

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»
(Финансовый университет)

Финансовый факультет

Департамент банковского дела и финансовых рынков

Выпускная квалификационная работа

на тему: «Оценка эффективности IPO на примере российских компаний»

Направление подготовки 38.04.01 «Экономика»

«Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

Выполнил студент учебной группы
ЦБФИ19-1м

Рудых Елизавета Игоревна _____
(подпись)

Руководитель к.э.н., доцент

Ребельский Николай Михайлович

(подпись)

**ВКР соответствует предъявляемым
требованиям**

Руководитель Департамента

д.э.н., профессор

(подпись) М.А. Абрамова

« _____ » _____ 2021 г.

Москва – 2021 г.

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ИРО	7
1.1 Теоретические аспекты первичного публичного предложения акций: сущность, специфика, основные этапы реализации ИРО	7
1.2 Экономическая целесообразность проведения ИРО в сравнении с иными методами привлечения финансирования компанией	16
1.3 Уровень развития рынка первичных публичных предложений акций в России, как части глобального рынка ИРО	23
ГЛАВА 2 ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИРО РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ	35
2.1 Модели оценки эффективности ИРО	35
2.1.1 Метод оценки эффективности ИРО на основе финансовых показателей компании	36
2.1.2 Метод оценки ИРО с помощью показателя средневзвешенной стоимости капитала (WACC)	43
2.1.3 Метод оценки эффективности ИРО на основе объема привлечённого финансирования	48
2.1.4 Оценка эффективности ИРО методом сравнения цены размещения акций с их рыночной стоимостью	50
2.2 Практическое применение теоретических моделей оценки	53
эффективности ИРО	53
ГЛАВА 3 РАНГОВАЯ МОДЕЛЬ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИРО	68
3.1 Методологическое обоснование разработанной модели	68
3.2 Практическое применение разработанной модели оценки эффективности ИРО	75

ЗАКЛЮЧЕНИЕ	79
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	84
ПРИЛОЖЕНИЕ А (информационное) Преимущества и недостатки различных способов привлечения капитала компанией	93
ПРИЛОЖЕНИЕ Б (информационное) Значения показателей EVA для российских компаний из выборки	95
ПРИЛОЖЕНИЕ В (информационное) Значения цен акций российских компаний из выборки	96
ПРИЛОЖЕНИЕ Г (информационное) Значения цен акций российских компаний из выборки	97
ПРИЛОЖЕНИЕ Д (информационное) Отношение изменения капитализации к изменению индекса РТС	98
ПРИЛОЖЕНИЕ Е (информационное) Отношение изменения капитализации к изменению индекса МосБиржи	99
ПРИЛОЖЕНИЕ Ж (информационное) Отношение среднегодового оборота торгов с момента IPO к капитализации на момент IPO	100
ПРИЛОЖЕНИЕ И (информационное) Значения цен акций российских компаний из выборки и индекса РТС	101
ПРИЛОЖЕНИЕ К (информационное) Значения цен акций российских компаний из выборки и индекса МосБиржи	102
ПРИЛОЖЕНИЕ Л (информационное) Значения показателя WACC российских компаний из выборки	103
ПРИЛОЖЕНИЕ М (информационное) Значения интегрального показателя R российских компаний из выборки	104

ВВЕДЕНИЕ

В настоящее время, в условиях возросшего интереса к фондовому рынку со стороны инвесторов, IPO является распространенным методом привлечения капитала среди компаний на глобальном финансовом рынке. Большое количество частных фирм приняли решение осуществить IPO в 2020 году на фоне общего ажиотажа, когда падение котировок в марте прошлого года, вызванное пандемией COVID-19, сменилось стремительным ростом, и цены акций многих публичных компаний возросли кратно. Российские компании также прибегли к привлечению капитала посредством осуществления IPO. Примером могут выступать IPO компаний «OZON», ГК «Самолет» и др.

Важной характеристикой реализованного первичного публичного предложения акций является его эффективность как на этапе проведения IPO, так и в дальнейшие периоды времени. Эффективность в данном случае является относительным параметром, который оценивает результативность и затратность исследуемого процесса в совокупности с преследуемыми целями компании-эмитента.

Актуальность выбранной темы исследования заключается в необходимости выявления алгоритма оценки целесообразности и эффективности проведения IPO. В условиях низких процентных ставок и притока инвесторов на фондовый рынок высока вероятность выхода компаний на биржу в роли эмитентов.

