Главина Софья Григорьевна. Цикличность мирового рынка IPO и её влияние на процесс первичного публичного размещения: диссертация ... кандидата Экономических наук: 08.00.14 / Главина Софья Григорьевна;[Место защиты: ФГАОУВО Российский университет дружбы народов], 2017.- 216 с.

**Содержание к диссертации**

Введение

**ГЛАВА 1. Теоретические аспекты функционирования мирового рынка ipo как сегмента системы мирового хозяйства, его структура, закономерности и современные тенденции развития 14**

1.1 Сущность первичного публичного размещения в современных условиях глобализации и его классификация 14

1.2 Теории цикличности развития мировой экономики и циклы ipo на мировом рынке 29

1.3 Выбор момента проведения ipo для обеспечения устойчивого развития компании, национальной и мировой экономик 36

**Глава 2. Мировой рынок ipo как элемент мировой экономики: его генезис, структура, закономерности и современные тенденции развития 50**

2.1 Анализ становления и развития мирового рынка ipo и эволюция его механизма 50

2.2 Особенности развития мирового рынка ipo по регионам

2.3. Специфика становления и развития рынка ipo стран восточной европы и россии: сохранение и трансформация экономического суверенитета под влиянием глобализации 93

2.4. Современные тенденции развития мирового рынка ipo и особенности координации международной экономической политики 116

**Глава 3. Влияние цикличности мирового рынка ipo на выбор момента проведения первичного публичного размещения 121**

3.1 Взаимосвязь макроэкономической динамики и мирового рынка ipo как один из аспектов

Глобализации 121

3.2 Взаимозависимость параметров рынка ipo стран восточной европы, включая россию, и динамики изменения макроэкономических показателей 133

3.3 Оценка эффективности ipo российских компаний-эмитентов в условиях глобализации и взаимозависимости национальных и мировой экономики 143

Заключение 155

Список используемой литературы 161

* [Теории цикличности развития мировой экономики и циклы ipo на мировом рынке](http://www.dslib.net/economika-mira/ciklichnost-mirovogo-rynka-ipo-i-ejo-vlijanie-na-process-pervichnogo-publichnogo.html#7660691)
* [Выбор момента проведения ipo для обеспечения устойчивого развития компании, национальной и мировой экономик](http://www.dslib.net/economika-mira/ciklichnost-mirovogo-rynka-ipo-i-ejo-vlijanie-na-process-pervichnogo-publichnogo.html#7660692)
* [Специфика становления и развития рынка ipo стран восточной европы и россии: сохранение и трансформация экономического суверенитета под влиянием глобализации](http://www.dslib.net/economika-mira/ciklichnost-mirovogo-rynka-ipo-i-ejo-vlijanie-na-process-pervichnogo-publichnogo.html#7660693)
* [Взаимозависимость параметров рынка ipo стран восточной европы, включая россию, и динамики изменения макроэкономических показателей](http://www.dslib.net/economika-mira/ciklichnost-mirovogo-rynka-ipo-i-ejo-vlijanie-na-process-pervichnogo-publichnogo.html#7660694)

**Введение к работе**

**Актуальность диссертационного исследования**. Темпы развития глобальной экономики определяют потребность компаний в инвестициях для развития, формируя спрос на международном рынке капитала. Одним из современных методов привлечения внешнего финансирования является первичное публичное предложение или первичное публичное размещение (англ. Initial Public Offering – IPO). Общие объемы привлеченных денежных средств в рамках проведения сделок IPO на мировом рынке ежегодно достигают сотен миллиардов долларов США и становятся сопоставимыми с национальными ВВП многих стран.

В течение современного этапа развития глобального рынка IPO (1996 - 2016 гг.) к привлечению денежных средств посредством IPO прибегло более 25-ти тысяч компаний. Под влиянием глобализации, приводящей к упрощению трансграничного перемещения капитала, усиливается воздействие глобальных финансовых центров на рынки IPO, что изменяет баланс спроса-предложения на региональных и национальных фондовых рынках, в особенности, на фондовых рынках развивающихся стран.

Интенсивность реализации IPO, их эффективность (динамика котировок ценных бумаг) и успешность (объем привлеченного капитала), а также активность на рынках IPO являются одними из параметров, позволяющих оценивать состояние национальной и глобальной экономик, а также определять настроения инвесторов и прогнозировать их поведение. Участники процесса IPO должны учитывать проявление глобальных, региональных и национальных закономерностей и тенденций на рынке первичных публичных предложений. Мировой рынок IPO находится под влиянием разных факторов, в том числе макроэкономических, политических и геополитических.

Одной из основополагающих целей реализации сделки IPO является максимизация привлекаемого капитала, при этом качественное выполнение технической подготовки к проведению IPO не даёт гарантии проведения успешного, эффективного и прибыльного размещения. Макроэкономические индикаторы, состояние рынка капитала, текущая фаза экономического цикла, выбор площадки и времени для проведения размещения, а также внутренние показатели компании-эмитента и многие другие факторы могут оказать решающее влияние как на результативность проведённого IPO, так и на перспективы развития компании. Понимание сущности факторов, оказывающих влияние на процесс реализации IPO как на национальном, так и глобальном рынках, позволит повысить уровень эффективности размещений. Особое воздействие на результативность размещений оказывает выбор удачного времени для проведения IPO, которое во многом зависит от цикличности рынка.

