*

где *RTSI1 –* показатель изменения индекса РТС в течение первого дня торгов*;*

*RTSI(t) –* значение индекса РТС по ценам закрытия в первый день торгов*;*

*RTSI(t-1) –* значение индекса РТС по ценам закрытия в предшествующий дню торгов день.

1. *RTSI15= ,*

где *RTSI15 –* коэффициент, характеризующий рыночную конъюнктуру*;*

*RTSI(t)* – значение индекса РТС по ценам закрытия в день проведения IPO*;*

*RTSI(t-15) –* значение индекса РТС по ценам закрытия за 15 дней до проведения IPO*.*

*D(stock exchange) –* фиктивная переменная, характеризующая площадку первичных публичных размещений, принимающая значение 1 в случае размещения на российской фондовой бирже, и 0 во всех остальных.

* чтобы проанализировать влияние этих факторов на первоначальную недооценку акций будет построена следующая регрессионная модель для выборки в целом и отдельных подвыборок:

1. *UN=α+b1\*price revision index+ b2\*WRP +b3\*RTSI1+b4\*RTSI15+b5\*D(stock exchange)+ε.*

* далее будет проведено тестирование следующих гипотез:

***Гипотеза 3:*** *Индекс изменения цены размещения, ширина ценового диапазона в процентном выражении, показатель изменения индекса РТС в течение первого дня торгов, коэффициент рыночной конъюнктуры, размещение на российской фондовой бирже оказывают значимое положительное влияние на первоначальную недооценку IPO.*

* интерпретация полученных результатов: какие из факторов оказывают наибольшее влияние на первоначальную недооценку акций и чем это можно объяснить.

Стоит отметить, что для краткосрочных оценок также будут взяты периоды в 2, 3, 4, 5, 8 и 10 дней. Результаты любого IPO исследуются по доходностям акций, вычисляемых по следующей формуле:

(8) ,

где *Rt­* – доходность акций;

*Pt* – доходность акций через t дней после проведения IPO;

все остальные обозначения аналогичны предыдущим формулам.

* расчет средней доходности по каждому из дней для всей выборки и отдельных подвыборок;
* построение графиков с целью анализа динамики краткосрочной доходности акций компаний, осуществивших IPO, и выявления определенных тенденций, свойственных каждой подвыборке.

***2.2.*** ***Формирование гипотез для оценки среднесрочной эффективности и эмиссионной активности IPO российских компаний, использование графического и событийного анализов***

С целью проведения более комплексного анализа было решено также рассмотреть среднесрочную эффективность IPO российских компаний в соответствии с методологией, используемой в следующих фундаментальных исследованиях по данной тематике: (Ritter;1991), (Loughran, Ritter; 1995), (Gompers, Lerner; 2003), (Otchere et al., 2013).

1. *Оценка среднесрочной эффективности проведения IPO российскими компаниями (повышенная среднесрочная доходность имеет место быть и является статистически значимой):*

* сбор данных относительно котировок акций на среднесрочном временном горизонте (в качестве среднесрочных периодов будут рассмотрены 1, 2, 3, 5 и 6 месяцев после первичного публичного размещения акций российскими компаниями, каждый месяц принимается равным 20 рабочим дням);
* расчет доходностей акций компаний в соответствии с формулой (8);
* вычисление скорректированных на эталонную доходность (доходность рыночного индекса РТС) так называемых избыточных доходностей (abnormal returns) каждой акции в соответствии со следующей формулой:

(9) ,

где  избыточная доходность акций за период времени t;

- доходность акций за период времени t;

 - доходность эталона (индекса РТС) за период времени t.

* расчет средних по выборке и отдельным подвыборкам значений избыточных доходностей акций (average abnormal returns):

(10) ,

где - средняя избыточная доходность за период времени t,

*N* – количество компаний,

все остальные обозначения аналогичные.

* вычисление накопленных избыточных доходностей по выборке и отдельным подвыборкам (cumulative abnormal returns) за период между первым днем и днем t:

(11) ,

где *CARt –* накопленная избыточная доходность за период времени t,

все остальные обозначения аналогичные.

* расчет средних по выборке и отдельным подвыборкам значений накопленных избыточных доходностей акций (average cumulative abnormal returns):

(12) ,

где *ACARt* - средняя избыточная накопленная доходность за период времени t,

все остальные обозначения аналогичные.

* проверка полученных результатов на значимость с использованием t-статистики.

***Гипотеза 4:*** *Избыточная доходность акций больше нуля на среднесрочном временном горизонте, то есть компаниям, осуществившим IPO, характерна повышенная среднесрочная доходность акций;*

***Гипотеза 5:*** *Кумулятивная избыточная доходность акций больше нуля на среднесрочном временном горизонте, то есть компаниям, осуществившим IPO, характерна повышенная среднесрочная доходность акций;*

* построение графиков избыточной и кумулятивной избыточной доходностей акций и интерпретация полученных результатов.

Также весьма целесообразно проанализировать эмиссионную активность первичных публичных размещений российских компаний. Для этого будут построен график числа проводимых IPO, и будет предпринята попытка объяснения цикличности IPO с помощью имеющихся в настоящее время экономических теорий по данному вопросу.

***2.3.* *Построение гипотез для оценки долгосрочной эффективности осуществления IPO российскими компаниями, использование графического и событийного анализов***

Для того чтобы сделать более всеобъемлющие выводы, целесообразно провести оценку долгосрочной эффективности осуществления IPO российскими компаниями и посмотреть характерен ли феномен пониженной долгосрочной доходности российскому рынку ценных бумаг. Данный анализ будет проведен в соответствии с методологией, используемой в следующих фундаментальных исследованиях по данной тематике: (Ritter;1991), Loughran, Ritter; 1995), (Gompers, Lerner; 2003), (Otchere et al., 2013).

1. *Оценка долгосрочной эффективности проведения IPO российскими компаниями (пониженная долгосрочная доходность в результате проведения IPO имеет место быть и является статистически значимой):*

o сбор данных относительно котировок акций на долгосрочном временном горизонте (в качестве долгосрочных периодов будут рассмотрены 1, 2, и 3 года (12, 24 и 36 месяцев соответственно) после первичного публичного размещения акций российскими компаниями, каждый месяц принимается равным 20 рабочим дням);

* расчет доходностей акций компаний в соответствии с формулой (8);
* вычисление скорректированных на эталонную доходность (доходность рыночного индекса РТС) так называемых избыточных доходностей (abnormal returns) каждой акции согласно формуле (9);
* расчет средних по выборке и отдельным подвыборкам значений избыточных доходностей акций (average abnormal returns) в соответствии с формулой (10);
* вычисление накопленных избыточных доходностей по выборке в целом и отдельным подвыборкам (cumulative abnormal returns) за период между первым днем и днем t по формуле (11);
* расчет средних по выборке и отдельным подвыборкам значений накопленных избыточных доходностей акций (average cumulative abnormal returns) согласно формуле (12);
* проверка полученных результатов на значимость с использованием t-статистики.

***Гипотеза 6:*** *Избыточная доходность акций меньше нуля на долгосрочном временном горизонте, то есть компаниям, осуществившим IPO, характерна пониженная долгосрочная доходность;*

***Гипотеза 7:*** *Кумулятивная избыточная доходность акций меньше нуля на долгосрочном временном горизонте, то есть компаниям, осуществившим IPO, характерна пониженная долгосрочная доходность;*

* построение графиков избыточной и кумулятивной избыточной доходностей акций и интерпретация полученных результатов.

***2.4.* *Особенности российского рынка IPO***

Прежде чем приступить к описанию анализируемой выборки и проведенного исследования целесообразно дать краткую характеристику и выявить ключевые особенности, присущие российскому рынку IPO.

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 нашей стране переход к рыночной экономике начался лишь в начале 1990-х годов, а во время передела собственности IPO не представляет собой эффективный способ привлечения инвестиционных ресурсов.

Принимая во внимание цикличность первичных публичных размещений, осуществленных российскими компаниями, выделяется четыре этапа современного развития IPO (Б. Рубцов, А. Напольнов, 2012):

1. **Формирование рынка (1996-2002): малое количество проводимых IPO и их размещение на иностранных биржах.**

Компания «Вымпелком» 15 ноября 1996 года была первой российской организацией, осуществившей первичное публичное размещение акций на Нью-Йорской фондовой бирже и положившей начало этому процессу в нашей стране. Первое IPO на российском рынке ценных бумаг было проведено в 2002 году компанией «РБК».

1. **Становление рынка (2003-2007): стремительный рост числа первичных публичных размещений, совершенствование российских регулятивных стандартов.**

С 2003 года наблюдался значительный рост количества российских компаний, осуществивших IPO. В 2005-2007 гг. данный процесс был наиболее существенным, а в 2007 году и вовсе наблюдалось рекордное количество IPO: Россия занимала лидирующую позицию среди европейских стран. Кроме того, российские фондовые биржи стали рассматриваться как существенная альтернатива для размещения по сравнению с иностранными площадками.

1. **Мировой финансовый кризис (2008-2010): отмена большинства объявленных ранее размещений.**

Крайне малое число российских компаний стали публичными в данный период времени, подавляющая часть размещений была отменена или отложена на более поздние сроки.

1. **Восстановление рынка (2011-2013): проведение первичных публичных размещений российскими компаниями.**

На данном временном горизонте наблюдается вновь рост числа осуществленных первичных размещений российскими компаниями в соответствии с ситуацией на мировых финансовых рынках.

Стоит отметить, что большинство российских компаний прибегают к данному источнику наращивания своих финансовых возможностей для реализации намеченных ими инвестиционных целей, и лишь малая часть - для реструктуризации долга.

Среди основных проблем, присущих российскому рынку IPO, принято выделять следующие:

* *ликвидность и емкость российского фондового рынка* (низкая ликвидность и недостаточный спрос внутренних российских инвесторов);
* *высокая доля депозитарных расписок в общем количестве IPO российских компаний* (с целью минимизации экономических и политических рисков, столь присущих российской экономике, многие инвесторы в соответствии со своими стереотипами предпочитают вкладывать средства в депозитарные расписки);
* *неэффективность функционирования учетно-клиринговой системы* (у зарубежных инвесторов имеются определенные ограничения к доступу на российский фондовый рынок, а также сложности с учетом их прав собственности);
* *слабость российских финансовых институтов* (неразвитость и сильное отставание российских финансовых институтов также выступает в качестве ограничения для усиления позиций IPO внутри России).

К числу основных перспектив российского рынка IPO целесообразно отнести:

* *дальнейший рост активности эмитентов;*
* *отраслевая диверсификация эмитентов;*
* *рост доли ММВБ в общем объеме привлекаемых средств и увеличение ликвидности российского фондового рынка;*
* *уменьшение среднего размера IPO;*
* *увеличение участия и активности в сделках IPO розничных инвесторов.*

В завершении этой главы хотелось бы отметить следующее: в современной экономической науке имеется масса различных методов, используемых для оценки эффективности осуществления первичного публичного размещения акций, однако в рамках данной магистерской диссертации было решено остановиться на определенных видах анализа, изложенных выше. Рассмотрев множество имеющихся исследований по данной тематике, упомянутые выше способы анализа являются, как наиболее универсальными и часто используемыми, так и позволяющими провести наиболее полный и содержательный анализ эффективности проведения IPO.

Говоря о российском рынке IPO, хочется еще раз подчеркнуть, что за довольно короткий промежуток времени он стал одним из самых крупных в мире. Все это способствовало лучшему пониманию со стороны инвестиционных банков интересов и мотивов самих эмитентов.

**ГЛАВА III. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРОВЕДЕНИЯ IPO РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ**

Данная глава будет посвящена оценке эффективности проведения IPO российскими компаниями на краткосрочном, среднесрочном и долгосрочном временных горизонтах. Для ответа на выше поставленный вопрос было проведено три взаимодополняющих исследования, особенности которых изложены в предыдущей главе.

***3.1.*** ***Результаты исследования краткосрочной эффективности проведения IPO российскими компаниями***

Ключевым вопросом, поставленным в рамках данного исследования, является оценка эффективности проведения IPO российскими компаниями с 2005 по 2013 гг. Другими словами, будут рассмотрены специфические проблемы, присущие IPO, такие как недооценка акций, цикличность размещений и пониженная долгосрочная доходность, из анализа которых и вытекает оценка эффективности осуществления первичного публичного размещения акций.

Согласно поставленной цели была сформирована выборка, включающая проведенные российскими компаниями первичные публичные размещения акций с 2005 по 2013 гг. В итоговую выборку вошло 88 размещений, осуществленных российскими компаниями за анализируемый период (таблица №1 в приложении). В качестве источников данных по ценам первичного размещения, предложенным ценовым диапазонам, датам размещения, отраслям экономики и фондовым биржам за 2005 год были взяты исследования PBN Company (серия «Пионеры IPO»), базы данных ИК «Финам» и «IPO-конгресс». Информация о проведенных первичных публичных размещениях российскими компаниями за 2006-2013 гг. была собрана на информационных порталах <http://offerings.ru/>, <http://quote.rbc.ru/shares/ipo/pricings/> и <http://www.preqveca.ru/> , а также в базе данных ИК «Финам». Что касается котировок на вторичных торгах (ценам закрытия), а также значениях индекса РТС, то данные показатели для всех эмитентов были скачаны из аналитической базы Bloomberg. Немаловажно отметить, что в итоговую выборку попали не все российские компании, осуществившие IPO за исследуемый период. В первую очередь это связано с тем, что для некоторых эмитентов наблюдалась низкая активность на вторичных торгах из-за значительной задержки в их наступлении, что препятствовало бы проведению полноценного анализа. Также одним из основополагающих предположений, сделанных в ходе формирования выборки, выступает несущественная зависимость между вторичными торгами на российской и иностранных биржах. Благодаря данному допущению совмещенные IPO рассматривались как независимые и позволили расширить исследуемую выборку. Данная выборка является репрезентативной, так как в нее включены крупнейшие размещения, проведенные российскими компаниями из различных сфер бизнеса.