Объектом исследования является российский рынок первичных публичных предложений акций, предметом – эффективность IPO отдельной компании.

Теоретическая значимость данной работы заключается в консолидации и структурировании различных методик оценки эффективности проведения IPO для компании-эмитента как российских, так и зарубежных авторов, а также тестировании данных методик на практике с выявлением преимуществ и недостатков каждого подхода. Практическая значимость исследования вы-

ражается в предложении авторской методики оценки эффективности осуществления первичного публичного предложения акций. Результаты, полученные в работе, могут быть использованы компаниями, которые осуществили IPO, для оценки эффективности процедуры; организациями, планируемыми стать публичными для принятия решения о целесообразности процесса, а также инвесторами при принятии инвестиционного решения.

Гипотеза – в силу многогранности процесса IPO, оценка его эффективности должна проводиться с точки зрения не одного, а совокупности множества факторов и их влияния на компанию в долгосрочной перспективе.

Проблема заключается в том, что в настоящее время отсутствует единая методика оценки эффективности IPO, учитывающая множество целей, преследуемых компанией-эмитентом.

Целью выпускной квалификационной работы является исследование теоретических и практических вопросов, связанных с оценкой целесообразности и эффективности проведения IPO для компании, а также предложение собственной методики оценки эффективности процедуры.

Для достижения поставленной цели выпускной квалификационной работы были определены следующие задачи:

1. изучить теоретические аспекты процесса IPO: понятийный аппарат в разрезе российской и международной практик, механизм и основных участников осуществления процедуры;
2. исследовать преимущества и недостатки проведения IPO в сравнении с иными источниками финансирования;
3. провести анализ количественных и качественных показателей, характеризующих уровень развития глобального и российского рынков IPO;
4. исследовать основные методики оценки эффективности IPO, применяемые в российской и зарубежной практиках;
5. применить указанные методики на практике на примере IPO российских компаний для выявления сильных и слабых сторон каждого подхода;
6. на основе проведенного анализа предложить собственную методику

оценки эффективности IPO.

Информационную базу данной работы составляют нормативно-правовые акты Российской Федерации, научные работы зарубежных авторов в области изучения и оценки проведения IPO, в частности Б. Джонсона, Е. Робинсона, Д. Вестенберга и др., труды российских ученых и экономистов в данной области, таких как И.В. Ивашковская, Н. Н. Балакирев, П. Г. Гулькин, Ю. С. Ованесова и др., аналитические обзоры аудиторских и консалтинговых компаний, входящих в «Большую четверку». Также при проведении расчетов в ВКР были использованы различные официальные интернет-ресурсы, содержащие рыночную информацию, необходимую для проведения анализа и оценки.

Методологической основой ВКР являются системный подход, методы обобщения и сравнения, математическое моделирование, различные виды анализа (сравнительный, статистический и экспертный).

Промежуточные результаты ВКР нашли отражение в научных публикациях в виде статей на темы: «Проблемы и перспективы SPAC-размещений, как альтернативы классическому IPO» (опубликована в профильном экономическом журнале «Актуальные проблемы и перспективы развития экономики: российский и зарубежный опыт»), «Оценка эффективности IPO с использованием метода средневзвешенной стоимости капитала WACC» (опубликована в научном электронном журнале «Инновации. Наука. Образование»).

Структура ВКР включает в себя: введение, три главы, заключение, список использованных источников и приложения. В первой главе раскрываются теоретические аспекты IPO, его преимущества и недостатки в сравнении с альтернативными источниками финансирования, а также приводится обзор развития глобального рынка первичных публичных предложений акций и российского, в частности. Вторая глава ВКР посвящена описанию используемых методик оценки эффективности проведения IPO, а также практической проверке данных подходов на примере IPO российских компаний. В третьей главе содержатся исследования по конструированию собственной методики оценки эффективности первичных публичных предложений.

ГЛАВА 1

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА IPO

1.1 Теоретические аспекты первичного публичного предложения акций: сущность, специфика, основные этапы реализации IPO

В настоящее время развитие фондового рынка, как на российском, так и на глобальном рынках тесно связано с повышением роли акционерного финансирования в деятельности организации. Одним из востребованных и развивающихся источников капитала является первичное публичное предложение акций или IPO. Несмотря на то, что данный метод финансирования широко и давно применим за рубежом, в России рынок первичных публичных предложений начал развиваться относительно недавно. По этой причине он представляет интерес для дальнейшего рассмотрения и изучения.