В настоящее время существует необходимость в диверсификации российской экономики и выравнивании дисбаланса, вызванного высокой сырьевой зависимостью. Экономические реформы и развитие новых высокотехнологичных секторов увеличивают потребность компаний в инвестициях. Развитие российского рынка IPO имеет стратегическое значение для стимулирования экономического роста и повышения уровня ликвидности и капиталоемкости национального рынка ценных бумаг. Несмотря на то, что в России современная практика размещения IPO имеет относительно недолгую историю, можно отметить, что уже проведён ряд успешных размещений, и рынок первичных публичных предложений сформировался. В последние годы российский рынок IPO испытывает сложности, вызванные разными причинами. Особое влияние на рынок первичных публичных размещений России оказало замедление темпов роста национальной экономики, ставшее результатом ухудшения мировой конъюнктуры, падения цен на энергоносители, политических и геополитических конфликтов, а также санкционных запретов. Проведение IPO является одним из методов привлечения капитала в национальную экономику, а поскольку многие инвесторы на

региональных и локальных рынках являются иностранными, их инвестиции в компании посредством IPO могут стать серьёзной альтернативой прямому иностранному кредитованию российских компаний. Особенно это актуально в условиях закрытого «де-факто» ряду российских банков доступа к долгосрочному кредитованию на рынках Европы и США.

В целом доля России на глобальном рынке IPO весьма незначительна, емкость и ликвидность рынка ценных бумаг пока находится на недостаточно уровне. В осложненной политическими и геополитическими конфликтами ситуации иностранные инвесторы с опаской вкладывают средства в ценные бумаги российских эмитентов. Сузился не только круг потенциальных инвесторов, но и количество зарубежных площадок для проведения первичного публичного размещения. Поэтому выход на новые рынки, развитие механизма привлечения инвестиционных средств в России, в том числе и за счет совершенствования российского законодательства, регулирующего финансовые рынки, и повышения внимания к исследованию мирового рынка IPO будет содействовать долгосрочному экономическому росту как отдельных предприятий, так и национальных, региональных рынков и мировой экономики в целом.

Потребность компаний во внешнем финансировании и рост привлечения капитала  
через IPO, который можно наблюдать в мире, определяет необходимость научного  
осмысления процессов, происходящих на мировом рынке IPO. В частности, изучение  
мирового опыта позволит обозначить перспективные направления по повышению  
привлекательности российского фондового рынка. Раскрытие основных

закономерностей проведения процедуры IPO может способствовать дополнительному совершенствованию практики реализации первичного публичного размещения в российских и международных реалиях. Выявление трендов и различий в развитии рынка IPO в мировом, региональном и национальном масштабах, определение особенностей цикличности рынка IPO, а также уточнение влияния цикличности глобального рынка IPO на процесс первичного публичного размещения на мировых фондовых биржах представляют теоретический и практический интерес и определяют актуальность данной научной темы.

**Степень научной проработанности темы.** В изучении процессов IPO можно выделить несколько основных направлений: недооценка акций в момент размещения; пониженная доходность в долгосрочной перспективе; стабилизирующие действия андеррайтера; выбор момента выхода на биржу; взаимодействие национальных и международных IPO; методы оценки результатов размещений; определение преимуществ преобразования компании в публичную и другие.

Теоретической базой исследования рынка первичного публичного размещения послужили труды российских учёных и экономистов: С.В Гвардина, Я.М. Миркина, Б.Б. Рубцова, А.В. Лукашова, В.Д. Никифоровой, В.А. Макаровой, А.Н. Алексеева, С.В. Брюховецкой, К.В. Пензина, С.А. Балашова, Т.В. Калядина, С.Д. Носова, А.О. Могина и др. А также и зарубежных авторов: Р. Геддеса, Д. Дрейхо, Ф. Эспинасса, Р. Ибботсона, Р. Раджан, Д. Риттера, И. Уэлча, Т. Таули, М. Лоури, Дж. Хаффе, В. Шверта, М. Пагано, Ф. Паннета, Л. Зингалеса, Дж. Лернера, Дж. Драхо, Д. Кунтза, У Шарпа и др.

Фундаментальную базу данного диссертационного исследования также составили работы по изучению мирового и регионального рынков капитала И.А. Айдрус, Д.О. Бирюкова, В.М. Давыдова, М.В. Жарикова, Б.Б. Рубцова, Л.Н. Федякиной и др.

Основополагающие работы по интересующей нас теме зарубежных авторов посвящены, в основном, исследованию вопросов определения момента проведения IPO и анализу фондовых рынков развитых стран. Рынки же развивающихся стран изучены в меньшей степени, а рынок IPO России изучался единичными исследователями. В

современной научной литературе встречается использование различных понятий IPO, что неизбежно ведет к несогласованности в использовании первичных данных и различным результатам исследований мирового, региональных и национальных рынков. Следует, также, отметить отсутствие подробного анализа развития мирового рынка IPO, а также исследований проявлений цикличности рынка IPO в России.

**Информационная** **база** **исследования.** В исследовании для анализа

используются данные за 1996-2016 гг., в случаях отсутствия достоверной информации –  
за последний доступный период. База исследования состоит из следующих основных  
групп: результаты научных работ известных исследователей фондовых рынков; отчеты  
независимых аналитических агентств, аудиторских и консалтинговых компаний,  
занимающихся сбором и анализом информации о рынке IPO в ходе выполнения  
функции сопроводителя в сделках по размещению ( ПрайсвотерхаусКуперс Аудит  
(PwC), Делойт (Deloitte), Эрнст энд Янг Внешаудит **(**Ernst&Young), КПМГ (KPMG),  
Бейкер энд Макинзи (Baker&McKinzie), Ренесанс Капитал (Renaissance Capital) и т.д.);  
публикации Всемирной федерации бирж (World Federation of Exchanges),  
исследовательских и научных институтов и органов, регулирующих деятельность  
финансовых рынков (Служба Банка России по финансовому надзору, «Центр развития  
фондового рынка», Комиссия по ценным бумагам и биржам США); аналитика  
новостных и информационных агентств (Блумберг (Bloomberg), Томсон Рейтерс  
(Reuters), Евроньюс (Euronews), Яху финанс (Yahoo finance), Гугл финанс (Google  
finance), РБК, Ведомости); отчеты и публикации фондовых бирж и компаний-

эмитентов.