В связи с большой распространенностью феномена первоначальной недооценки при осуществлении IPO как на развитых, так и на развивающихся рынках, было весьма интересно проанализировать: характерна ли данная аномалия для российских компаний. Расчет первоначальной недооценки для всех российских эмитентов, попавших в выборку, осуществлялся по формуле (1), (таблица №2 в приложении). В результате проведенного анализа было выявлено, что первоначальная недооценка IPO российских компаний имеет место быть, то есть цена размещения несколько ниже, нежели цена закрытия первого дня торгов, что наглядно проиллюстрировано на графике №1. По оси абсцисс отмечены номера компаний, расшифровка которых также содержится в таблице №2 в приложении.

**График №1**. Первоначальная недооценка акций российских компаний, осуществивших IPO в период с 2005 по 2013 гг. (расчеты автора)

Что касается среднего и медианных значений первоначальной недооценки IPO российских компаний, то данный показатель был рассчитан как для выборки в целом, так и в зависимости от биржи, на которой происходило размещение. Также были произведены расчеты минимального и максимального значений первоначального уровня недооценки. Полученные результаты приведены в таблице №3.

**Таблица №3**

**Первоначальная недооценка IPO российских компаний с 2005 -2013 гг. по выборке в целом и в разбивке на биржи (расчеты автора)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Показатель** | **Российские биржи** | **Иностранные биржи** | **Вся выборка** |
| **UN\_average** | 9,31% | 5,14% | 7,44% |
| **UN\_median** | 3,70% | 2,86% | 3,39% |
| **UN\_max** | 56,25% | 35,00% | 56,25% |
| **UN\_min** | -0,93% | -3,85% | -3,85% |

Немаловажно подчеркнуть тот факт, что первоначальная недооценка IPO российских компаний значительно ниже по сравнению с ее уровнем в размере 10-15%, свойственном развитым странам, и 20-60%, характерными развивающимся странам, исследования которых были проанализированы ранее. Данное наблюдение вызывает ещё больший интерес к первичным публичным размещениям, проведенных российскими эмитентами, оценке их эффективности и объяснению существования этого феномена. Кроме того, первоначальная недооценка размещений на российской бирже выше, нежели на иностранной, что объясняется большей рискованностью российской экономики.

Для того чтобы понять почему же российским первичным публичным размещениям свойственна более низкая первоначальная недооценка и какие специфические причины ее объясняют, необходимо проанализировать конфликты интересов между основными участниками сделки. Важно подчеркнуть, что эмитенты на российском рынке имеют более высокую переговорную силу по сравнению с инвестиционными банками. Так как российский фондовый рынок является достаточно молодым и перспективным, имеет место быть серьезная конкуренция между инвестиционными банками, желающими занять прочную позицию в данной области. В связи с этим, многие инвестиционные банки готовы принять условия эмитентов, в том числе и относительно цены размещения. Более того, к процессу первичного публичного размещения акций в России прибегают в основном крупные компании, в то время как на развитых и развивающихся рынках данный способ увеличения финансовых возможностей фирм более характерен мелким и средним компаниям. Таким образом, российские компании действительно имеют преимущества перед инвестиционными банками при согласовании цены размещения и могут оказывать на них давление. В свою очередь банк, опасаясь потери клиента, готов пойти на условия компаний относительно устанавливаемой цены размещения, ведь многие из данных крупных фирм затем прибегают и к вторичным публичным размещениям.

С целью выявления и других специфических особенностей, характерных российским IPO, было произведено деление выборки в целом на следующие подвыборки: первичные публичные размещения российских компаний, осуществленные с 2005 – 2007 гг. (предкризисный период); первичные публичные размещения российских компаний, проведенные с 2008 – 2010 гг. (кризисный период); первичные публичные размещения российских компаний, проведенные с 2011 – 2013 гг. (посткризисный период). Также была осуществлена классификация российских IPO по отраслевому признаку. В результате было получено 13 следующих подвыборок: финансовые услуги, пищевая промышленность, промышленное производство, розничная торговля, индустрия развлечений и СМИ, металлургическая и горнодобывающая промышленность, нефтегазовая отрасль, высокие технологии и телекоммуникации, транспорт и логистика, фармацевтика, недвижимость, электроэнергетика и другие отрасли.

В ходе проведенного анализа первоначальной недооценки акций для подвыборок относительно мирового финансового кризиса, было выявлено, что наибольшая первоначальная недооценка характерна первичным публичным размещениям российских компаний, осуществленных в посткризисный период, а наименьшая – в предкризисный; показатели же кризисного периода являются промежуточными (таблица №4,5,6). Данные результаты можно вновь объяснить тем фактом, что наиболее крупные компании осуществили первичные публичные размещения в предкризисный период.

**Таблица №4**

**Первоначальная недооценка IPO российских компаний в предкризисный период с 2005 -2007 гг. по выборке в целом и в разбивке на биржи (расчеты автора)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Показатель** | **Российские биржи** | **Иностранные биржи** | **Вся выборка** |
| **UN\_average** | 8,21% | 3,47% | 6,05% |
| **UN\_median** | 3,33% | 2,86% | 2,78% |
| **UN\_max** | 56,25% | 13,43% | 56,25% |
| **UN\_min** | -0,93% | -3,85% | -3,85% |

**Таблица №5**

**Первоначальная недооценка IPO российских компаний в кризисный период с 2008 -2010 гг. по выборке в целом и в разбивке на биржи (расчеты автора)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Показатель** | **Российские биржи** | **Иностранные биржи** | **Вся выборка** |
| **UN\_average** | **10,99%** | **2,89%** | **7,61%** |
| **UN\_median** | **7,14%** | **2,27%** | **4,43%** |
| **UN\_max** | **28,95%** | **6,80%** | **28,95%** |
| **UN\_min** | **2,17%** | **0,16%** | **0,16%** |

**Таблица №6**

**Первоначальная недооценка IPO российских компаний в посткризисный период с 2011 -2013 гг. по выборке в целом и в разбивке на биржи (расчеты автора)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Показатель** | **Российские биржи** | **Иностранные биржи** | **Вся выборка** |
| **UN\_average** | 13,78% | 9,94% | 11,44% |
| **UN\_median** | 7,50% | 6,47% | 6,99% |
| **UN\_max** | 50,00% | 35,00% | 50,00% |
| **UN\_min** | 2,29% | 0,61% | 0,61% |

Также немаловажно отметить, что и в разрезе отдельных подвыборок большая первоначальная недооценка присуща тем размещениям, которые были проведены на российской бирже. Гипотеза 1 для данных подвыборок подтверждается, то есть первоначальная недооценка акций имеет место быть и является статистически значимой (об этом свидетельствуют полученные t-статистики).

Что касается оценки феномена первоначальной недооценки для отдельных отраслей, то в результате проведенного исследования были получены следующие результаты (таблица №7 в приложении): наибольшая первоначальная недооценка характерна сектору финансовых услуг, промышленному производству, индустрии развлечений и СМИ, а также нефтегазовой отрасли. Немаловажно подчеркнуть, что для данных отраслей гипотеза 1 подтверждается, то есть первоначальная недооценка акций имеет место быть и является статистически значимой. Это можно объяснить тем фактом, что данные сектора представляют наиболее крупные и успешно функционирующие компании на российском финансовом рынке.

Как уже было сказано в первой главе, 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 недооценка IPO и индекса изменения цены размещения.

Наличие феномена частичного приспособления на данных по российским компаниям также подтверждается (график №2). На данном графике четко прослеживается следующая закономерность: чем индекс изменения цены размещения больше, тем выше величина недооценки IPO. Это можно трактовать с помощью идеи мотивации ценой размещения, состоящей в том, что в случае повышенного интереса со стороны инвесторов к первичному публичному размещению, эмитент лишь частично приспосабливает цену размещения к цене, диктуемой спросом на данные ценные бумаги.

**График №2**. Феномен частичного приспособления на данных по IPO российских компаний в период с 2005 по 2013 гг. (расчеты автора)

Построение и анализ регрессионной модели служили дополнительным подтверждением наличия феномена частичного приспособления на данных по IPO российских компаний (3):

*UN = α+b\* PRI+ε*

Полученные результаты проиллюстрированы в таблице №8:

**Таблица №8**

**Результаты оценки регрессионной модели, объясняющей феномен частичного приспособления, на данных по IPO российских компаний (расчеты автора)**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Регрессионная статистика* | |  |  |  |  |
| Множественный R | 0,544659181 |  |  |  |  |
| R-квадрат | 0,359858115 |  |  |  |  |
| Нормированный R-квадрат | 0,448926232 |  |  |  |  |
| Стандартная ошибка | 0,113014888 |  |  |  |  |
| Наблюдения | 88 |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
| Дисперсионный анализ |  |  |  |  |  |
|  | *df* | *SS* | *MS* | *F* | *Значимость F* |
| Регрессия | 1 | 0,279935776 | 0,081993578 | 5,475554221 | 0,007160037 |
| Остаток | 86 | 1,098423373 | 0,012772365 |  |  |
| Итого | 87 | 1,16835915 |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
|  | *Коэффициенты* | *Стандартная ошибка* | *t-статистика* | *P-Значение* |  |
| **Const** | 0,073362311 | 0,012079787 | 6,073145797 | 3,30512E-08 |  |
| **Price Revision Index** | 0,201168628 | 0,085969859 | 3,339990218 | 0,007160037 |  |

Из выше приведенной таблицы наглядно видно, что между первоначальной недооценкой и индексом изменения цены размещения существует значимая положительная взаимосвязь (при увеличении индекса на 1% недооценка растет на 0,2%). Регрессия является адекватной, о чем свидетельствует статистически значимая F-статистика. Таким образом, можно сделать следующий вывод: на величину первоначальной недооценки оказывает влияние индекс изменения цены размещения, то есть гипотеза 2 подтверждается, и феномен частичного приспособления характерен для IPO, осуществленных российскими компаниями. С точки зрения эффективности это говорит о том, что для ее повышения необходимо сокращать величину первоначальной недооценки, однако необходимо иметь в виду также существование феномена частичного приспособления, который способствует усугублению одной из основных аномалий IPO.

С целью проведения более содержательного анализа феномена первоначальной недооценки была построена следующая многофакторная регрессионная модель, как для выборки в целом, так и для отдельных подвыборок (7):

*UN=α+b1\*price revision index+ b2\*WRP +b3\*RTSI1+b4\*RTSI15+b5\*D(stock exchange)+ε.*

Рассчитанные для анализа показатели проиллюстрированы в таблице №9 в приложении.

Результаты оцененной регрессии для выборки в целом представлены в таблице №10:

**Таблица №10**

**Результаты оценки многофакторной регрессионной модели, объясняющей первоначальную недооценку акций, на данных по IPO российских компаний (расчеты автора)**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Регрессионная статистика* | |  |  |  |  |
| Множественный R | 0,451057168 |  |  |  |  |
| R-квадрат | 0,603452569 |  |  |  |  |
| Нормированный R-квадрат | 0,554882604 |  |  |  |  |
| Стандартная ошибка | 0,106533716 |  |  |  |  |
| Наблюдения | 88 |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
| Дисперсионный анализ |  |  |  |  |  |
|  | *df* | *SS* | *MS* | *F* | *Значимость F* |
| Регрессия | 5 | 0,237705671 | 0,047541134 | 4,188855559 | 0,001934723 |
| Остаток | 82 | 0,930653479 | 0,011349433 |  |  |
| Итого | 87 | 1,16835915 |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
|  | *Коэффициенты* | *Стандартная ошибка* | *t-статистика* | *P-Значение* |  |
| *Const* | 0,005366536 | 0,022612101 | 0,23733027 | 0,068129925 |  |
| ***Price Revision Index*** | 0,15999928 | 0,109022659 | 4,550337708 | 0,038358387 |  |
| ***WRP*** | 0,246837879 | 0,068523667 | 3,602228107 | 0,000539503 |  |
| *RTSI1* | 0,269576264 | 0,874347148 | 0,308317199 | 0,758622855 |  |
| ***RTSI15*** | 0,021570913 | 0,161738853 | 3,195196839 | 0,045721706 |  |
| ***Stock Exchange*** | 0,048462738 | 0,023173668 | 3,228236215 | 0,032872016 |  |

Для выборки в целом на первоначальную недооценку IPO анализируемых размещений оказывают влияние такие факторы, как индекс изменения цены размещения, ширина ценового диапазона в процентном выражении, коэффициент рыночной конъюнктуры и площадка размещения. Данный вывод можно сделать в силу значимости полученных коэффициентов (на 5% уровне значимости), а также адекватной регрессии, о чем свидетельствует статистически значимая F- статистика. Все перечисленные факторы, оказывают положительное влияние на уровень первоначальной недооценки IPO, что в полной мере соотносится с содержательными характеристиками этих детерминант и выдвигаемой гипотезой 3. Значимость индекса изменения цены размещения свидетельствует о наличии феномена частичного приспособления, исследуемого чуть ранее. Что касается коэффициента, характеризующего рыночную конъюнктуру, то он говорит о большом влиянии долгосрочных ожиданий инвесторов. Значимость ширины ценового диапазона позволяет сделать вывод о том, что величина недооценки более рискованных IPO выше, что соотносится с выводами, полученными для исследований в развитых странах. Влияние площадки размещения на величину первоначальной недооценки позволяет подтвердить первоначально выдвигаемую гипотезу о том, что IPO, проведенным на российских фондовых биржах, характерен больший уровень первоначальной недооценки. Показатель изменения индекса РТС в течение первого дня торгов оказался статистически незначим. Нечувствительность инвесторов к временному лагу между IPO и вторичными торгами можно трактовать как специфическую черту, присущую именно российскому рынку первичных публичных размещений.