Для понимания сущности и экономического содержания IPO, в первую очередь, необходимо определить саму терминологию. IPO — это сокращение от английского Initial Public Offering, дословный перевод которого означает «первичное публичное предложение». В определении не фигурирует вид предлагаемых ценных бумаг, однако на практике под IPO понимают первичное предложение акций.

С целью изучения термина и определения его основных характеристик был проведен детальный обзор существующих понятий IPO (первичного публичного предложения) в научной литературе и выделены следующие основные черты, присущие первичному публичному размещению:

- IPO – это процесс, в результате которого акции организации начинают торговаться на бирже;
- предложение акций компании осуществляется на фондовой бирже впервые;
- круг инвесторов неограничен, ценные бумаги предлагаются публично;

- в результате IPO происходит изменение формы собственности организации из частной в публичную;
- предлагаться могут акции как основного, так и дополнительного выпусков, обыкновенные и привилегированные;
- посредством IPO компания или продающий акционер привлекает финансирование.

Следует отметить, что понятия IPO в российской практике и зарубежной различны. Комиссия по ценным бумагам и биржам США (The United States Securities and Exchange Commission) – основной регулятор Соединенных штатов Америки в сфере рынка ценных бумаг, раскрывает основную информацию касательно IPO в «Бюллетене для инвесторов» (Investor Bulletin) на официальном сайте. Понятие IPO, относится к первому случаю передачи компанией своих акций акционерного капитала широкой публике¹.

В соответствии с определением Лондонской фондовой биржи (LSE), IPO подразумевает размещение акций компаниями, которые впервые публично предложили свои ценные бумаги именно на торгах LSE². Основное различие состоит в том, что при данном подходе не принимаются во внимание IPO компании на других биржах.

В российской и американской практиках подобные последующие размещения акций компаний, которые ранее уже проводили IPO, классифицируются, как «follow-on» или «доразмещение». Follow-on так же, как IPO, предполагает предложение эмитентом нового выпуска акций широкому кругу инвесторов, однако оно не является первичным³.

¹ Investor Bulletin: Investing in an IPO [Электронный ресурс]: The United States Securities and Exchange Commission, 2013. – URL: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-17> (дата обращения: 10.10.2020).

² Руководство по листингу: на Лондонской фондовой бирже [Электронный ресурс]: LSE, 2010. – URL: https://www.lseg.com/sites/default/files/content/documents/2_guide-to-listing_rus.pdf (дата обращения: 10.10.2020).

³ Федоров А. Как выглядит российское IPO [Электронный ресурс]: Финансовый форум, 2006. – URL: <https://www.fd.ru/articles/financial-forum-2006> (дата обращения: 28.11.2020).

В зависимости от вида выпуска акций, которые предлагаются эмитентом широкому кругу инвесторов, выделяют понятия SPO (Secondary Public Offering) и PPO (Primary Public Offering). В случае, если компания предлагает акции основного выпуска (принадлежащие первоначальным инвесторам), речь идет об SPO или вторичном размещении акций. Посредством SPO владельцы компании имеют возможность выйти из участия в капитале организации, зафиксировав при этом прибыль от инвестиций⁴.

При проведении SPO общее количество выпущенных ценных бумаг компанией не меняется, меняется лишь структура собственников: количество бумаг в свободном обращении (free-float) увеличивается, доля крупных акционеров снижается, что положительно влияет на дальнейшую динамику акций, благодаря повышению ликвидности на вторичном рынке, снижению волатильности, увеличению интереса со стороны инвесторов, главным образом институциональных. Follow-on (доразмещение) напротив практически всегда воспринимается рынком негативно, так как выпуск нового пакета акций сопровождается уменьшением доли предприятия, приходящейся на каждого уже имеющегося владельца акции.

PPO предполагает предложение нового выпуска акций. Данное различие является принципиальным между SPO и PPO, так как в первом случае денежные средства от продажи бумаг в конечном итоге поступают владельцам компании, а во втором – необходимый капитал привлекает само предприятие. В российской практике часто под IPO подразумевают именно PPO.

Помимо публичного предложения акций эмитент также может провести размещение среди узкого, заранее известного, круга лиц. Подобная процедура именуется Private Offering или «частное предложение».