**Цель** **диссертационного** **исследования** заключается в исследовании

взаимозависимости цикличности мирового рынка IPO и процесса первичного публичного размещения в результате комплексного анализа мирового рынка IPO, особенностей и тенденций его развития.

Согласно цели определены **задачи диссертационного исследования:**

1. Уточнить и дополнить понятийный аппарат, используемый для изучения процессов на мировом рынке IPO, в частности, обобщить и уточнить существующие определения IPO с позиции международных экономических отношений, сформулировать определение цикличности рынка IPO, а также определить основные направления в изучении процессов IPO и мирового рынка IPO.
2. Выявить основные причины возникновения неравномерной активности на мировом, региональном и национальном рынках IPO, а также факторы, определяющие выбор времени проведения IPO как одного из факторов устойчивого развития мировой экономики.
3. Определить особенности развития глобального рынка IPO; выявить основные политические, экономически и геополитические факторы, оказывающие влияние на мировой рынок IPO; выделить основные этапы, закономерности и современные тенденции его развития.
4. Выявить характеристики развития региональных рынков IPO, в частности России, провести периодизацию становления российского рынка с выявлением ключевых особенностей и процессов экономического развития на национальном и глобальном уровнях.
5. На основании выдвинутых гипотез составить модель, определяющую степень взаимозависимости международных макроэкономических параметров и развития глобального, регионального и национального рынков IPO. Доказать с помощью экономико-математической модели наличие взаимозависимости и определить экономические показатели на национальном и международном уровнях, оказывающие

наибольшее влияние на рынок IPO с целью их использования при оценке условий для реализации первичного публичного размещения. Идентифицировать цикличность развития мирового, восточноевропейского и российского рынков IPO и провести сравнительный анализ динамики развития указанных рынков.

1. Разработать модель для определения эффективности реализованных размещений. Использовать данную модель для анализа результатов российского рынка IPO с целью выявления наиболее благоприятного момента для выхода на фондовую биржу и идентификации особенностей национального рынка и его конкурентоспособности.
2. Оценить связь между сроками проведения наиболее эффективных IPO российских компаний и фазами цикличности рынка IPO России и, как следствие, определить влияние временных факторов осуществления IPO на его результат.
3. Выработать рекомендации по выбору момента проведения IPO для будущих эмитентов с учётом факторов цикличности мирового рынка IPO, опираясь на опыт размещений российских компаний в период 1996-2015 гг., что, в частности, оказывает влияние на устойчивое развитие национальной экономики.

**Объектом исследования** является мировой рынок IPO.

**Предметом исследования** являются закономерности циклического развития современного мирового рынка IPO и зависимость процесса первичного публичного размещения на мировом рынке от макроэкономических факторов.

**Теоретической и методологической основой** диссертационного исследования является междисциплинарный подход, который позволяет использовать теоретические положения экономических наук, фундаментальные работы отечественных и зарубежных ученых, изучающих проблемы первичного публичного размещения, рынка ценных бумаг и мировой экономики, мировых финансовых рынков, международных экономических отношений и рынка IPO.

**Методология и методы исследования.** В рамках исследования использовались  
общенаучные методы исследования: экспертная оценка, многопризнаковая

классификация, применение моделирования, а также диалектический, логический, эволюционный, исторический и графический методы анализа; методы экономико-математического моделирования и статистические методы исследования.

**Паспорт специальности.** Диссертация выполнена в рамках специальности  
08.00.14 – Мировая экономика. Тематика исследования соответствует пунктам Паспорта  
ВАК РФ: п.1 «Всемирное хозяйство, его структура, закономерности и современные  
тенденции развития», п.7 «Международная экономическая взаимозависимость.  
Обеспечение устойчивого развития национальной и мировой экономики. Стратегии  
национального экономического развития», п. 8 «Эволюция мирохозяйственного  
механизма. Регулирование экономических процессов на национальном и

международном уровнях. Международная координация экономической политики. Сохранение и трансформация экономического суверенитета».

**Научная новизна** исследования заключается в выявлении необходимости выбора оптимального времени для проведения IPO с учетом современных тенденций развития мирового рынка IPO и доказанной взаимозависимости макроэкономических показателей и цикличности мирового, регионального и национального рынков первичных публичных размещений.

**Положения, выносимые на защиту**:  
1. Предложен авторский подход к классификации первичного публичного

размещения, объединяющий ключевые характеристики в системе мирового хозяйства, в частности: очередность проведения размещения, площадка

размещения ценных бумаг, регион влияния биржи размещения ценных бумаг, форма собственности компании, метод формирования цены продажи ценной бумаги и т.д. Введено в научный оборот понятие цикличности рынка IPO и раскрыта его сущность, под которой понимается волнообразное изменение количества компаний, выходящих на публичный рынок, сформированное фазами нарастания активности на рынке («горячий» рынок), за которой обычно следует фаза снижения активности размещений («холодный рынок), связанными непосредственно с экономическими циклами.