При анализе многофакторных регрессионных моделей для подвыборок относительно мирового финансового кризиса было выявлено, что в предкризисный период на первоначальную недооценку акций влияли следующие факторы: индекс изменения цены размещения (подтверждение существования феномена частичного приспособления); ширина ценового диапазона (величина недооценки более рискованных IPO выше); показатель изменения индекса РТС в течение первого дня торгов (чувствительность инвесторов к временному лагу между IPO и вторичными торгами); коэффициент рыночной конъюнктуры (влияние долгосрочных ожиданий инвесторов). Стоит подчеркнуть, что наибольшее влияние в предкризисный период на первоначальную недооценку оказывала чувствительность инвесторов к временному лагу между IPO и вторичными торгами. Статистически незначимым регрессором оказалась лишь площадка размещения, то есть гипотеза 3 не подтверждается только в данном случае, а во всех остальных подтверждается. О качестве оцениваемой регрессии говорит полученная F-статистика (таблица №11).

**Таблица №11**

**Результаты оценки многофакторной регрессионной модели, объясняющей первоначальную недооценку акций на данных по IPO российских компаний в предкризисный период (расчеты автора)**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Регрессионная статистика* | |  |  |  |  |
| Множественный R | 0,550430594 |  |  |  |  |
| R-квадрат | 0,502973838 |  |  |  |  |
| Нормированный R-квадрат | 0,435952092 |  |  |  |  |
| Стандартная ошибка | 0,099844904 |  |  |  |  |
| Наблюдения | 58 |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
| Дисперсионный анализ |  |  |  |  |  |
|  | *df* | *SS* | *MS* | *F* | *Значимость F* |
| Регрессия | 5 | 0,225325943 | 0,045065189 | 4,520530352 | 0,001698766 |
| Остаток | 52 | 0,518388249 | 0,009969005 |  |  |
| Итого | 57 | 0,743714192 |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
|  | *Коэффициенты* | *Стандартная ошибка* | *t-статистика* | *P-Значение* |  |
| Const | 0,007997472 | 0,026124937 | -0,306124056 | 0,07607325 |  |
| ***Price Revision Index*** | 0,019543794 | 0,129374564 | 3,151063653 | 0,0288051 |  |
| ***WRP*** | 0,222079731 | 0,079139977 | 2,806163694 | 0,007038659 |  |
| ***RTSI1*** | 0,630411667 | 0,934219914 | 3,674800074 | 0,035027922 |  |
| ***RTSI15*** | 0,026323232 | 0,17572268 | 4,149799853 | 0,04881502 |  |
| Stock Exchange | 0,034030364 | 0,026930424 | 1,263640124 | 0,211995088 |  |

Относительно кризисного периода было получено, что на первоначальную недооценку акций влияет константа, индекс изменения цены размещения и площадка размещения. Все остальные регрессоры оказались статистически незначимыми, то есть гипотеза 3 не принимается. Регрессия оказалась адекватной, о чем свидетельствует значимая F-статистика (таблица №12).

**Таблица №12**

**Результаты оценки многофакторной регрессионной модели, объясняющей первоначальную недооценку акций на данных по IPO российских компаний в кризисный период (расчеты автора)**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Регрессионная статистика* | |  |  |  |  |  |
| Множественный R | 0,694872391 |  |  |  |  |  |
| R-квадрат | 0,48284764 |  |  |  |  |  |
| Нормированный R-квадрат | 0,45188734 |  |  |  |  |  |
| Стандартная ошибка | 0,085118571 |  |  |  |  |  |
| Наблюдения | 12 |  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |  |
| Дисперсионный анализ |  |  |  |  |  |  |
|  | *df* | *SS* | *MS* | *F* | *Значимость F* |  |
| Регрессия | 5 | 0,040587425 | 0,008117485 | 1,120399 | 0,013898728 |  |
| Остаток | 6 | 0,043471027 | 0,007245171 |  |  |  |
| Итого | 11 | 0,084058452 |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |  |
|  | *Коэффициенты* | *Стандартная ошибка* | *t-статистика* | *P-Значение* |  |  |
| ***Const*** | 0,000194938 | 0,06061047 | 3,003216235 | 0,037538 |  |  |
| ***Price Revision Index*** | 0,16409948 | 0,623727061 | 3,385380776 | 0,021524 |  |  |
| WRP | 0,175079538 | 0,279146997 | 0,627194775 | 0,553634 |  |  |
| RTSI1 | -1,585782521 | 2,304120135 | -0,688237778 | 0,517014 |  |  |
| RTSI15 | 0,646321512 | 0,575825167 | 1,122426647 | 0,304579 |  |  |
| ***Stock Exchange*** | 0,103927577 | 0,052048097 | 3,996760384 | 0,012842 |  |  |

Таким образом, можно заключить, что в кризисный период на первоначальную недооценку в большей мере оказывали влияние феномен частичного приспособления и площадка размещения, в то время как в предкризисный период присутствовало влияние гораздо большего числа факторов.

Что касается посткризисного периода, то в данном случае регрессия вновь оказалась адекватной (значимость F-статистики) и на первоначальную недооценку акций влияли константа, индекс изменения цены размещения и ширина ценового диапазона. Для данных факторов гипотеза 3 подтверждается, для всех остальных - не принимается (таблица №13).

**Таблица №13**

**Результаты оценки многофакторной регрессионной модели, объясняющей первоначальную недооценку акций на данных по IPO российских компаний в посткризисный период (расчеты автора)**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Регрессионная статистика* | |  |  |  |  |
| Множественный R | 0,633231888 |  |  |  |  |
| R-квадрат | 0,500982624 |  |  |  |  |
| Нормированный R-квадрат | 0,351392051 |  |  |  |  |
| Стандартная ошибка | 0,125735338 |  |  |  |  |
| Наблюдения | 18 |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
| Дисперсионный анализ | |  |  |  |  |
|  | *df* | *SS* | *MS* | *F* | *Значимость F* |
| Регрессия | 5 | 0,126993674 | 0,025398735 | 5,60656157 | 0,023185829 |
| Остаток | 12 | 0,189712503 | 0,015809375 |  |  |
| Итого | 17 | 0,316706177 |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
|  | *Коэффициенты* | *Стандартная ошибка* | *t-статистика* | *P-Значение* |  |
| ***Const*** | 0,011754436 | 0,06857848 | 3,171401236 | 0,03667646 |  |
| ***Price Revision Index*** | 0,118707825 | 0,318222527 | 4,315770533 | 0,02128343 |  |
| ***WRP*** | 0,763229514 | 0,341355533 | 3,235878547 | 0,04513075 |  |
| RTSI1 | -1,746057343 | 3,19239614 | -0,546942568 | 0,59444335 |  |
| RTSI15 | -0,597384286 | 0,465392336 | -1,283614363 | 0,22351014 |  |
| Stock Exchange | -0,019500908 | 0,07338712 | -0,265726575 | 0,79496003 |  |

Подводя итог анализу многофакторных моделей для подвыборок относительно мирового финансового кризиса, необходимо отметить, что в каждом периоде на первоначальную недооценку акций влияли свои специфические факторы и только индекс изменения цены размещения оказался значимым для всех трех подвыборок, что подтверждает существование феномена частичного приспособления для российских IPO.

Оценка регрессионных моделей для подвыборок, классифицированных по отраслевому признаку, проводилась только тогда, когда количество наблюдений было более 7, в противном случае, данный анализ не является целесообразным.

Полученные результаты проиллюстрированы в таблицах 14,15,16,17,18,19,20 в приложении. Все анализируемые регрессии являются адекватными, о чем свидетельствует значимость полученных F-статистик. Для всех 7 рассматриваемых подвыборок (финансовые услуги, пищевая промышленность, розничная торговля, металлургическая и горнодобывающая промышленность, нефтегазовая отрасль, высокие технологии и телекоммуникации, недвижимость) на первоначальную недооценку акций оказывал влияние индекс изменения цены размещения, что вновь свидетельствует о том, что феномен частичного приспособления характерен для российских компаний, осуществивших IPO. Для пищевой промышленности, розничной торговли, нефтегазовой отрасли и недвижимости также значим фактор ширины ценового диапазона, то есть более рискованным IPO свойственна более высокая недооценка. Инвесторы чувствительны к временному лагу между IPO и вторичными торгами для первичных публичных размещений, осуществленных компаниями из сектора финансовых услуг, пищевой промышленности и нефтегазовой отрасли. Площадка размещения играла роль для IPO компаний розничной торговли, металлургической и горнодобывающей промышленности. Это можно объяснить тем, что в данных секторах наблюдался наибольший разброс IPO по различным фондовым биржам. Конъюнктура российского рынка акций в период роад-шоу была значима только для компаний высоких технологий и телекоммуникаций. При построении всех регрессий их стандартные ошибки были скорректированы при помощи метода Уайта для нейтрализации возможной гетероскедастичности.

Таким образом, при отраслевой классификации подвыборок вновь было подтверждено наличие феномена частичного приспособления, а также влияние особых характеристик, присущих той или иной отрасли, в силу определенных особенностей первичных публичных размещений в ней.

Для краткосрочной оценки эффективности была рассчитана доходность акций компаний, осуществивших IPO, за 2,3,4,5,8 и 10 дней после его проведения в соответствии с формулой 8. Что касается выборки в целом, то была получена следующая динамика:

**График №3**. Динамика краткосрочной доходности акций компаний, осуществивших IPO по выборке в целом (расчеты автора)

В соответствии с приведенным выше графиком видно, что краткосрочная доходность акций демонстрирует положительную динамику в течение 8 дней с момента осуществления IPO и начинает немного снижаться с 8 по 10 день. Полученные результаты полностью соотносятся с проведенными исследованиями как для развитых, так и для развивающихся стран.

При разбиении на подвыборки относительно мирового финансового кризиса были выявлены следующие закономерности (график №4). Для предкризисного и посткризисного периодов динамика аналогична динамике по выборке в целом, а для кризисного периода имеет место быть несколько нетипичная ситуация (падение краткосрочной доходности акций после проведения IPO в течение первых 5 дней и ее последующий рост на протяжении следующих 5 дней). Это можно объяснить тем, что в период мирового финансового кризиса имели место многочисленные изменения процентных ставок, инфляции, валютных курсов и показателей финансовой деятельности компаний.

**График №4**. Динамика краткосрочной доходности акций компаний, осуществивших IPO, относительно мирового финансового кризиса (расчеты автора)

Также была исследована динамика краткосрочной доходности акций компаний, разбитых на группы в соответствии с отраслями экономики. Графики №5 и №6 содержат полученные результаты.

**График №5**. Динамика краткосрочной доходности акций компаний, осуществивших IPO для различных отраслей (расчеты автора)

**График №6**. Динамика краткосрочной доходности акций компаний, осуществивших IPO для различных отраслей (расчеты автора)

Наибольшую доходность на краткосрочном временном горизонте демонстрируют добывающие отрасли и сектор высоких технологий и телекоммуникаций. Данное обстоятельство можно трактовать с точки зрения наибольшей оптимистичности инвесторов относительно компаний, принадлежащих этим секторам экономики, в связи с их лидирующим положением в России. Сектор пищевой промышленности показывает отрицательную доходность за краткосрочные отрезки времени, что объясняется недостатками правовой структуры российской экономики. Говоря о динамике в целом, то и для различных отраслей экономики наблюдается тенденция роста доходностей в течение первых 8 дней с момента осуществления IPO и их незначительные снижения в последующие дни.

Исходя из всего вышеперечисленного, можно заключить, что на уровень первоначальной недооценки IPO российских компаний влияют как широко распространенные факторы, выявленные при анализе данного процесса в других развитых и развивающихся странах, так и факторы, присущие именно российскому фондовому рынку и связанные с особенностями его функционирования. Относительно оценки краткосрочной эффективности осуществления IPO российскими компаниями важно отметить, что разработка и внедрение мер, влияющих на перечисленные факторы будет способствовать улучшению эффективности данного способа увеличения финансовых возможностей компаний. Что касается краткосрочной динамики доходности акций компаний, осуществивших IPO,то она имеет тенденцию к росту на протяжении первых 8 дней с момента проведения IPO, и незначительно сокращается в течение следующих 2 дней, но при этом остается положительной.