В случае, если предложение ценных бумаг осуществляется эмитентом напрямую инвесторам, без привлечения андеррайтера, речь идет о Direct Public Offering (DPO) – прямом публичном размещении. Ранее DPO было доступно только на внебиржевом рынке, однако в конце 2020 года SEC одобрила

⁴ Там же

предложение биржи NYSE, предполагающее разрешение эмитентам предлагать новые акции неограниченному кругу инвесторов в рамках разовой крупной транзакции в первый день торгов без привлечения андеррайтеров. По данным The Wall Street Journal, прямой листинг может получить широкое распространение, так как классическое IPO было недоступно ряду компаний ввиду высокой финансовой нагрузки, главным образом, комиссий андеррайтерам⁵.

Необходимо отметить, что в силу отсутствия законодательно закрепленных понятий IPO и SPO, возникает путаница в определении и изучении данных процессов. В одних источниках литературы под IPO понимается первичное предложение акций на бирже, а под SPO – все дальнейшие размещения. В иных источниках различия заключаются в типе выпуска, предлагаемом на бирже: основном (IPO) или дополнительном (SPO).

К примеру, Московская биржа в «Руководстве для эмитента» разделяет IPO и SPO в зависимости от того, происходит предложение акций на бирже впервые (IPO) или повторно, если они ранее уже были допущены к биржевым торгам (SPO). При этом отмечается, что предлагаемые акции при IPO и SPO могут быть как первичными (выпускаются эмитентом), так и вторичными (их владельцы – существующие акционеры)⁶.

В настоящей работе под IPO будет пониматься первый выход компании на биржу в качестве эмитента и предложение акций основного выпуска.

Процесс проведения первичного публичного предложения акций является длительным и дорогостоящим, поэтому, принимая решение об осуществлении IPO, компания должна объективно оценить преимущества и недостатки данной процедуры, провести анализ эффективности IPO.

Преимущества проведения первичного публичного предложения акций для компании-эмитента неразрывно связаны с ее целями и заключаются,

⁵ SEC одобрила предложение NYSE о введении процедуры первичного прямого листинга [Электронный ресурс]: INTERFAX.RU, 2020. – URL: <https://www.interfax.ru/world/742556> (дата обращения: 18.12.2020).

⁶ Руководство для эмитента: как стать публичной компанией [Электронный ресурс]: Московская биржа, 2021. – URL: <http://ipoguide.moex.com/ru/index.html> (дата обращения 20.10.2020).

главным образом, в следующем⁷:

– Привлечение дополнительного финансирования. Зачастую объем поступающих денежных средств больше, чем фирма имеет возможность получить с помощью иных источников финансирования, таких как банковский кредит или средства частных фондов (особенно, если компания растущая). Эмитент получает доступ к неограниченному кругу инвесторов, в том числе институциональных – наиболее крупных, что исключает необходимость самостоятельного поиска акционеров для развития бизнеса.

– Возможность привлечения иностранного капитала (в частности, при размещении ценных бумаг на зарубежных биржах). Если компания ориентирована на дальнейший рост, ей потребуется широкое взаимодействие с потенциальными клиентами, которые имеют представление о деятельности организации. Как правило, публичные компании пользуются большим доверием со стороны контрагентов, клиентов, инвесторов и т.д., особенно иностранных.

– Возможность действующих акционеров продать имеющуюся долю в бизнесе. Успешное IPO позволяет владельцам компании максимизировать прибыль от вложений, если цена размещения акций была определена объективно. Также публичная продажа акций не допускает перехода доли бизнеса к нежелательным лицам. Посредством публичного рынка владелец компании может не только выйти из структуры управления, но и вернуться обратно.

– Диверсификация имеющихся источников финансирования, а также снижение стоимости последующих заимствований с помощью синергетического эффекта. Зачастую публичные компании имеют более выгодные условия в будущем по привлечению дополнительного финансирования.

– Отсутствие привязки к каким-либо срокам: привлеченный капитал не является заемным, его не нужно возвращать, а также уплачивать проценты за его использование (решение о выплате дивидендов по обыкновенным акциям, а также о выпуске привилегированных акций является прерогативой

⁷ Скляр Д., Плюснин А. IPO в современных условиях: возможности для компании // CBONDS Review. – 2011. – №1. – С.111-114.

компаний).

– Получение справедливой независимой оценки стоимости организации, что позволяет собственникам объективно судить о бизнесе, его масштабах, перспективах, эффективно сравнивать с конкурентами, а в случае сделок продажи или слияния/поглощения компании максимально точно определять цену сделки.