1. Выявлены тенденции развития мирового рынка IPO, важнейшими среди которых являются: усиление глобализации и взаимозависимости рынков IPO; рост рынка (количественных и стоимостных показателей), доли международных размещений и практики «двойного размещения»; укрепление позиций национальных фондовых бирж и появление новых региональных центров размещения (преимущественно в развивающихся странах) при сохранении позиций стран-лидеров IPO; увеличение доли компаний малой и средней капитализации.
2. Определены ключевые особенности развития российского рынка IPO: наличие высокой доли компаний, имеющих юрисдикцию за пределами РФ, и повышение интереса проведения IPO на иностранных площадках; ограничение доступа российским эмитентам на международные площадки развитых стран в условиях санкционных запретов; наличие большой доли компаний сырьевого и энергетического секторов экономики среди осуществивших IPO.
3. С помощью методов экономико-математического моделирования: доказаны прямая зависимость количественных параметров (количество размещений, объем привлеченного капитала) глобального, регионального и национального рынков IPO от таких макроэкономических параметров, как динамика роста ВВП, ставки LIBOR или от ключевой ставки, а также обратная связь с доходностью по 10-летним казначейским облигациям; в результате построения независимых линий цикличности активности мирового, восточноевропейского и российского рынков IPO установлены сходства и различия в амплитуде, периодичности и фазах цикла, а также частота реализации первичных публичных размещений. В целом, периоды и фазы циклов на всех рынках IPO совпадают: циклы мирового рынка IPO составляют 4-8 лет; восточноевропейского – 4-8 лет; российского – 3-7. Доказано, что меньшие по объему рынки более остро реагируют на изменение активности, даже одно размещение может оказать значительное влияние на смену фазы цикла.
4. С помощью использования методов экономико-математического моделирования выявлены наиболее успешные, с точки зрения объема привлеченного капитала, и, в тоже время, эффективные IPO российских эмитентов, по оценке динамики изменения котировки ценной бумаги. Установлена связь между временем проведения IPO, эффективностью размещения и фазами цикличности российского рынка IPO. На основе результатов исследования определены образовавшиеся на подъёме волн первичных публичных размещений кластеры IPO. Было выделено три основных кластера – наибольший образовался в период 2006 - 2007 гг., c конца 2003 по 2005 гг., с конца 2009 и по начало 2010 гг. Наибольшее количество эффективных размещений было реализовано в 2-м и 4-м кварталах.
5. Выработаны рекомендации по выбору оптимальных сроков для проведения IPO компаниями-эмитентами в условиях цикличности рынка IPO, среди которых: учёт фазы цикла мирового и локального рынков IPO; динамика изменения национального ВВП; изменение уровня ставки рефинансирования; состояние

отрасли и результаты размещений компаний-конкурентов; общая конъюнктура на мировом фондовом рынке и т.д.

**Теоретическая значимость работы**. Уточнение понятия IPO, классификация и выделение видов IPO дают возможность однозначно выявлять это явление среди множества схожих при проведении исследований и использовании различных источников.

**Практическая значимость работы**. Выводы исследования по выбору оптимального периода времени для проведения первичного публичного размещения в условиях цикличности рынка IPO расширяют теоретические и практические представления о подходах к планированию IPO, что может использоваться будущими эмитентами при планировании размещения, а также применяются андеррайтерами в лице инвестиционных банков и финансовыми консультантами.

Основные теоретические положения и практические выводы диссертации  
использованы в разработке и внедрении в учебный процесс специализированного курса  
«Мировой рынок IPO: теория и практика» для углубленного изучения процессов на  
фондовом рынке, а также при проведении семинарских и лекционных занятий по  
дисциплинам «Мировая экономика», «Международные валютно-кредитные

отношения», «Россия в глобальной экономике», «Анализ мировых финансовых рынков» экономических специальностей ВУЗов.

**Апробация результатов исследования.** Основные теоретические и практические положения диссертационного исследования отражены в докладах на вузовских и международных научно-практических конференциях, и семинарах. Выводы и предложения по изучаемым в диссертации проблемам опубликованы в 21-ой научной работ2 общим объемом 12.08 п.л., в том числе 2 статьи, входящие в список рецензируемых изданий Scopus, 9 статей в периодических изданиях, входящих в перечень российских рецензируемых научных журналов ВАК, и 9 статей в научных периодических изданиях, двух методических пособий.

**Структура и объем**: диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы (260 наименований, в том числе 91 на иностранных языках) и 13 приложений. Объем работы составляет 216 страниц текста, содержит 33 рисунка и 24 таблицы.

## теории цикличности развития мировой экономики и циклы ipo на мировом рынке

Онлайн словарь авторитетного издания The Financial Times дает следующую трактовку: IPO - это первая продажа акций компании широкой публике, что приводит к листингу на фондовом рынке, который в Соединённом Королевстве Великобритании называется «флотация» (flotation). Несколько по-другому определяют явление IPO аудиторские и консалтинговые компании, вовлеченные в процесс проведения, в частности PriceWaterhouseCoopers: «Что означает размещение ценных бумаг на бирже? Это процесс предложения ценных бумаг частной компании, чаще всего в этой роли выступают обыкновенные акции, для продажи широкому кругу лиц. Процесс, в рамках которого ценные бумаги предлагаются широкой публике впервые, называется IPO».13 Другими словами, при проведении IPO происходит трансформация компании из непубличной в публичную. Компания в статусе публичной компании будет обязана соответствовать дополнительным требованиям и будет иметь обязательства, которые могут потребовать новых навыков, дополнительных ресурсов и могут привести к изменениям в бизнесе. Однако, данное определение не отражает национальных особенностей фондового рынка и законодательства.14

Стоит отметить, что в современной российской профессиональной литературе также отсутствует единое устоявшееся определение явления IPO. Одним из первых определение первичного публичного размещения было составлено П. Гулькиным, согласно которому: «IPO – это процесс размещения обыкновенных или привилегированных акций на открытом биржевом рынке, впервые предпринимаемый компанией, с целью привлечения дополнительных инвестиций в акционерный капитал компании». 15 [19]. Схожее определение приводит Я.М. Миркин: «IPO – это привлечение финансирования на основе первого выхода компании на открытый рынок и размещения акций среди первичных инвесторов».16 [28]. Но не все российские исследователи придерживаются положительного взгляда на процесс проведения IPO. Согласно эксперту по финансовым рынкам К.В. Пензину – «Публичное размещение – это неизбежное снижение доли собственности и доли в будущих

доходах действующих акционеров, это возникновение угрозы недружественного поглощения, что особенно актуально в России, где юридическая защита от недружественных поглощений не отработана. Публичность приводит к существенной зависимости капитализации компаний от общей рыночной конъюнктуры, в том числе негативной».17 [81].