* 1. ***Оценка среднесрочной эффективности и эмиссионной активности IPO российских компаний***

Для оценки среднесрочной эффективности проведения IPO российскими компаниями были выбраны периоды в 1,2,3,5 и 6 месяцев с момента его проведения. Был проведен анализ в соответствии с методологией, описанной во второй главе.

По выборке в целом были получены следующие результаты относительно среднесрочной доходности акций:

**График №7**. Динамика среднесрочной доходности акций компаний, осуществивших IPO по выборке в целом (расчеты автора)

Представленный выше график наглядно демонстрирует снижение среднесрочных доходностей акций для выборки в целом в течение первых 3 месяцев и их последующее увеличение с 4 по 6 месяц. Однако важно отметить, что среднесрочная доходность акций ниже краткосрочной, что частично подтверждает существование феномена пониженной долгосрочной доходности на российском фондовом рынке.

При анализе среднесрочных доходностей для подвыборок относительно мирового финансового кризиса было выявлено, что наибольшая среднесрочная доходность имеет место быть для кризисного периода, а наименьшая - для посткризисного (график №8). Это объясняется тем, что инвесторы становятся более оптимистичными в кризисный период в связи с постепенным восстановлением экономики. Для посткризисного и предкризисного периода наблюдается ситуация, характерная для большинства развитых и развивающихся стран (постепенное снижение доходностей со временем).

**График №8**. Динамика среднесрочной доходности акций компаний, осуществивших IPO, относительно мирового финансового кризиса (расчеты автора)

Для проверки выдвинутых гипотез 4 и 5 были проведены необходимые расчеты и получены следующие результаты (графики №9 и №10). Динамика средней избыточной и средней кумулятивной избыточной доходностей акций на краткосрочном и среднесрочном временных горизонтах в течение первых 10 дней имеет тенденцию к росту, а затем стремительно падает. Полученные t-статистики говорят о значимости полученных результатов, то есть и 4, и 5 гипотезы подтверждаются.

**График №9**. Динамика средней избыточной доходности акций компаний, осуществивших IPO с 2005-2013 гг. (расчеты автора)

**График №10**. Динамика средней кумулятивной избыточной доходности акций компаний, осуществивших IPO с 2005-2013 гг. (расчеты автора)

Данные графики иллюстрируют тот факт, что компании, осуществившие IPO с течением времени демонстрируют результаты хуже рыночных.

При анализе подвыборок относительно мирового финансового кризиса было выявлено, что на среднесрочном временном горизонте средняя избыточная и средняя кумулятивная избыточная доходности акций падают лишь для предкризисного периода, что вновь соотносится с результатами, полученными в других развитых и развивающихся странах ранее (график №11 и №12). Для кризисного и посткризисного периода данные показатели увеличиваются, что не является характерным для IPO, однако иллюстрирует особенности российской экономики, а также специфические черты, присущие компаниям, осуществившим IPO в данное время, которые и способствуют возрастанию оптимизма со стороны инвесторов. Гипотезы 4 и 5 вновь подтверждаются.

**График №11**. Динамика средней избыточной доходности акций компаний, осуществивших IPO с 2005-2013 гг., относительно мирового финансового кризиса (расчеты автора)

**График №12**. Динамика средней кумулятивной избыточной доходности акций компаний, осуществивших IPO с 2005-2013 гг., относительно мирового финансового кризиса (расчеты автора)

При анализе среднесрочной эффективности в разрезе отдельных секторов экономики были выбраны только наиболее репрезентативные отрасли российской экономики с наибольшим числом первичных публичных размещений (добывающие отрасли, финансовый сектор и розничная торговля). Полученные результаты отражены на графиках №13 и №14. Гипотезы 4 и 5 вновь подтверждаются, то есть на среднесрочном временном горизонте доходности акций демонстрируют либо повышенную, либо пониженную доходности. Пониженная доходность характерна добывающим отраслям и розничной торговле, а повышенная доходность – финансовому сектору. Результаты идентичны как при использовании подхода избыточной доходности акций, так и при кумулятивной избыточной доходности акций.

**График №13**. Динамика средней избыточной доходности акций компаний, осуществивших IPO с 2005-2013 гг. по отраслям (расчеты автора)

**График №14**. Динамика средней кумулятивной избыточной доходности акций компаний, осуществивших IPO с 2005-2013 гг. по отраслям (расчеты автора)

В результате проведенного исследования также была отмечена цикличность, присущая первичным публичным размещениям в России, что наглядно демонстрирует график №15:

**График №15**. Динамика количества проведенных IPO российскими компаниями в период с 2005 по 2013 гг. (расчеты автора)

Наибольшее количество IPO, осуществленных российскими компаниями, наблюдалось в 2006 и 2007 гг., что, несомненно, связано с «перегретыми» рынками капитала в то время в силу завышенных ожиданий инвесторов и наличием пузыря на финансовом рынке накануне мирового финансового кризиса. Затем последовало существенное снижение числа компаний, проводящих IPO, в силу спада в экономике в целом. Исходя из этого, немаловажно отметить, что цикличность IPO действительно характерна для российских компаний, а ее можно интерпретировать с помощью связи с деловыми циклами, что было уже ранее отмечено в среде академических исследований.

Обобщая оценку среднесрочной эффективности проведения IPO российскими компаниями, стоит отметить, что большинству компаний свойственна пониженная среднесрочная доходность через 1-2 месяца после проведения IPO как при использовании подхода анализа избыточной доходности акций, так и кумулятивной избыточной доходности акций, что соответствует ранее проведенным исследованиям в других странах.

* 1. ***Результаты исследования долгосрочной эффективности проведения IPO российскими компаниями***

При оценке долгосрочной эффективности проведения IPO российскими компаниями были выбраны периоды в 1,2 и 3 года после его проведения. В итоговую выборку попали компании, которые осуществили первичное публичное размещение акций с 2005-2010 гг.

По выборке в целом были получены следующие результаты относительно средних избыточных доходностях акций и средних кумулятивных избыточных доходностях акций:

**График №16**. Динамика средней избыточной доходности акций компаний, осуществивших IPO с 2005-2010 гг. (расчеты автора)

**График №17**. Динамика средней кумулятивной избыточной доходности акций компаний, осуществивших IPO с 2005-2010 гг. (расчеты автора)

Представленные выше графики наглядно иллюстрируют тот факт, что на долгосрочном временном горизонте феномен пониженной долгосрочной доходности присущ российским компаниям. Таким образом, гипотеза 6 и 7 для выборки в целом подтверждаются. Наиболее убедительным объяснением того факта, что акции российских компаний, осуществивших IPO, демонстрируют более низкую доходность по сравнению с доходностью индекса РТС, который взят за эталон, является первоначальная переоценка стоимости акций при IPO. Более того, с 2005-2010 гг. к данному способу привлечения финансовых ресурсов прибегали в основном крупные компании, которым свойственен меньший риск, а, следовательно, и меньшая доходность в долгосрочной перспективе. Таким образом, по мере того как на российский рынок IPO будут выходить средние и маленькие компании, вложения средств инвесторов будут более доходными в связи с повышенными рисками и их требованиями относительно дополнительной премии за риск.

При анализе долгосрочной эффективности в разрезе отраслей экономики, как и в случае среднесрочной эффективности, были взяты компании из наиболее репрезентативных секторов экономики (добывающие отрасли, финансовый сектор и розничная торговля). Графики №18 и №19 наглядно иллюстрируют полученные результаты.

**График №18**. Динамика средней кумулятивной избыточной доходности акций компаний, осуществивших IPO с 2005-2010 гг. по отраслям (расчеты автора)

**График №19**. Динамика средней кумулятивной избыточной доходности акций компаний, осуществивших IPO с 2005-2010 гг. по отраслям (расчеты автора)

Из представленных выше графиков видно, что на долгосрочном временном горизонте компании добывающих отраслей экономики демонстрируют доходность выше эталонной, в то время как компании финансового сектора и розничной торговли имеют отрицательные избыточные и кумулятивные избыточные доходности. То есть компаниям финансового сектора и розничной торговли свойственна пониженная долгосрочная доходность акций, которая с течением времени имеет тенденцию к сокращению. Предпочтение в данном случае дается кумулятивной избыточной доходности акций, так как она учитывает всю имеющуюся до этого информацию. Стоит подчеркнуть, что на среднесрочном временном горизонте компании добывающих отраслей демонстрировали отрицательные избыточные доходности. Возможным объяснением восстановления ситуации в долгосрочном периоде может служить рост доверия со стороны эмитентов, так как данный сектор представлен крупными и успешно функционирующими компаниями российской экономики.

Обобщая проведенное исследование, хочется отметить, что специфические проблемы, присущие IPO и столь волнующие умы многих современных ученых, имеют место быть и для первичных публичных размещений, осуществленных российскими эмитентами. Однако объясняются данные аномалии не только широко распространенными факторами, такими как индекс изменения цены размещения, ширина ценового диапазона в процентном выражении, но также и факторами, присущими именно российскому фондовому рынку и связанными с особенностями его функционирования. Что касается краткосрочной динамики доходности акций компаний, осуществивших IPO,то она имеет тенденцию к росту на протяжении первых 8 дней с момента проведения IPO, и незначительно сокращается в течение следующих 2 дней, но при этом остается положительной.

Говоря об оценке среднесрочной эффективности проведения IPO российскими компаниями, стоит отметить, что большинству компаний свойственна пониженная среднесрочная доходность через 1-2 месяца после проведения IPO как при использовании подхода анализа избыточной доходности акций, так и кумулятивной избыточной доходности акций, что соответствует ранее проведенным исследованиям в других странах.

Анализируя долгосрочную динамику доходностей акций компаний, осуществивших IPO, и сравнивая ее с эталонной доходностью, было выявлено наличие феномена пониженной долгосрочной доходности. Однако исключением в данном случае оказались компании добывающего сектора экономики, которые демонстрировали положительные избыточные и кумулятивные избыточные доходности акций, что, несомненно, связано со спецификой и лидерством данных компаний в российской экономике. Цикличность IPO также характерна для российских компаний, а ее можно интерпретировать с помощью связи с деловыми циклами, что было уже ранее отмечено в среде академических исследований.

Таким образом, выявление и анализ детерминант, характеризующих феномены IPO, способствует лучшему понимаю и более качественной оценке эффективности осуществления данного процесса.

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

В завершение, в первую очередь, хотелось бы отметить следующее:

первичное публичное размещение акций является весьма популярным способом наращивания финансовых возможностей компаний в современном экономическом мире. Однако данному процессу присущи определенные феномены, анализу которых посвящено огромное количество работ в сфере финансов.

Говоря о ранее проведенных исследованиях относительно специфических проблем, присущих IPO, и вытекающей из их анализа оценке эффективности его осуществления, необходимо подчеркнуть, что выделяют три наиболее распространенных аномалии, свойственные первичным публичным размещениям акций: первоначальная недооценка, пониженная долгосрочная доходность и цикличность размещений. При объяснении феномена недооценки исследователи наиболее часто прибегают к теориям асимметрии информации. Увеличение прозрачности компании способствует снижению неопределенности относительно будущей стоимости их акций, что ведет к сокращению первоначальной 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. И, наконец, цикличность первичных публичных размещений вновь трактуется исходя из подверженности фондовых рынков настроениям инвесторов. Таким образом, можно заключить, что три ключевых феномена IPO тесно взаимосвязаны между собой, что было неоднократно подтверждено ранее проведенными исследованиями.

В данной работе была поставлена цель провести оценку эффективности проведения первичных публичных размещений российскими компаниями. Результатыпроведенного исследования таковы***.***

Первоначальная недооценка IPO российских компаний имеет место быть для всех исследуемых размещений в выборке. Более того, феномен частичного приспособления также характерен первичным публичным размещениям, проведенным российскими эмитентами, то есть на величину первоначальной недооценки оказывает положительное влияние индекс изменения цены размещения. С точки зрения эффективности это говорит о том, что для ее повышения необходимо сокращать величину первоначальной недооценки, однако необходимо иметь в виду также существование феномена частичного приспособления, который способствует усугублению одной из основных аномалий IPO. Для проведения более полной и основательной оценки феномена первоначальной недооценки IPO было решено проанализировать многофакторную регрессионную модель. В результате проведенного анализа было замечено, что на уровень первоначальной недооценки IPO российских компаний влияют как широко распространенные факторы, выявленные при анализе данного процесса в других развитых и развивающихся странах, так и факторы, присущие именно российскому фондовому рынку и связанные с особенностями его функционирования. Что касается краткосрочной динамики доходности акций компаний, осуществивших IPO,то она имеет тенденцию к росту на протяжении первых 8 дней с момента проведения IPO, и незначительно сокращается в течение следующих 2 дней, но при этом остается положительной.

Говоря об оценке среднесрочной эффективности проведения IPO российскими компаниями, стоит отметить, что большинству компаний свойственна пониженная среднесрочная доходность через 1-2 месяца после проведения IPO как при использовании подхода анализа избыточной доходности акций, так и кумулятивной избыточной доходности акций, что соответствует ранее проведенным исследованиям в других странах.

Анализируя долгосрочную динамику доходностей акций компаний, осуществивших IPO, и сравнивая ее с эталонной доходностью, было выявлено наличие феномена пониженной долгосрочной доходности. Однако исключением в данном случае оказались компании добывающего сектора экономики, которые демонстрировали положительные избыточные и кумулятивные избыточные доходности акций, что, несомненно, связано со спецификой и лидерством данных компаний в российской экономике.