– Повышение доверия к деятельности компании, а также узнаваемости бренда. Статус публичной компании подразумевает наличие прозрачной юридической структуры, достоверной, подтвержденной независимыми аудиторами финансовой отчетности, эффективной системы корпоративного управления и т.д.

– Возможность разработки и внедрения наиболее эффективных программ мотивации для сотрудников, в том числе топ-менеджмента, посредством использования акций/опционов на акции компании. Подобные программы широко используются в мировой практике и позволяют заинтересовать персонал в развитии деятельности организации, одновременно увеличивая вероятность сохранения в штате перспективных сотрудников. При этом обращение акций на бирже позволяет персоналу наглядно отслеживать изменение своей доли в компании, а в случае необходимости, продать бумаги и получить денежные средства взамен акций⁸.

Тем не менее участие в IPO для организации не лишено недостатков⁹:

– Сложность процедуры IPO и высокие издержки на ее осуществление. Процесс первичного публичного предложения акций может длиться от нескольких месяцев до нескольких лет с момента принятия решения менеджментом компании о проведении IPO. Дополнительных расходов требует не только

⁸ Программы вознаграждения сотрудников акциями/опционами в российской технологической индустрии [Электронный ресурс]: Ernst & Young, 2013. – URL: https://media.rbc.ru/media/reports/ESOP_final_.pdf (дата обращения: 10.12.2020).

⁹ Скляр Д., Плюснин А. IPO в современных условиях: возможности для компании // CBONDS Review. – 2011. – №1. – С.111-114.

оптимизация внутренней работы организации в соответствии с установленными требованиями, но и сопутствующие услуги консультантов, аудиторов, юристов и т.д.;

– Высокие требования для публичной компании, главным образом, касающиеся раскрытия информации, структуры корпоративного управления, системы управления рисками и т.д. Подобные требования являются не только обременительными и не желательными для организации, но и дорогостоящими.

– Риски для учредителей организации, в том числе риск уменьшения контроля над компанией, вплоть до его полной утраты в связи с привлечением широкого круга инвесторов. К примеру, ряд вопросов, касающихся наиболее важных аспектов деятельности компании, таких, как решение об изменении устава, о реорганизации, ликвидации, размещении крупных пакетов акций и пр., требует одобрения определенной доли акционеров.

– Рыночное давление, оказываемое на публичную компанию. Учредители, как правило, имеют долгосрочное видение развития деятельности фирмы. В то время как инвесторы ориентированы на краткосрочную перспективу, главным образом, на получение прибыли. Когда компания становится публичной, каждое ее действие изучается инвесторами и аналитиками по всему миру. Действия руководства, направленные на развитие компании в долгосрочной перспективе при неспособности достичь краткосрочных целей инвесторов, могут привести к потере стоимости акций компании и в результате к смене политики или даже руководства.

Как уже было отмечено выше, процедура проведения первичного публичного предложения акций требует от компании-эмитента временных и финансовых затрат. В данном процессе задействовано большое количество участников, отвечающих за различные аспекты процесса. К ним относятся¹⁰:

¹⁰ Руководство для эмитента: как стать публичной компанией [Электронный ресурс]: Московская биржа, 2021. – URL: <http://ipoguide.moex.com/ru/index.html> (дата обращения 20.10.2020).

– Эмитент. Менеджмент компании является главным участником процедуры IPO, который осуществляет выбор партнеров, а также отвечает за предоставление необходимой информации, осуществление внутренних преобразований, является субъектом, принимающим окончательное решение при проведении IPO и на которое, в итоге, ложится вся ответственность.

– Инвестиционные банки (букраннеры или андеррайтеры) – осуществляют ежедневную координацию проектом в течение всей процедуры IPO, вносят необходимые рекомендации, отвечают за проведение Due diligence (комплексной проверки, позволяющей сформировать объективное представление об объекте инвестирования), формируют необходимые документы, такие как проспект и инвестиционный меморандум, организуют и проведут роуд-шоу (англ. Road show, совокупность выездных мероприятий, которые проводит руководство компанией с целью проведения встреч с потенциальными инвесторами) и сбор заявок на участие в IPO от потенциальных инвесторов и т.п.

– Юридические консультанты – отвечают за юридические аспекты проведения IPO, таких, как оформление информационного меморандума, проспекта, подготовка договоров, соглашений, реорганизации компании.

– Аудиторы и независимые оценщики – осуществляют независимую проверку финансового положения организации, консультируют относительно требований к финансовой отчетности, аудиту, обязательному раскрытию информации и т.д.