Схожего мнения о понятии IPO придерживается и А.В. Лукашев: «IPO – первичная продажа акций, осуществляемая публично неограниченному кругу инвесторов».18 Таким образом, IPO процесс, в результате которого владелец компании передает часть своих прав будущим акционерам в первый раз. А.В. Лукашев, в свою очередь, относит IPO к одному из наиболее важных механизмов на рынках капитала. По сути, IPO – это метод привлечения внешнего финансирования для компания, а также IPO – это метод выхода из участия в бизнесе и каптала первоначальных инвесторов.19 Несколько отличается следующее определение, данное Джошуа Розенбаумом: «Выход на IPO – это ситуация, когда спонсор размещения продаёт часть своих акций, ориентируясь на широкий круг инвесторов» (источник обозначает термином «спонсор» компанию-эмитента). В отличие от непосредственной продажи активов бизнеса, проведение IPO не даёт спонсору размещения возможности сразу получить все средства от продажи активов. Проведение IPO даёт возможность спонсору преобразовать оставшиеся во владении активы в ликвидный капитал, оставляя возможность участия в его потенциальном росте в будущем. Таким образом, в зависимости от состояния рынка ценных бумаг, IPO может предоставить превосходную альтернативу непосредственной продаже бизнеса».20

Стоит отметить, что фондовые биржи по всему миру также предлагают собственную формулировку процесса IPO. Фондовая биржа России «Российская торговая система» (РТС) под IPO понимает размещение, а также первичное публичное размещение акций и облигаций на фондовой бирже, при котором ценные бумаги должны предлагаться широкому кругу инвесторов, а они, в свою очередь, должны иметь доступ к биржевому рынку.21 Определение, предлагаемое Московской Межбанковской валютной биржей (ММВБ), в свою очередь, отличается от определения РТС. «Initial Public Offering – первоначальное предложение акций компании на продажу широкому кругу лиц. В ходе публичного размещения инвесторам предлагается дополнительный (новый) выпуск акций. Вместе с тем, в ходе размещения дополнительного (нового) выпуска, существующие акционеры могут предложить к продаже определенный пакет своих акций (SPO)»22 [37]. Заместитель заведующего кафедрой, С.В. Брюховецкая (доцент кафедры ценных бумаг и финансового инжиниринга, заместитель декана по науке и магистратуре Финансового университета при Правительстве Российской Федерации) считает, что определение IPO ММВБ является наиболее полным и точным, так как в нем идет речь только об акциях как о собственном капитале компании, и указывается, что IPO предлагается широкому кругу лиц - без уточнения механизма размещения, а лишь определяя его сущность.

В России термин «Initial» (первичное) в некоторой степени утратил свою теоретическую чистоту – под первичным публичным предложением понимается продажа акций как первого выпуска, так и последующих. Таким образом понимание IPO в таком ключе, также усложняет различие между «публичным» и «частным» размещением.

Согласно требованиям российского законодательства, первичным публичным размещением является проведение сделки или посредством открытой подписки на фондовом рынке, что подразумевает неограниченный круг потенциальных покупателей или через иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг. При этом большая часть реализованных первичных публичных размещений российских компаний представляли собой продажу ценных бумаг мажоритарным акционерам и последующей закрытой подпиской в их пользу. Подобные размещения для акционеров проводились по Правилу 144А24 и Правилу S25 Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC). Другими словами, при реализации сделки среди квалифицированных институциональных инвесторов вне США позволяется не проводить регистрацию выпуска, такие условия противоречат требованию IPO о публичности проведения сделки – неограниченному кругу потенциальных инвесторов.

## Выбор момента проведения ipo для обеспечения устойчивого развития компании, национальной и мировой экономик

Одним из ключевых событий в этот период стал крах Бреттон-Вудской валютной системы. В 1973 г. произошел переход к плавающим валютным курсам. В связи с этим в период с 1968 по 1975 гг. на фондовом рынке разорилось множество брокерских компаний. А уже в 1975 г. либерализация фондового рынка США дала первые результаты – инвестиционные банки перестали быть фактическими монополистами на рынке обслуживания сделок по размещению, что в некоторой степени дало свободу рынку и стабилизировало ситуацию. В этот период деятельность на мировом рынке IPO происходит неравномерно: в то время как на рынке США наблюдается подъём, во многих других странах размещения вообще не осуществляются. Особо положительное влияние на экономику США, и, как следствие, на мировой рынок IPO оказало начало проведения политики «рейганомики»121 (1981-1989 гг.). Благодаря реформам и политики президента США Рейгана произошло повышение уровня доверия инвесторов к компаниям из США и дало новый толчок развитию компаний. «Финансовая революция» на рынках капитала западных стран сопровождалась, в первую очередь, ростом роли финансового сектора в экономике стран, в результате чего банки стали утрачивать свою роль главных финансовых посредников, уступая ее фондовому рынку. Это привело к росту активности на рынке IPO. Таким образом, либерализация движения капитала, начавшаяся в середине 70-х гг., для развитых экономик завершилась лишь к началу 90-х гг. 20 века. В то время как либерализация в развивающихся экономиках в 90-е гг. прошлого века только началась. Либерализация способствовала постепенному открытию национальных рынков капиталов для иностранных эмитентов и инвесторов.