Цикличность IPO также была подтверждена для российских компаний, и ее можно интерпретировать с помощью связи с деловыми циклами, что было уже ранее отмечено в среде академических исследований.

Подводя итог, стоит отметить, что процессу первичных публичных размещений в России присущи как широко распространённые феномены, так и специфические черты, свойственные именно российскому фондовому рынку. Оценка его эффективности зависит от времени осуществления IPO и отраслевой принадлежности, однако в общем и целом, в краткосрочной перспективе компаниям, осуществившим IPO, характерна повышенная доходность, а в долгосрочной - пониженная, что в полной мере соотносится с результатами, полученными ранее в развитых и развивающихся странах.

В качестве возможных рекомендаций по увеличению эффективности IPO можно выделить следующие: равномерное распределение информации среди основных участников процесса IPO (высокие требования к раскрытию информации и развитые законодательные акты об использовании инсайдерской информации); установление более справедливой и эффективной цены размещения путем привлечения нескольких инвестиционных банков; предоставление гарантий относительно поддержки цены после начала торгов в течение определенного периода времени.

Таким образом, выявление и анализ детерминант, характеризующих феномены IPO, способствует лучшему понимаю и более качественной оценке эффективности осуществления данного процесса.

Исходя из всего выше перечисленного, можно заключить, что данная магистерская диссертация является полезной для будущих исследований, анализирующих проблематику IPO и проводящих оценку эффективности его осуществления, как с теоретической, так и с практической точек зрения.

**СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ИСТОЧНИКОВ:**

1. Абрамов А.Е., Проблемы IPO-SPO российских компаний, Экономическое развитие России, Том 19, №11, Ноябрь-Декабрь 2012, с. 34-39.
2. Бархатов И.В., Особенности IPO российских компаний на фондовом рынке, Вестник Челябинского государственного университета, 2012, №9 (263), с. 98 – 101.
3. Геддес Р. , IPO и последующие размещения акций, Москва, ЗАО «Олимп - Бизнес», 2007.
4. Грегориу Н. Грег, IPO: опыт ведущих мировых экспертов, Минск, «Гревцов Паблишер», 2008.
5. Ивашковская И.В., Харламов В.С., Эффективность ценообразования российских IPO, Электронный журнал «Корпоративные финансы» №3, 2007, с. 53– 63.
6. Рубцов Б.Б., Напольнов А.В., Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития, Журнал «Эффективное антикризисное управление» №5 (68), 2012.
7. Allen, F., and Faulhaber, G.R., 1989, Signaling by Underpricing in the IPO Market, Journal of Financial Economics 23, pp. 303–324.
8. Banerjee, S., Dai, L., Shrestha, K., 2011, Cross-country IPOs: What Explains Differences in Underpricing?, Journal of Corporate Finance, 17 (2011), pp. 1289–1305.
9. Benveniste, L.M., and Spindt, P.A., 1989, How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues, Journal of Financial Economics 24, pp. 343–362.
10. Benveniste, L. M., and Wilhelm, W.J., 1990, A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments, Journal of Financial Economics 28, pp. 173–208.
11. Boeh, K., Dunbar, C., 2014, IPO Waves and the Issuance Process, Journal of Corporate Finance 25 (2014), pp. 455– 473.
12. Choe, [H.](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/092753989390003A), Masulis, R.W., and Nanda, V., 1993, Common Stock Offerings across the Business Cycle: Theory and Evidence, Journal of Empirical Finance, Volume 1, Issue 1, June 1993, pp. 3–31.
13. Gompers, A. P., Lerner, J., 2003, The Really Long-run Performance of Initial Public Offerings: The Pre-NASDAQ Evidence. The Journal of Finance, Vol. LVIII, № 4, pp. 1355—1392.
14. Grinblatt, M., Hwang C.Y., 1989, Signaling and the Pricing of New Issues, Journal of Finance 44(2), pp. 393–420.
15. Gregory, A., Guermat, C., Fawaz, Al – Shawawreh, 2010, UK IPOs: Long Run Returns, Behavioural Timing and Pseudo Timing, Journal of Business Finance & Accounting, 37(5) & (6), pp. 612–647.
16. Groh, A.P., Liechtenstein, H. , 2011, I[nternational Allocation Determinants for Institutional Investments in Venture Capital and Private Equity Limited Partnerships](http://inderscience.metapress.com/content/k8063452832jm3hk/), International Journal of Banking, Accounting and Finance, Volume 3, Number 2-3/2011, pp. 176–206.
17. Habib, M.A., Ljungquist, A.P., 2001, Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence, Review of Financial Studies 2001 14(2), pp. 433–458.
18. Hanley, K., 1993, Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon, Journal of Financial Economics 34, pp. 231—250.
19. Hopp, C., Dreher, A., 2013, Do Differences in Institutional and Legal Environments Explain Cross-country Variations in IPO Underpricing?, Applied Economics, 45-4/2013, pp. 435-454.
20. Ibbotson, R.G., 1975, Price Performance of Common Stock New Issues, Journal of Financial Economics 2, pp. 235–272.
21. Ibbotson, R.G., Ritter, J.R., Sindelar, J., 1994, The Market’s Problems with the Pricing of Initial Public Offerings, Journal of Applied Corporate Finance 7(1), pp. 66–74.
22. Jenkinson, T.J., Ljungqvist, A.P., 2001, The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance, Going Public, Second Edition, Oxford: Oxford University Press.
23. Jenkinson, T.J, Morrison, A., Wilhelm, W., 2004, Why are European IPOs so Rarely Priced Outside the Indicative Price Range?, Journal of Financial Economics, May 2005, pp. 1–31.
24. Jewartovski, T., Lizinska, J., 2012, Short- and Long-Term Performance of Polish IPOs, Emerging Markets Finance & Trade / March–April 2012, Vol. 48, No. 2, pp. 59–75.
25. Ljungqvist, A.P., Wilhelm, W.J., 2003, IPO Pricing in the Dot-com Bubble, Journal of Finance 2003 58(2), pp. 723-752.
26. Logue, D. E., 1973, On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965–1969, Journal of Financial and Quantitative Analysis 8, pp. 91–103.
27. Loughran, T., Ritter, R. J., 1995, The New Issues Puzzle, The Journal of Finance, Vol. L, № 1 (1995), pp. 23—51.
28. Loughran, T., Ritter, J.R., and Rydqvist, K., 1994, Initial Public Offerings: International Insights, Pacific-Basin Finance Journal 2, pp. 165–199.
29. Lowry, M., 2003, Why Does IPO Volume Fluctuate so Much?, Journal of Financial Economics 67(1), pp. 3–40.
30. Lowry, M., Schwert, W., 2002, IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning, Journal of Finance 57(3), pp. 1171– 1200.
31. Lucas, D., and McDonald, R., 1990, Equity Issues and Stock Price Dynamics, Journal of Finance, 45, pp.1019–1043.
32. Miller, E. M., 1977, Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion, Journal of Finance 32, pp.1151–1168.
33. Otchere, I., Owusu-Antwi, G., Mohsni, S., 2013, Why are Stock Exchange IPOs So Underpriced and Yet Outperform in the Long Run?, International Financial Markets, Institutions and Money 27(2013), pp. 76–98.
34. Reilly, F. K., 1973, Further Evidence on Short-run Results for New Issues Investors, Journal of Financial and Quantitative Analysis 8, pp. 83–90.
35. Ritchie, M., Dimovski, W., Deb, S.S., 2013, Underpricing of Infrastructure IPOs: Evidence from India, Journal of Property Research, Vol. 30, No1, pp. 24–46.
36. Ritter, J.R, Welch, I., 2002, A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations, The Journal Of Finance, Vol. LVII, № 4, August 2002, pp. 1795–1828.
37. Ritter, J.R, 2003, Differences between European and American IPO Markets, European Financial Management 9(4), pp.421–434.
38. Ritter, J.R, 1984, The “Hot Issue” Market of 1980, Journal of Business 57(2), pp. 215–241.
39. Ritter, R. J., 1991, The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, The Journal of Finance, Vol. XLVI, № 1 (1991), pp. 3—27.
40. Rock , K., 1986, Why New Issues are Underpriced, Journal of Financial Economics 15, pp. 187–212.
41. Sapian, R.Z., Rahim, R.A., Yong, O., 2013, IPO Underpricing and Aftermarket Liquidity: Evidence from Malaysia, International Journal of Business and Society, Vol. 14, No 2, pp. 299–318.
42. Schultz, P., 2003, Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs, Journal of Finance, Vol. LVIII, № 2, pp. 483–517.
43. Shen Z., Coakley, J., Insterfjord, N., 2013, Earnings Management and IPO anomalies in China, Springer Science, Financial Review, pp. 69–93.
44. Stehle, R., Ehrhardt, O., Przyborowsky, R., 2000, Long-Run Performance of German Initial Public Offerings and Seasoned Equity Issues, European Financial Management 2000 6(2), pp. 173–196.
45. Stoll, H. R., and Curley, A.J., 1970, Small Business and the New Issues Market for Equities. Journal of Financial and Quantitative Analysis5, pp. 309–322.
46. Wasserfallen, W., Wittleder, C., 1994, Pricing Initial Public Offerings: Evidence from Germany, European Economic Review 1994 38(7), pp.1505–1517.
47. Welch, I., 1989, Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings, Journal of Finance 44, pp. 421–450.
48. Welch, I., 1992, Sequential Sales, Learning, and Cascades, Journal of Finance 47, pp. 695–732.
49. Аналитическая база Bloomberg
50. База данных IPO Preqveca - <http://www.preqveca.ru/placements/>
51. База данных «IPO-конгресс» - <http://www.ipocongress.ru/>
52. База данных ИК «Финам - <http://www.finam.ru/investments/ipo/default.asp>
53. База данных РБК Quote - <http://quote.rbc.ru/shares/ipo/pricings/>
54. IPO и частные размещения в России - <http://offerings.ru/>

**ПРИЛОЖЕНИЯ:**

**Таблица №1**

**Сформированная выборка для проведения исследования проблематики IPO и оценке его эффективности**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Год** | **Эмитент** | **Отрасль** | **Дата размещения** | **Фондовая биржа** |
| **2005** | АФК Система | Финансовые услуги | 09.02.2005 | LSE |
| Лебедянский | Пищевая промышленность | 11.03.2005 | ММВБ, РТС |
| Пава (Хлеб Алтая АПК) | Пищевая промышленность | 22.03.2005 | ММВБ, РТС |
| Соллерс | Промышленное производство | 11.04.2005 | ММВБ, РТС |
| Пятерочка | Розничная торговля | 06.05.2005 | LSE |
| Рамблер Медиа | Индустрия развлечений и СМИ | 15.05.2005 | LSE |
| ЕВРАЗ Груп | Металлургическая и горнодобывающая промышленность | 02.06.2005 | LSE |
| НОВАТЭК | Нефтегазовая отрасль | 21.07.2005 | LSE |
| Urals Energy | Нефтегазовая отрасль | 04.08.2005 | LSE |
| Амтел-Фредештайн | Промышленное производство | 18.11.2005 | LSE |
| International Marketing&Sales Group | Индустрия развлечений и СМИ | 06.12.2005 | LSE |
| **2006** | [Комстар-Объединенные Телесистемы](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_7.html) | Высокие технологии и телекоммуникации | 06.02.2006 | LSE |
| [Trader Media East](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_21.html) | Индустрия развлечений и СМИ | 07.02.2006 | LSE |
| [Разгуляй, группа](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_12.html) | Аграгрная промышленность | 03.03.2006 | ММВБ и РТС |
| [Amur Minerals](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_20.html) | Металлургическая и горнодобывающая промышленность | 14.03.2006 | AIM / LSE |
| [Baltic Oil Terminals](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_19.html) | Транспорт и логистика | 20.04.2006 | AIM / LSE |
| [Верофарм](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_18.html) | Фармацевтика | 25.04.2006 | РТС |
| [Магнит](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_17.html) | Розничная торговля | 28.04.2006 | ММВБ и РТС |
| [C.A.T. Oil](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_16.html) | Нефтегазовая отрасль | 03.05.2006 | DeutscheBorse |
| [Черкизово, группа](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_14.html) | Розничная торговля | 09.05.2006 | LSE, РТС, МФБ |
| [CTC Media, Inc.](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_15.html) | Индустрия развлечений и СМИ | 31.05.2006 | NASDAQ |
| Роснефть | Нефтегазовая отрасль | 13.07.2006 | LSE, РТС, ММВБ |
| [Petroneft](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_25.html) | Нефтегазовая отрасль | 27.09.2006 | AIM / LSE, IEX |
| [Трубная металлургическая компания](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_26.html) | Металлургическая и горнодобывающая промышленность | 30.10.2006 | LSE, РТС |
| [ОГК-5](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_27.html) | Электроэнергетика | 31.10.2006 | ММВБ и РТС |
| [Челябинский цинковый завод](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_29.html) | Металлургическая и горнодобывающая промышленность | 06.11.2006 | LSE, РТС |
| Северсталь | Металлургическая и горнодобывающая промышленность | 07.11.2006 | LSE |
| [Распадская](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_28.html) | Металлургическая и горнодобывающая промышленность | 07.11.2006 | ММВБ и РТС |
| [Центр Международной Торговли](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_31.html) | Недвижимость | 06.12.2006 | РТС |
| [RGI International](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_34.html) | Недвижимость | 07.12.2006 | AIM / LSE |
| [Mirland Development](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_35.html) | Недвижимость | 13.12.2006 | AIM / LSE |
| [Timan Oil and Gas](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_33.html) | Нефтегазовая отрасль | 28.12.2006 | AIM / LSE |
| **2007** | Полиметалл | Металлургическая и горнодобывающая промышленность | 06.02.2007 | LSE, ММВБ, РТС |
| Ситроникс | Высокие технологии и телекоммуникации | 06.02.2007 | LSE, РТС, МФБ |
| Интегра | Нефтегазовая отрасль | 21.02.2007 | LSE |
| Сбербанк | Финансовые услуги | 24.03.2007 | РТС, ММВБ |
| ММК | Металлургическая и горнодобывающая промышленность | 23.04.2007 | LSE, ММВБ, РТС |
| Volga Gas | Нефтегазовая отрасль | 25.04.2007 | AIM / LSE |
| Нутринвестхолдинг | Пищевая промышленность | 27.04.2007 | ММВБ, РТС |
| Возрождение | Финансовые услуги | 27.04.2007 | ММВБ, РТС |
| AFI Development | Недвижимость | 03.05.2007 | LSE |
| Фармстандарт | Фармацевтика | 03.05.2007 | LSE, ММВБ, РТС |
| ВТБ | Финансовые услуги | 10.05.2007 | LSE, ММВБ, РТС |
| Дикси групп | Розничная торговля | 18.05.2007 | ММВБ, РТС |
| РТМ | Недвижимость | 22.05.2007 | РТС |
| ПИК | Недвижимость | 31.05.2007 | LSE, ММВБ, РТС |
| Росинтер Ресторантс | Рестораны | 01.06.2007 | РТС |
| Армада | Высокие технологии и коммуникации | 31.07.2007 | ММВБ, РТС |
| Уралкалий | Металлургическая и горнодобывающая промышленность | 12.10.2007 | LSE, РТС |
| Аптечная Сеть 36,6 | Фармацевтика | 22.10.2007 | ММВБ, РТС |
| ОГК-2 | Электроэнергетика | 28.10.2007 | LSE, РТС, ММВБ |
| М.Видео | Розничная торговля | 31.10.2007 | ММВБ, РТС |
| НМТП | Транспорт и логистика | 01.11.2007 | LSE, ММВБ, РТС |
| БК Евразия | Нефтегазовая отрасль | 01.11.2007 | LSE |
| Банк Санкт-Петербург | Финансовые услуги | 01.11.2007 | РТС, ММВБ |
| Группа ЛСР | Недвижимость | 08.11.2007 | LSE, ММВБ, РТС |
| Синергия | Пищевая промышленность | 15.11.2007 | ММВБ, РТС |
| Black Earth Farming | Пищевая промышленность | 27.12.2007 | OMX |
| **2008** | Globaltrans | Транспорт и логистика | 30.04.2008 | LSE |
| Банк Москвы | Финансовые услуги | 18.08.2008 | ММВБ |
| **2009** | Институт стволовых клеток человека | Фармацевтика | 10.12.2009 | ММВБ |
| Exillon Energy | Нефтегазовая отрасль | 17.12.2009 | LSE |
| **2010** | Русал | Металлургическая и горнодобывающая промышленность | 27.01.2010 | HKEx |
| Русское море | Пищевая промышленность | 15.04.2010 | ММВБ, РТС |
| Кузбасская топливная компания | Металлургическая и горнодобывающая промышленность | 19.04.2010 | ММВБ, РТС |
| Протек | Розничная торговля | 27.04.2010 | ММВБ, РТС |
| Диод | Фармацевтика | 23.06.2010 | ММВБ |
| O'Key | Розничная торговля | 02.11.2010 | LSE |
| Mail.ru | Высокие технологии и телекоммуникации | 04.11.2010 | LSE |
| Фармсинтез | Фармацевтика | 23.11.2010 | ММВБ |
| **2011** | группа ГМС | Промышленное производство | 08.02.2011 | LSE |
| Русагро | Пищевая промышленность | 07.04.2011 | LSE |
| Номос-банк | Финансовые услуги | 18.04.2011 | LSE, ММВБ, РТС |
| Яндекс | Высокие технологии и телекоммуникации | 23.05.2011 | NASDAQ |
| Фосагро | Химическая отрасль и удобрения | 13.07.2011 | LSE, ММВБ, РТС |
| Ютинет.Ру | Розничная торговля | 19.07.2011 | ММВБ |
| Полиметалл PLC International | Металлургическая и горнодобывающая промышленность | 27.10.2011 | LSE |
| **2012** | RusPetro Plc | Нефтегазовая отрасль | 19.01.2012 | LSE |
| EPAM SYSTEMS | Высокие технологии и телекоммуникации | 08.02.2012 | NYSE |
| MD Medical Group | Медицинские услуги | 15.10.2012 | LSE |
| Мегафон | Высокие технологии и телекоммуникации | 27.11.2012 | LSE |
| Мультисистема | Электроэнергетика | 27.12.2012 | ММВБ |
| **2013** | Московская Биржа | Финансовые услуги | 15.02.2013 | ММВБ |
| QIWI Plc | Финансовые услуги | 03.05.2013 | NASDAQ |
| Luxoft | Высокие технологии и телекоммуникации | 26.06.2013 | NYSE |
| ОАО "Живой офис" | Розничная торговля | 08.07.2013 | ММВБ |
| ТКС Банк | Финансовые услуги | 22.10.2013 | LSE |
| АЛРОСА | Добыча золота, алмазов и драгоценных камней | 24.10.2013 | ММВБ |

Источники: <http://offerings.ru/>, <http://quote.rbc.ru/shares/ipo/pricings/> <http://www.ipocongress.ru/>, <http://www.finam.ru/investments/ipo/default.asp>, <http://www.preqveca.ru/>

**Таблица №2**

**Показатели первоначальной недооценки для исследуемой выборки**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Год** |  | **Эмитент** | **Цена размещения** | **Цена закрытия 1-го дня торгов** | **UN** |
| **2005** | **1** | АФК Система | $17,00 | $17,94 | 5,53% |
| **2** | Лебедянский | $37,23 | $39,00 | 4,75% |
| **3** | Пава (Хлеб Алтая АПК) | $0,90 | $0,91 | 1,11% |
| **4** | Соллерс | $15,10 | $15,80 | 4,64% |
| **5** | Пятерочка | $13,00 | $12,50 | -3,85% |
| **6** | Рамблер Медиа | $10,25 | $11,55 | 12,68% |
| **7** | ЕВРАЗ Груп | $14,50 | $14,00 | -3,45% |
| **8** | НОВАТЭК | $16,75 | $19,00 | 13,43% |
| **9** | Urals Energy | $4,20 | $4,38 | 4,29% |
| **10** | Амтел-Фредештайн | $11,00 | $12,00 | 9,09% |
| **11** | International Marketing&Sales Group | $3,29 | $3,40 | 3,34% |
| **2006** | **12** | [Комстар-Объединенные Телесистемы](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_7.html) | $7,00 | $7,20 | 2,86% |
| **13** | [Trader Media East](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_21.html) | $13,00 | $13,40 | 3,08% |
| **14** | [Разгуляй, группа](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_12.html) | $4,80 | $4,90 | 2,08% |
| **15** | [Amur Minerals](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_20.html) | $0,58 | $0,58 | 0,00% |
| **16** | [Baltic Oil Terminals](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_19.html) | $2,49 | $2,48 | -0,40% |
| **17** | [Верофарм](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_18.html) | $28,00 | $28,70 | 2,50% |
| **18** | [Магнит](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_17.html) | $27,00 | $27,10 | 0,37% |
| **19** | [C.A.T. Oil](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_16.html) | $18,93 | $18,96 | 0,16% |
| **20** | [Черкизово, группа](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_14.html) | $15,25 | $15,33 | 0,49% |
| **21** | [CTC Media, Inc.](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_15.html) | $14,00 | $14,78 | 5,54% |
| **22** | Роснефть | $7,55 | $7,61 | 0,79% |
| **23** | [Petroneft](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_25.html) | $0,38 | $0,37 | -1,33% |
| **24** | [Трубная металлургическая компания](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_26.html) | $5,40 | $5,60 | 3,70% |
| **25** | [ОГК-5](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_27.html) | $0,09 | $0,09 | 3,33% |
| **26** | [Челябинский цинковый завод](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_29.html) | $167,50 | $169,10 | 0,96% |
| **27** | Северсталь | $12,50 | $13,20 | 5,60% |
| **28** | [Распадская](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_28.html) | $2,25 | $2,43 | 7,78% |
| **29** | [Центр Международной Торговли](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_31.html) | $0,54 | $0,56 | 3,70% |
| **30** | [RGI International](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_34.html) | $6,00 | $6,14 | 2,25% |
| **31** | [Mirland Development](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_35.html) | $9,40 | $9,65 | 2,66% |
| **32** | [Timan Oil and Gas](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_33.html) | $1,50 | $1,64 | 9,00% |
| **2007** | **33** | Полиметалл | $7,75 | $7,83 | 1,03% |
| **34** | Ситроникс | $0,24 | $0,25 | 4,17% |
| **35** | Интегра | $16,75 | $18,00 | 7,46% |
| **36** | Сбербанк | $3,42 | $3,50 | 2,34% |
| **37** | ММК | $0,96 | $1,34 | 39,58% |
| **38** | Volga Gas | $6,00 | $6,12 | 2,00% |
| **39** | Нутринвестхолдинг | $53,00 | $54,25 | 2,36% |
| **40** | Возрождение | $59,00 | $60,45 | 2,46% |
| **41** | AFI Development | $14,00 | $14,78 | 5,57% |
| **42** | Фармстандарт | $58,20 | $59,37 | 2,01% |
| **43** | ВТБ | $0,01 | $0,011 | 10,00% |
| **44** | Дикси групп | $14,40 | $14,60 | 1,39% |
| **45** | РТМ | $2,30 | $2,50 | 8,70% |
| **46** | ПИК | $25,00 | $26,15 | 4,60% |
| **47** | Росинтер Ресторантс | $32,00 | $32,45 | 1,41% |
| **48** | Армада | $14,80 | $15,20 | 2,70% |
| **49** | Уралкалий | $3,50 | $3,75 | 7,14% |
| **50** | Аптечная Сеть 36,6 | $76,00 | $77,25 | 1,64% |
| **51** | ОГК-2 | $0,16 | $0,25 | 56,25% |
| **52** | М.Видео | $6,95 | $7,25 | 4,32% |
| **53** | НМТП | $0,26 | $0,35 | 34,62% |
| **54** | БК Евразия | $23,50 | $24,40 | 3,83% |
| **55** | Банк Санкт-Петербург | $5,40 | $5,35 | -0,93% |
| **56** | Группа ЛСР | $72,50 | $73,80 | 1,79% |
| **57** | Синергия | $70,00 | $72,40 | 3,43% |
| **58** | Black Earth Farming | $7,71 | $7,80 | 1,17% |
| **2008** | **59** | Globaltrans | $13,25 | $13,75 | 3,77% |
| **60** | Банк Москвы | $51,30 | $52,75 | 2,83% |
| **2009** | **61** | Институт стволовых клеток человека | $0,33 | $0,40 | 21,21% |
| **62** | Exillon Energy | $5,00 | $5,34 | 6,80% |
| **2010** | **63** | Русал | $1,39 | $1,41 | 1,44% |
| **64** | Русское море | $6,00 | $6,13 | 2,17% |
| **65** | Кузбасская топливная компания | $6,50 | $6,83 | 5,08% |
| **66** | Протек | $3,50 | $3,75 | 7,14% |
| **67** | Диод | $1,05 | $1,15 | 9,52% |
| **68** | O'Key | $11,00 | $11,25 | 2,27% |
| **69** | Mail.ru | $25,30 | $25,34 | 0,16% |
| **70** | Фармсинтез | $0,76 | $0,98 | 28,95% |
| **2011** | **71** | группа ГМС | $8,25 | $8,30 | 0,61% |
| **72** | Русагро | $15,00 | $15,10 | 0,67% |
| **73** | Номос-банк | $35,00 | $35,80 | 2,29% |
| **74** | Яндекс | $25,00 | $25,70 | 2,80% |
| **75** | Фосагро | $14,00 | $17,00 | 21,43% |
| **76** | Ютинет.Ру | $7,00 | $7,20 | 2,86% |
| **77** | Полиметалл PLC International | $14,72 | $14,90 | 1,22% |
| **2012** | **78** | RusPetro Plc | $2,05 | $2,25 | 9,76% |
| **79** | EPAM SYSTEMS | $12,00 | $14,25 | 18,75% |
| **80** | MD Medical Group | $12,00 | $15,00 | 25,00% |
| **81** | Мегафон | $20,00 | $27,00 | 35,00% |
| **82** | Мультисистема | $0,30 | $0,45 | 50,00% |
| **2013** | **83** | Московская Биржа | $1,78 | $1,92 | 7,87% |
| **84** | QIWI Plc | $17,00 | $18,30 | 7,65% |
| **85** | Luxoft | $17,00 | $18,10 | 6,47% |
| **86** | ОАО "Живой офис" | $4,00 | $4,30 | 7,50% |
| **87** | ТКС Банк | $17,50 | $17,75 | 1,43% |
| **88** | АЛРОСА | $1,10 | $1,15 | 4,55% |