Этап V. 1990 - 2000 гг. Активное развитие современного фондового рынка и крах Интернет-компаний. В 90-е гг. 20 века по всему миру произошло резкое увеличение объема торговли акциями, а также было положено начало либерализации развивающихся рынков, чему способствовало широкое распространение сети Интернет, повлиявшее на сокращение издержек инвесторов, ускорившее поступление информации и обеспечившее процесс торговли фактически в режиме реального времени. Нельзя не упомянуть войну в Персидском заливе (1990-1991 гг.), которая также повлияла на развитие рынка в данный период. Основной причиной роста фондового рынка стала благоприятная экономическая конъюнктура.122 Государства по всему миру начали проводить программы стимулирования развития фондового рынка. Предоставление налоговых льгот компаниям, которые впервые размещались на фондовом рынке, привело к увеличению количества IPO.123 Одним из примеров является Италия, где в 1994 г. применялись подобные меры. Таким образом, рынок IPO регулярно испытывает периоды подъемов и спадов. Наиболее значительным стал рост рынка в период с 1995 по 2000 гг., когда получили стремительное развитие новые технологии и ИТ-компании, начавшие выходить на мировой рынок IPO. За этот период IPO провело около 2000 технологических компаний, которые привлекли примерно 200 млрд долл. США.124 Данный период на фондовом рынке зачастую называют бумом «доткомов» (dotcom), за которым последовало замедление на рынке первичных публичных размещений. Стоит отметить снижение активности на рынке IPO в 1998 г., когда количество размещений снизилось на 40%, а объемы привлекаемого капитала – на 20% по отношению к прошлому году по причине Азиатского кризиса. В 2000 г. основные фондовые индексы имели негативную динамику, однако рынок IPO вырос относительно показателей прошлого года. Отрицательная динамика с опозданием сказывается в следующем году.

Этап VI. 2001 - 2006 гг. Возрастание роли стран Азии на финансовом рынке. В 2001 г. произошло снижение рынка более чем на 50%, продолжившееся вплоть до 2004 г. Общий спад на рынке первичных публичных размещений был связан в первую очередь с экономическим спадом в США. Кризисное состояние национального фондового рынка обострился от целого ряда банкротств и судебных исков, а общая нестабильность на рынке снизила доверие инвесторов к рынку на длительное время. В дополнение к этому негативное влияние на общественное мнение оказали террористические атаки в США 11 сентября 2001 г. Последовавшие за этим события (вмешательство США в Афганистане и Ираке) стали дополнительным толчком к снижению рынка. Однако уже в 2003 г. на фоне выхода экономики США из рецессии фондовой рынок начал подавать сигналы восстановления, а фондовые индексы выросли на десятки процентов. Активность на рынке первичных публичных размещений возобновилась в 2004 г., когда IPO провело 1515 компаний, а объем привлечённого капитала составил 125 млрд долл. США. Показатели IPO вышли на докризисные показатели, после чего на рынке сложились благоприятные условия для дальнейшего их проведения во многом из-за низких процентных ставок для привлечения заемного капитала. Структурный спад на фондовом рынке привел к смене расстановки лидеров рынка по количеству реализуемых IPO – страны Западной Европы и США уступили первенство азиатским рынкам. Восстановление рынка IPO началось с азиатского региона, в частности с рынков Китая. К 2003 г. большинство азиатских компаний дошли в своем развитии до потребности во внешнем финансировании, и многие из них приняли решение о проведении первичного публичного размещения. Все это привело к неконтролируемому росту активности на рынке IPO, в следствие чего правительство было вынуждено ограничить национальным эмитентам возможность выхода на внешние рынки капитала.125 Китайское правительство обязало компании, которые выходят на фондовый рынок, соответствовать международным стандартам отчетности и корпоративного управления.126 Законодательные и регулирующие органы США и Европы стремились повысить требования к стандартам корпоративного управления эмитентов, что по их мнению, могло укрепить доверие к рынку ценных бумаг, и, как следствие, привести к росту активности на фондовых рынках. В США был принят закон Сайбейнса-Оксли127 и установлены стандарты для публичных компаний и потенциальных компаний-эмитентов. Ряд стран либо принимали эти стандарты, либо стремились им соответствовать. Из-за принятия закона стоимость проведения IPO и текущие расходы публичных компаний существенно возросли. Проведение IPO на американском рынке стало доступно только очень крупным компаниям.

## Специфика становления и развития рынка ipo стран восточной европы и россии: сохранение и трансформация экономического суверенитета под влиянием глобализации

Наиболее крупными размещениями среди китайских компаний-эмитентов являются компании финансового и энергетического секторов экономики. При этом четыре размещения китайских компаний попали в 15 наиболее крупных IPO во всем мире с 1980 по 2016 гг.

После Китая наиболее значимым является рынок Японии (Приложение №2). Рынок IPO Японии имеет положительный тренд развития, в рамках которого происходит наращивание объемов размещений. В 2011 г. число сделок IPO возросло на 60% по сравнению с 2010 г. Однако, если сопоставить этот результат с уровнем 2000 г. (150 размещений), то сразу становится ясно, что рынок еще не восстановился полностью после мирового финансового кризиса. На деятельность рынков оказывают влияние макроэкономические и внешние факторы, которые воздействуют на волатильность рынков и на настроения инвесторов. К ним, в частности, относятся колебания курса японской иены, кризис суверенного долга в Европе, снижение активности в США в 2011 г. В 2016 г. Китай продолжает занимать доминирующую позицию, однако наблюдается оживленная активность и в других странах АТР: Японии, Австралии и Южной Корее.

Уверенная победа Либерально-демократической партии на декабрьских выборах в 2012 г. в нижнюю палату парламента Японии привело к позитивным настроениям инвесторов, и, как следствие, к росту цен на акции и положительную оценку дебютантов на рынке. 2013 г. дал позитивный стимул финансовому рынку Японии. Акции около 80% японских компаний, осуществивших IPO в 2013 г., торговались выше цены размещения. Около 60-ти компаний в Японии стали публичными. Как сообщал Bloomberg, стоимость акций росла в первый день торгов в 37-ми случаях, при этом средний рост в день открытия составил 140%.143 В 2014 г. на рынок IPO Японии оказало негативное влияние увеличение налога с продаж, что привело к ухудшению экономической ситуации. В результате в стране было реализовано всего 26 сделок с общим уровнем привлеченного капитала в 10,4 млрд долл. США. Инвесторы на японском рынке продолжают вкладывать в бизнес с высоким потенциалом роста – компании IT, СМИ и инновационный бизнес. Кроме того, положительное влияние на рынок в течение двух последних лет оказывает государственный стратегический план роста экономики Японии, известный как «Абэномика». Банк Японии принял решение о проведении ряда мер, стимулирующих экономический подъем и влияющих на настроение инвесторов как национальных, так и иностранных, что привело к повышению доверия иностранных инвесторов к японским эмитентам.

Фондовый рынок Малайзии, представленный Малазийской фондовой биржей, в 2012 г. продемонстрировал исключительно высокие результаты. Благодаря этому показателю биржа продвинулась в мировом рейтинге на пятое место, тогда как в 2011 г. она занимала одиннадцатую позицию. Такой прогресс стал возможным благодаря проведению на бирже трех многомиллиардных сделок IPO малазийскими компаниями – сельскохозяйственным гигантом Felda Global, сетью стационарных лечебных заведений IHH Healthcare и оператором платного телевидения Astro Malaysia Holdings. В 2013 г. на рынок IPO Малайзии оказало влияние проведение всеобщих выборов и последующая программа экономических преобразований, поднявшая экономическую активность малазийских компаний.

Для повышения конкурентоспособности Сингапурская фондовая биржа уже предприняла первые шаги по исследованию возможностей предложения листинга в нишевых сегментах. С запуском фондов инвестиций в недвижимость (в 2002 г.) и коммерческих трастов (в 2004 г.) Сингапур воспользовался открывшимися перед ним возможностями и стал, по собственному утверждению, самым крупным рынком для таких организаций в Азии – здесь прошли листинг 25 фондов инвестиций недвижимости. Таким образом, благодаря специализации биржи будет обеспечен постоянный приток сделок IPO. Сингапурская фондовая биржа официально заявила о своем намерении стать центром операций в юанях за пределами континентального Китая144, что может привести к росту активности в сфере выпуска долговых и долевых ценных бумаг и повышению ликвидности. 2011 г. стал многообещающим для Сингапурской фондовой биржи: экономические перспективы вселяли оптимизм, к тому же ожидалось объединение с Австралийской фондовой биржей. Однако, как и на других мировых биржах здесь произошло общее сокращение количества сделок IPO. Это стало результатом нестабильной ситуации в мировой экономике, повлекшей за собой срыв планов многих фондов прямых инвестиций по реализации своих инвестиционных программ. Несмотря на снижение числа сделок IPO общая сумма привлеченного капитала увеличилась. Сингапур по-прежнему привлекателен для новых эмитентов, желающих пройти процедуру листинга благодаря низкому уровню налогообложения и благоприятной государственной политики. В 2012 г. на сингапурском рынке IPO было отмечено снижение активности, которое отражает настроения на рынке в связи с ситуацией неопределенности в мировой экономике, негативную динамику изменения котировок акций после некоторых IPO, проведенных в 2012 г., а также отмену ряда крупных сделок. В 2012 г. на Сингапурской фондовой бирже было завершено проведение нескольких реформ, направленных на повышение ее конкурентоспособности на мировом рынке IPO. Сюда относится введение новой системы взаимного признания зарегистрированных на бирже эмитентов, которая охватывает другие фондовые биржи Юго-Восточной Азии и облегчает компаниям проведение вторичного листинга. В начале 2013 г. действие экономико-политической неопределённости начало ослабевать. США удалось избежать “фискального обрыва”, центральные банки разных стран мира успокоили рынки, продемонстрировав свою готовность принимать решительные меры, последние цифры по китайскому экспорту показывают, что он восстанавливается более высокими темпами, чем прогнозировалась. Сингапурская фондовая биржа, ориентированная в большей степени на Азиатский регион, находится в выгодном положении и сможет выиграть в условиях улучшения настроений на мировом рынке.

## Взаимозависимость параметров рынка ipo стран восточной европы, включая россию, и динамики изменения макроэкономических показателей

Начиная с 2003 г. происходит замена долгового финансирования долевым. Особым стимулом для обращения российских компаний на рынке ценных бумаг стало повышение уровня ликвидности рынка и адекватная оценка выпускаемых ценных бумаг его участниками. В результате у владельцев бизнеса появился экономический интерес к продаже его доли.198 Рост мировой экономики оказал влияние на рост рынка IPO в России. В рамках данного этапа российский рынок IPO получил свое максимальное развитие за всю историю. Регулятором фондового рынка была введена новая система регулирования процесса проведения IPO (2006 г.), что привело к снижению издержек и приблизило российские нормативы и технологические стандарты к международным нормам. Особую роль в развитии рынка сыграло появление возможности вторичных торгов ценными бумагами практически сразу после проведения размещения ценных бумаг. Впервые была применена практика «двойного листинга» (2006 г.), которая впоследствии получила широкое распространение среди российских эмитентов.199 Это привело к значительному сокращению затрат на проведение первичного публичного размещения благодаря объединению ряда мероприятий, ранее проводимых раздельно для иностранных и российских инвесторов. Практика «двойного листинга» в основном используется крупными компаниями, которые стараются взаимодействовать с максимальным количеством инвесторов. С этой целью компании проводят IPO одновременно на внутренних и зарубежных площадках. Особенно усиливается популярность Лондонской фондовой биржи. В 2005 г. Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) разработала поправки к действующему законодательству, согласно которым российским компаниям перед реализацией IPO на зарубежных фондовых биржах требуется проходить процедуру листинга на площадках России, в том числе в случае проведения первичного публичного размещения иностранной «дочкой» компании.200 В результате принятия этих поправок российские компании смогут размещать свои акции за пределами Российской Федерации только с разрешения ФСФР. 201 Для получения разрешения ФСФР необходимо соблюдение условий, в том числе включение в котировальный список российской компаний.202 В мае 2006 г. были внесены изменения в порядок выдачи разрешения – проведение листинга на иностранной фондовой бирже возможно исключительно при «возможности их предложения на российском рынке».203 Компании для реализации IPO на иностранной фондовой площадке необходимо предложить как минимум 30% первого выпуска к размещению в России.204 В этот же период в России впервые применилась практика «народного» IPO, когда в качестве потенциальных инвесторов к участию в размещении приглашается население страны.