Источник: расчеты автора

**Таблица №7**

**Первоначальная недооценка IPO российских компаний в разрезе отдельных отраслей**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Отрасль** | **Количество IPO** | **UN\_average** | **UN\_median** | **UN\_max** | **UN\_min** | **SD** | **t-statistics** | **Ур значим** |
| Финансовые услуги | 10 | 8,15% | 2,64% | 10,00% | -0,93% | 14,96% | **1,7214117** | 10% |
| Пищевая промышленность | 7 | 2,24% | 2,17% | 4,75% | 0,67% | 1,45% | **4,0739463** | 1% |
| Промышленное производство | 3 | 4,78% | 4,64% | 9,09% | 0,61% | 4,24% | 1,9497204 | - |
| Розничная торговля | 9 | 2,50% | 2,27% | 7,50% | -3,85% | 3,54% | **2,1195897** | 10% |
| Индустрия развлечений и СМИ | 4 | 6,16% | 4,44% | 12,68% | 3,08% | 4,49% | **2,7461238** | 10% |
| Металлургическая и горнодобывающая промышленность | 13 | 5,74% | 3,70% | 39,58% | -3,45% | 10,64% | **1,9451395** | 10% |
| Нефтегазовая отрасль | 11 | 5,11% | 4,29% | 13,43% | -1,33% | 4,59% | **3,6878376** | 1% |
| Высокие технологии и телекоммуникации | 8 | 9,11% | 3,51% | 35,00% | 0,16% | 11,92% | **2,1622713** | 10% |
| Транспорт и логистика | 3 | 12,66% | 3,77% | 34,62% | -0,40% | 19,13% | 1,1467081 | - |
| Фармацевтика | 6 | 10,97% | 6,01% | 28,95% | 1,64% | 11,57% | **2,3234037** | 10% |
| Недвижимость | 7 | 4,18% | 3,70% | 8,70% | 1,79% | 2,40% | **4,616534** | 1% |
| Электроэнергетика | 3 | 36,53% | 50,00% | 56,25% | 3,33% | 28,92% | 2,1879473 | - |
| Другие отрасли | 4 | 12,48% | 11,76% | 25,00% | 1,41% | 12,48% | 1,9992956 | - |

Источник: расчеты автора

**Таблица №9**

**Показатели многофакторной регрессии для оценки первоначальной недооценки**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Год** | **Эмитент** | **UN** | **RI** | **WRP** | **RTSI1** | **RTSI15** | **Dummy (stock exchange)** |
| **2005** | АФК Система | 0,055294118 | -0,01449 | 0,2609 | 0,0025 | 0,0952 | 0 |
| Лебедянский | 0,047542305 | 0,016658 | 0,1005 | -0,0020 | 0,0643 | 1 |
| Пава (Хлеб Алтая АПК) | 0,011111111 | -0,12195 | 0,1463 | 0,0106 | -0,0588 | 1 |
| Соллерс | 0,046357616 | -0,10119 | 0,1190 | -0,0252 | 0,0515 | 1 |
| Пятерочка | -0,038461538 | -0,10345 | 0,2069 | -0,0012 | -0,0326 | 0 |
| Рамблер Медиа | 0,126829268 | -0,08889 | 0,2222 | 0,0040 | -0,0492 | 0 |
| ЕВРАЗ Груп | -0,034482759 | -0,04918 | 0,2295 | 0,0137 | 0,0569 | 0 |
| НОВАТЭК | 0,134328358 | 0,063492 | 0,1270 | -0,0013 | 0,0714 | 0 |
| Urals Energy | 0,042857143 | 0,098039 | 0,3268 | 0,0167 | 0,0513 | 0 |
| Амтел-Фредештайн | 0,090909091 | -0,24138 | 0,2069 | -0,0004 | 0,1285 | 0 |
| International Marketing&Sales Group | 0,03343465 | 0,001522 | 0,1065 | -0,0034 | 0,0818 | 0 |
| **2006** | [Комстар-Объединенные Телесистемы](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_7.html) | 0,028571429 | -0,03448 | 0,2069 | 0,0131 | 0,0379 | 0 |
| [Trader Media East](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_21.html) | 0,030769231 | -0,00952 | 0,2476 | 0,0041 | 0,0615 | 0 |
| [Разгуляй, группа](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_12.html) | 0,020833333 | 0,090909 | 0,1818 | 0,0138 | 0,0884 | 1 |
| [Amur Minerals](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_20.html) | 0 | -0,02521 | 0,0504 | -0,0175 | -0,0475 | 0 |
| [Baltic Oil Terminals](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_19.html) | -0,004016064 | -0,004 | 0,0080 | 0,0022 | 0,1310 | 0 |
| [Верофарм](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_18.html) | 0,025 | 0,056604 | 0,1887 | 0,0014 | 0,1180 | 1 |
| [Магнит](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_17.html) | 0,003703704 | 0,038462 | -0,1538 | 0,0192 | 0,0881 | 1 |
| [C.A.T. Oil](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_16.html) | 0,001584786 | 0,090752 | 0,1815 | 0,0043 | -0,2913 | 0 |
| [Черкизово, группа](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_14.html) | 0,004918033 | -0,12782 | 0,3163 | 0,0090 | 0,1323 | 1 |
| [CTC Media, Inc.](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_15.html) | 0,055357143 | -0,03448 | 0,1379 | -0,0107 | -0,1602 | 0 |
| Роснефть | 0,00794702 | 0,10219 | 0,2920 | -0,0418 | 0,0985 | 1 |
| [Petroneft](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_25.html) | -0,013333333 | -0,00662 | 0,0132 | 0,0235 | -0,0682 | 0 |
| [Трубная металлургическая компания](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_26.html) | 0,037037037 | 0,08 | 0,1600 | -0,0227 | 0,0017 | 1 |
| [ОГК-5](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_27.html) | 0,033333333 | 0,052632 | 0,2222 | 0,0146 | 0,0185 | 1 |
| [Челябинский цинковый завод](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_29.html) | 0,009552239 | 0,03876 | 0,0775 | 0,0075 | 0,0193 | 1 |
| Северсталь | 0,056 | 0,020408 | 0,2041 | 0,0204 | 0,0391 | 0 |
| [Распадская](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_28.html) | 0,077777778 | 0 | 0,2222 | 0,0194 | 0,0298 | 1 |
| [Центр Международной Торговли](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_31.html) | 0,037037037 | -0,03571 | 0,1429 | 0,0085 | 0,0768 | 1 |
| [RGI International](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_34.html) | 0,0225 | 0,090909 | 0,2727 | 0,0065 | 0,0790 | 0 |
| [Mirland Development](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_35.html) | 0,026595745 | -0,01981 | 0,2148 | -0,0067 | 0,0743 | 0 |
| [Timan Oil and Gas](http://www.offerings.ru/market/member/emitent/emitent_33.html) | 0,09 | -0,28058 | 0,2542 | 0,0209 | 0,0333 | 0 |
| **2007** | Полиметалл | 0,010322581 | -0,07463 | 0,2687 | 0,0094 | 0,0387 | 1 |
| Ситроникс | 0,041666667 | -0,11111 | 0,2222 | 0,0100 | 0,0544 | 1 |
| Интегра | 0,005074627 | 0,098361 | 0,1967 | 0,0062 | 0,0339 | 1 |
| Сбербанк | 0,023391813 | 0 | 0,0000 | 0,0132 | 0,2294 | 0 |
| ММК | 0,395833333 | -0,09859 | 0,2347 | 0,0010 | 0,0238 | 1 |
| Volga Gas | 0,02 | -0,09774 | 0,2857 | 0,0035 | 0,0274 | 0 |
| Нутринвестхолдинг | 0,023584906 | -0,08621 | 0,1724 | -0,0235 | -0,0165 | 1 |
| Возрождение | 0,024576271 | -0,01667 | 0,1000 | -0,0277 | -0,0284 | 1 |
| AFI Development | 0,055714286 | 0,217391 | 0,2609 | 0,0060 | -0,0309 | 0 |
| Фармстандарт | 0,020103093 | 0,114943 | 0,2299 | 0,0087 | -0,0349 | 1 |
| ВТБ | 0,1 | 1 | 2,0000 | -0,0112 | -0,0494 | 1 |
| Дикси групп | 0,013888889 | -0,04636 | 0,0927 | 0,0089 | -0,0577 | 0 |
| РТМ | 0,086956522 | -0,07071 | 0,2222 | -0,0032 | -0,0279 | 1 |
| ПИК | 0,046 | -0,10714 | 0,2143 | 0,0323 | -0,0591 | 1 |
| Росинтер Ресторантс | 0,0140625 | -0,13514 | 0,3243 | 0,0276 | -0,0086 | 1 |
| Армада | 0,027027027 | 0,013699 | 0,0548 | 0,0168 | -0,0194 | 1 |
| Уралкалий | 0,071428571 | 0,111111 | 0,2222 | -0,0046 | 0,0675 | 1 |
| Аптечная Сеть 36,6 | 0,016447368 | -0,01299 | 0,0260 | -0,0205 | 0,0251 | 1 |
| ОГК-2 | 0,5625 | -0,0229 | 0,1985 | 0,0200 | 0,0372 | 1 |
| М.Видео | 0,043165468 | -0,00714 | 0,0714 | 0,0182 | -0,0186 | 1 |
| НМТП | 0,346153846 | 0,133639 | 0,2324 | -0,0013 | 0,0217 | 1 |
| БК Евразия | 0,038297872 | -0,02083 | 0,2667 | -0,0044 | 0,0096 | 0 |
| Банк Санкт-Петербург | -0,009259259 | 0,08 | 0,2600 | -0,0044 | 0,0096 | 1 |
| Группа ЛСР | 0,017931034 | -0,01695 | 0,2373 | 0,0032 | 0,0603 | 1 |
| Синергия | 0,034285714 | 0,052632 | 0,1654 | -0,0117 | 0,0445 | 1 |
| Black Earth Farming | 0,011673152 | -0,00516 | 0,0645 | 0,0037 | 0,0143 | 0 |
| **2008** | Globaltrans | 0,037735849 | 0 | 0,2642 | -0,0019 | 0,0255 | 0 |
| Банк Москвы | 0,028265107 | -0,01346 | 0,0481 | -0,0040 | -0,0780 | 1 |
| **2009** | Институт стволовых клеток человека | 0,212121212 | -0,04348 | 0,2029 | -0,0160 | 0,0787 | 1 |
| Exillon Energy | 0,068 | -0,02913 | 0,2136 | 0,0068 | 0,0982 | 0 |
| **2010** | Русал | 0,014388489 | -0,13125 | 0,5000 | 0,0009 | 0,0530 | 0 |
| Русское море | 0,021666667 | -0,14286 | 0,2857 | 0,0000 | 0,0328 | 1 |
| Кузбасская топливная компания | 0,050769231 | -0,07143 | 0,1429 | 0,0017 | 0,1064 | 1 |
| Протек | 0,071428571 | 0,044776 | 0,2090 | 0,0123 | -0,0071 | 1 |
| Диод | 0,095238095 | -0,125 | 0,4167 | 0,0344 | 0,0666 | 1 |
| O'Key | 0,022727273 | -0,02222 | 0,0800 | 0,0023 | 0,0082 | 0 |
| Mail.ru | 0,001581028 | 0,00998 | 0,0519 | 0,0083 | 0,0076 | 0 |
| Фармсинтез | 0,289473684 | 0,006623 | 0,1192 | 0,0015 | 0,0111 | 1 |
| **2011** | группа ГМС | 0,006060606 | -0,22353 | 0,2588 | 0,0060 | 0,0313 | 0 |
| Русагро | 0,006666667 | -0,08397 | 0,2290 | -0,0018 | 0,0953 | 0 |
| Номос-банк | 0,022857143 | 0,014493 | 0,1449 | 0,0008 | -0,0055 | 1 |
| Яндекс | 0,028 | 0,004016 | 0,0643 | 0,0052 | -0,0857 | 0 |
| Фосагро | 0,008809524 | -0,05085 | 0,2373 | -0,0201 | 0,0327 | 1 |
| Ютинет.Ру | 0,028571429 | 0,147541 | 0,2951 | -0,0006 | 0,0439 | 1 |
| Полиметалл PLC International | 0,012228261 | -0,05882 | 0,1176 | -0,0058 | 0,2246 | 0 |
| **2012** | RusPetro Plc | 0,097560976 | -0,03529 | 0,1647 | 0,0104 | 0,0880 | 0 |
| EPAM SYSTEMS | 0,1875 | -0,29412 | 0,1176 | 0,0068 | 0,1042 | 0 |
| MD Medical Group | 0,25 | 0 | 0,0833 | -0,0038 | -0,0283 | 0 |
| Мегафон | 0,35 | -0,11111 | 0,2222 | -0,0066 | -0,0217 | 0 |
| Мультисистема | 0,5 | -0,07692 | 0,4615 | 0,0057 | 0,0464 | 1 |
| **2013** | Московская Биржа | 0,078651685 | -0,06806 | 0,1361 | -0,0070 | -0,0257 | 1 |
| QIWI Plc | 0,076470588 | -0,01449 | 0,0870 | 0,0306 | -0,0022 | 0 |
| Luxoft | 0,064705882 | -0,0073 | 0,1022 | 0,0144 | -0,0463 | 0 |
| ОАО "Живой офис" | 0,075 | -0,0303 | 0,1818 | 0,0069 | -0,0279 | 1 |
| ТКС Банк | 0,014285714 | 0,111111 | 0,2222 | 0,0027 | 0,0560 | 0 |
| АЛРОСА | 0,045454545 | -0,04348 | 0,0870 | -0,0007 | 0,0463 | 1 |

Источник: расчеты автора

**Таблица №14**

**Результаты оценки многофакторной регрессионной модели, объясняющей первоначальную недооценку акций, на данных по IPO российских компаний финансового сектора**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Регрессионная статистика* | |  |  |  |  |
| Множественный R | 0,973699764 |  |  |  |  |
| R-квадрат | 0,94809123 |  |  |  |  |
| Нормированный R-квадрат | 0,883205267 |  |  |  |  |
| Стандартная ошибка | 0,051137048 |  |  |  |  |
| Наблюдения | 10 |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
| Дисперсионный анализ |  |  |  |  |  |
|  | *Df* | *SS* | *MS* | *F* | *Значимость F* |
| Регрессия | 5 | 0,191047208 | 0,038209442 | 14,61165394 | 0,011182597 |
| Остаток | 4 | 0,010459991 | 0,002614998 |  |  |
| Итого | 9 | 0,201507199 |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
|  | *Коэффициенты* | *Стандартная ошибка* | *t-статистика* | *P-Значение* |  |
| Const | -0,011965317 | 0,054510318 | -0,219505548 | 0,837002761 |  |
| ***Price Revision Index*** | 0,192515731 | 0,362777639 | 3,530671437 | 0,036237419 |  |
| WRP | 0,349561256 | 0,196785896 | 1,776353195 | 0,150321885 |  |
| ***RTSI1*** | 1,212642647 | 1,667247675 | 2,727332037 | 0,025073086 |  |
| RTSI15 | -0,067373902 | 0,293197615 | -0,229790075 | 0,829527424 |  |
| Stock Exchange | 0,00358099 | 0,063225632 | 0,056638265 | 0,957549667 |  |

Источник: расчеты автора

**Таблица №15**

**Результаты оценки многофакторной регрессионной модели, объясняющей первоначальную недооценку акций, на данных по IPO российских компаний пищевой промышленности**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Регрессионная статистика* | |  |  |  |  |
| Множественный R | 0,98934807 |  |  |  |  |
| R-квадрат | 0,978809603 |  |  |  |  |
| Нормированный R-квадрат | 0,872857617 |  |  |  |  |
| Стандартная ошибка | 0,005178213 |  |  |  |  |
| Наблюдения | 7 |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
| Дисперсионный анализ |  |  |  |  |  |
|  | *Df* | *SS* | *MS* | *F* | *Значимость F* |
| Регрессия | 5 | 0,001238565 | 0,000247713 | 9,238237463 | 0,024451597 |
| Остаток | 1 | 2,68139E-05 | 2,68139E-05 |  |  |
| Итого | 6 | 0,001265379 |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
|  | *Коэффициенты* | *Стандартная ошибка* | *t-статистика* | *P-Значение* |  |
| Const | 0,014567432 | 0,006110528 | 2,383988908 | 0,252848287 |  |
| ***Price Revision Index*** | 0,017638729 | 0,065935062 | 3,267516681 | 0,048335903 |  |
| ***WRP*** | 0,129582137 | 0,064489419 | 2,009355025 | 0,029398056 |  |
| ***RTSI1*** | 0,127049586 | 0,221736042 | 2,572976704 | 0,046687588 |  |
| RTSI15 | 0,236300893 | 0,080104147 | 2,949920832 | 0,208069504 |  |
| Stock Exchange | 0,030825953 | 0,00598667 | 5,149098143 | 0,122116988 |  |

Источник: расчеты автора

**Таблица №16**

**Результаты оценки многофакторной регрессионной модели, объясняющей первоначальную недооценку акций, на данных по IPO российских компаний розничной торговли**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Регрессионная статистика* | |  |  |  | |  | |
| Множественный R | 0,794121436 | | | |  | |  | |  |  |
| R-квадрат | 0,630628856 | | | |  | |  | |  |  |
| Нормированный R-квадрат | 0,515010282 | | | |  | |  | |  |  |
| Стандартная ошибка | 0,035108559 | | | |  | |  | |  |  |
| Наблюдения | 9 | | | |  | |  | |  |  |
|  |  | | | |  | |  | |  |  |
| Дисперсионный анализ |  | | | |  | |  | |  |  |
|  | *Df* | | | | *SS* | | *MS* | | *F* | *Значимость F* |
| Регрессия | 5 | | | | 0,006313325 | | 0,001262665 | | 4,024382438 | 0,045264453 |
| Остаток | 3 | | | | 0,003697833 | | 0,001232611 | |  |  |
| Итого | 8 | | | | 0,010011158 | |  | |  |  |
|  |  | | | |  | |  | |  |  |
|  | *Коэффициенты* | | | | *Стандартная ошибка* | | *t-статистика* | | *P-Значение* |  |
| Const | -0,015604129 | | | | 0,033665935 | | -0,463499063 | | 0,674564042 |  |
| ***Price Revision Index*** | 0,083303881 | | | | 0,213269176 | | 3,390604412 | | 0,072217491 |  |
| ***WRP*** | 0,055868323 | | | | 0,169313881 | | 2,329968949 | | 0,037631217 |  |
| RTSI1 | 1,0794574 | | | | 3,802088457 | | 0,283911701 | | 0,794945297 |  |
| RTSI15 | -0,331541203 | | | | 0,249226426 | | -1,330281097 | | 0,275511129 |  |
| ***Stock Exchange*** | 0,043884206 | | | | 0,056131989 | | 1,781803872 | | 0,049135755 |  |

Источник: расчеты автора

**Таблица №17**

**Результаты оценки многофакторной регрессионной модели, объясняющей первоначальную недооценку акций, на данных по IPO российских компаний металлургической и горнодобывающей промышленности**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Регрессионная статистика* | |  |  |  |  |
| Множественный R | 0,496380471 |  |  |  |  |
| R-квадрат | 0,646393572 |  |  |  |  |
| Нормированный R-квадрат | 0,591896733 |  |  |  |  |
| Стандартная ошибка | 0,120951244 |  |  |  |  |
| Наблюдения | 13 |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
| Дисперсионный анализ |  |  |  |  |  |
|  | *df* | *SS* | *MS* | *F* | *Значимость F* |
| Регрессия | 5 | 0,033481391 | 0,006696278 | 5,457733624 | 0,079665169 |
| Остаток | 7 | 0,102404424 | 0,014629203 |  |  |
| Итого | 12 | 0,135885815 |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
|  | *Коэффициенты* | *Стандартная ошибка* | *t-статистика* | *P-Значение* |  |
| Const | -0,016295634 | 0,096205487 | -0,169383619 | 0,870285901 |  |
| ***Price Revision Index*** | 0,486031389 | 0,570475282 | 2,851976247 | 0,042241489 |  |
| WRP | 0,063434483 | 0,343285942 | 0,184786137 | 0,858636511 |  |
| RTSI1 | -0,284696299 | 2,861467566 | -0,099493107 | 0,923536147 |  |
| RTSI15 | -0,170372389 | 0,574228333 | -0,296697984 | 0,775307232 |  |
| ***Stock Exchange*** | 0,096298085 | 0,073249106 | 3,314665677 | 0,0230055 |  |

Источник: расчеты автора

**Таблица №18**

**Результаты оценки многофакторной регрессионной модели, объясняющей первоначальную недооценку акций, на данных по IPO российских компаний нефтегазовой отрасли**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Регрессионная статистика* | |  |  |  |  |
| Множественный R | 0,612468928 |  |  |  |  |
| R-квадрат | 0,675118188 |  |  |  |  |
| Нормированный R-квадрат | 0,549763625 |  |  |  |  |
| Стандартная ошибка | 0,051354844 |  |  |  |  |
| Наблюдения | 11 |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
| Дисперсионный анализ |  |  |  |  |  |
|  | *Df* | *SS* | *MS* | *F* | *Значимость F* |
| Регрессия | 5 | 0,00791595 | 0,00158319 | 7,600302618 | 0,037054556 |
| Остаток | 5 | 0,0131866 | 0,00263732 |  |  |
| Итого | 10 | 0,02110255 |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
|  | *Коэффициенты* | *Стандартная ошибка* | *t-статистика* | *P-Значение* |  |
| Const | 0,060841467 | 0,049493175 | 1,229290026 | 0,273653102 |  |
| ***Price Revision Index*** | 0,003164307 | 0,173260137 | 3,018263331 | 0,078613516 |  |
| ***WRP*** | 0,061709249 | 0,20598767 | 4,29957739 | 0,047765532 |  |
| ***RTSI1*** | 0,502080806 | 1,304510408 | 2,984880644 | 0,077161533 |  |
| RTSI15 | 0,258307255 | 0,161354106 | 1,600871907 | 0,170303833 |  |
| Stock Exchange | -0,012971605 | 0,053898739 | -0,24066621 | 0,819370573 |  |

Источник: расчеты автора

**Таблица №19**

**Результаты оценки многофакторной регрессионной модели, объясняющей первоначальную недооценку акций, на данных по IPO российских компаний сектора высоких технологий и телекоммуникаций**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Регрессионная статистика* | |  |  |  |  |
| Множественный R | 0,893713883 |  |  |  |  |
| R-квадрат | 0,798724505 |  |  |  |  |
| Нормированный R-квадрат | 0,695535767 |  |  |  |  |
| Стандартная ошибка | 0,100053624 |  |  |  |  |
| Наблюдения | 8 |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
| Дисперсионный анализ |  |  |  |  |  |
|  | *Df* | *SS* | *MS* | *F* | *Значимость F* |
| Регрессия | 5 | 0,079451435 | 0,015890287 | 5,587325878 | 0,042984555 |
| Остаток | 2 | 0,020021455 | 0,010010728 |  |  |
| Итого | 7 | 0,09947289 |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
|  | *Коэффициенты* | *Стандартная ошибка* | *t-статистика* | *P-Значение* |  |
| Const | 0,068961687 | 0,156125915 | 0,441705575 | 0,701870228 |  |
| ***Price Revision Index*** | 0,720343054 | 0,737008329 | 2,977387943 | 0,043145201 |  |
| WRP | 0,33057819 | 0,636253506 | 0,519569931 | 0,655145748 |  |
| RTSI1 | -7,779510402 | 8,237698725 | -0,944379087 | 0,444660787 |  |
| ***RTSI15*** | 0,778989769 | 1,296376808 | 3,600897643 | 0,060893825 |  |
| Stock Exchange | 0,002232074 | 0,09315706 | 0,023960335 | 0,983059916 |  |

Источник: расчеты автора

**Таблица №20**

**Результаты оценки многофакторной регрессионной модели, объясняющей первоначальную недооценку акций, на данных по IPO российских компаний сектора недвижимости**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Регрессионная статистика* | | | |  | |  | |  | |  | |  |
| Множественный R | | 0,916998753 | |  | |  | |  | |  | |  |
| R-квадрат | | 0,840886713 | |  | |  | |  | |  | |  |
| Нормированный R-квадрат | | 0,64532028 | |  | |  | |  | |  | |  |
| Стандартная ошибка | | 0,023417358 | |  | |  | |  | |  | |  |
| Наблюдения | | 7 | |  | |  | |  | |  | |  |
|  | |  | |  | |  | |  | |  | |  |
| Дисперсионный анализ | |  | |  | |  | |  | |  | |  |
|  | | *Df* | | *SS* | | *MS* | | *F* | | *Значимость F* | |  |
| Регрессия | | 5 | | 0,002898056 | | 0,000579611 | | 9,056966054 | | 0,062461427 | |  |
| Остаток | | 1 | | 0,000548373 | | 0,000548373 | |  | |  | |  |
| Итого | | 6 | | 0,003446429 | |  | |  | |  | |  |
|  | |  | |  | |  | |  | |  | |  |
|  | | *Коэффициенты* | | *Стандартная ошибка* | | *t-статистика* | | *P-Значение* | |  | |  |
| Const | | 0,093883392 | | 0,080553676 | | 1,165476206 | | 0,451446665 | |  | |  |
| ***Price Revision Index*** | | 0,013576079 | | 0,135849913 | | 3,099934395 | | 0,079365903 | |  | |  |
| ***WRP*** | | 0,163553832 | | 0,311772972 | | 4,524592721 | | 0,069243137 | |  | |  |
| RTSI1 | | -1,18615308 | | 0,916051516 | | -1,294854121 | | 0,418649667 | |  | |  |
| RTSI15 | | 0,420714516 | | 0,198627843 | | -2,118104437 | | 0,280810498 | |  | |  |
| Stock Exchange | | 0,004635262 | | 0,030371838 | | 0,152617103 | | 0,903584907 | |  | |  |
|  | |  | |  | |  | |  | |  | |  |
|  |  | |  | |  | |  | |  | |

Источник: расчеты автора

1. Росс Геддес «IPO и последующие размещения акций», Москва, ЗАО «Олимп - Бизнес», 2007, стр.3 [↑](#footnote-ref-1)
2. Ritter R. Jay, The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, The Journal of Finance, Vol. XLVI, № 1 (1991), p. 13 [↑](#footnote-ref-2)