В течение всего этого периода наблюдается рост количества размещений, максимальный рост количества сделок приходится на 2006-2007 гг., что доказывает, что рынок IPO следует экономическим показателям развития страны. 2007 г. стал рекордным годом по количеству IPO – было реализовано 33 размещения 205 при этом объем рынка в этом году стал одним из самых значимых среди стран с развивающимися рынками. 206 Институциональные изменения проводились в России параллельно с ростом объема рынка. Протекционистская политика ФСФР (функции которой были переданы Службе Банка России по финансовому рынку с 2013 г.) позволила усилить позиции российских бирж. Были внесены поправки, направленные на сокращение процедуры проведения IPO, благодаря чему в России улучшилась инфраструктура рынка.

Структура фондового рынка России отражает сырьевую направленность российской экономики. На нём преобладают добывающие, нефтегазовые, металлургические компании, доля высокотехнологичных компаний относительно невелика. Рост активности на российском рынке IPO происходит на фоне снижения инвестиционных рисков, общего роста инвестиционной привлекательности российских предприятий и значительного повышения общего объема торгов на бирже и объема прямых иностранных инвестиций.207

В целом, за этот период на российском рынке IPO было проведено 93 первичных публичных размещений, общий привлеченный капитал составил практически 64 млрд долл. США.

Этап интенсивного развития российского рынка IPO включает размещения около 70% от всего российского рынка IPO за современный период. Резкий рост объемов сделок IPO и привлекаемого капитала в 2007 г. повлиял на изменение роли IPO в экономике России. Символами IPO 2007 г. были сверхкрупные «народные» размещения акций.208

Этап III (2008 - 2010 гг.): кризис на фоне мирового финансового кризиса. В рамках этого этапа отражается реакция фондового рынка на мировой финансовый кризис. Среди событий, которые привели к спаду, были кризис высоко-рисковых ценных бумаг США в 2007 г., коллапс инвестиционного банка «Lehman Brothers». В 2009-2010 гг. кризис суверенного долга в Европе, начавшийся в Греции, стремительно распространился на Испанию, Португалию, Италию и другие страны. Вслед за мировым рынком капитала ухудшились условия заимствований на внутреннем долговом рынке России. В это время в развитых странах основной экономической проблемой стал кризис ипотечного рынка и колоссальное развитие структурированных продуктов и деривативов, обеспечивших перераспределение рисков на долговом рынке. Для России эти причины проявились в невозможности в относительно короткие сроки провести рефинансирование ранее привлеченных займов, особенно евробондов. Хотя подъем российского ипотечного рынка наблюдался до 2015 г., он не сопоставим с объемами ипотеки в развитых странах. Вслед за спадом экономики в России произошло снижение активности на российском рынке IPO, что связанно, в первую очередь, с тем, что инвесторы старались сдерживать капитал и вкладывать только в низкорискованные активы, а компании, стараясь максимизировать привлеченный капитал, откладывали размещение, в ожидание более благоприятной ситуации на рынке. Многие компании приняли решение о переносе или даже отмене IPO, ранее запланированного на этот период времени. Среди компаний, осуществляющих IPO, отметилась тенденция увеличения количества размещений с переносом головной компании в зарубежную юрисдикцию. В условиях кризиса резко возросла роль операций на фондовом рынке по обеспечению рефинансирования участников рынка по всем инструментам фондового рынка. Кризис распространился в России не сразу, в 2008 г. на рынке было заметное снижение размещений, тем не менее компании продолжали проводить IPO. В 2008 г. только 2 компании осуществили значительные IPO: «Глоботранс» и «ТГК-7». Главной тенденцией российского рынка IPO в 2008 г. стал рост количества IPO небольших компаний.209 В 2009 г. на российском рынке IPO было заметно замедление, на рынок вышли всего 2 компании. В результате этих размещений компании привлекли капитал объемом значительно ниже своих ожиданий, что говорит о пессимистичном настроении инвесторов. Котировки уже торгующихся ценных бумаг начали снижаться. Рост цен на нефть, приватизация государственных компаний, а также возрождение рынка капитала в совокупности привели к возобновлению российского рынка IPO.210 В 2010 г. российская компания «РУСАЛ» впервые провела IPO на Гонконгской фондовой бирже (англ. Hong Kong Stock Exchange; HKEX). В результате размещения российских депозитарных расписок (РДР; англ. RDR) было привлечено 2,24 млрд долл. США. 211 Сделка вошла в двадцатку крупнейших IPO по объему в мире.212 Это был не единственный опыт размещения на азиатской площадке – «IRC» (Petropavlovsk) провела IPO в 2010 г. на Гонконгской фондовой бирже (240 млн долл. США). Это был первый случай, когда российские компании использовали ранее закрытые для иностранцев азиатские рынки капитала.