– PR-агентства – взаимодействуют со СМИ относительно проводимого IPO, осуществляют связь эмитента с потенциальными инвесторами.

– Биржа – выступает не только площадкой для осуществления предложения акций, но и оказывает содействие эмитенту относительно процесса IPO.

В научной литературе также, как отдельных участников, выделяют

продавца (акционер, продающий свой пакет акций, либо сама компания) и инвесторов¹¹.

Как правило, непосредственно процесс IPO занимает от 5 до 7 месяцев, в зависимости от степени подготовки компании. Условно процесс IPO можно разделить на две части: подготовительную стадию (может осуществляться компанией более чем за год до непосредственного листинга) и публичную, которая начинается с момента официального объявления о намерении выйти на биржу в качестве эмитента (Intention to Float)¹².

Выделяется четыре этапа осуществления IPO¹³:

1. Предварительный этап. Начинается с принятия менеджментом компании решения о выходе на публичный рынок. Далее осуществляется масштабный процесс подготовки, который направлен на приведение фирмы в соответствие с российскими и международными стандартами в части корпоративного управления, управления рисками, раскрытия информации и т.д. Определяются основные параметры IPO: структура и объем предложения, оптимальный период времени для проведения размещения, наличие/продолжительность lock up периода и т.д. Предварительный этап может длиться несколько лет.

2. Подготовительный этап. менеджмент компании выбирает партнеров для проведения IPO: андеррайтеров, консультантов, а также биржу для листинга акций. Проводится Due diligence, разрабатываются и регистрируются (в случае необходимости) эмиссионные документы (проспект ценных бумаг, инвестиционный меморандум), осуществляется листинг ценных бумаг на бирже, проводится рекламная кампания, начинается роуд-шоу.

¹¹ Путеводитель по выходу на IPO. Руководство по размещению ценных бумаг на бирже [Электронный ресурс]: PricewaterhouseCoopers, 2013. – URL: <https://www.pwc.ru/en/capital-markets/assets/roadmap-for-an-ipo-rus.pdf> (дата обращения 15.12.2020).

¹² Руководство для эмитента: как стать публичной компанией [Электронный ресурс]: Московская биржа, 2021. – URL: <http://ipoguide.moex.com/ru/index.html> (дата обращения 20.10.2020).

¹³ NYSE IPO Guide [Электронный ресурс]: New York Stock Exchange, 2013. – URL: https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/nyse_ipo_guide.pdf (дата обращения: 10.12.2020).

3. Основной этап. В процессе проведения роуд-шоу андеррайтерами осуществляется букбилдинг (формирование книги заявок), на основе которого эмитентом совместно с инвестиционными банками принимается решение об итоговой цене акций, их количестве, аллокации (процента удовлетворения заявок) конкретных инвесторов, дивидендной политики и пр.

4. Завершающий этап. Происходит официальная публикация информации, стартуют биржевые торги акциями, осуществляется государственная регистрация отчета об итогах выпуска Центральным банком (в случае непредставлении отчета в указанные сроки, либо выявлении нарушений выпуск акций будет признан несостоявшимся).

Таким образом, проведение IPO является важным этапом развития компании. Принимая решение о выходе на публичный рынок, организация должна четко определить цели, которые она преследует, а также объективно взвесить преимущества и недостатки данной процедуры. В случае принятия положительного решения об осуществлении IPO, необходимо не только провести подготовительную работу по реорганизации деятельности в соответствии с требованиями, но и конструктивно подойти к вопросу выбора партнеров.

1.2 Экономическая целесообразность проведения IPO в сравнении с иными методами привлечения финансирования компанией

Принимая решение об осуществлении IPO, компании необходимо не только провести анализ эффективности подобного размещения, но и оценить его преимущества и недостатки в сравнении с альтернативными источниками капитала. Рассмотрим основные альтернативы IPO для компании с точки зрения финансирования проектов (общая сравнительная характеристика представлена в приложении А).

Прежде всего, организация имеет возможность использовать собственный капитал, не привлекая внешние ресурсы. Собственный капитал представляет собой стоимость чистых активов компании (разницу между совокупными

активами предприятия и его обязательствами). Основными компонентами собственного капитала компании являются: уставный капитал, добавочный, резервный капитал и нераспределенная прибыль¹⁴.

Прибыль организации, которая остается после уплаты налогов, формирования резервного фонда, выплаты дивидендов, в долгосрочном периоде является основной статьей собственного капитала компании, используемой для финансирования ее деятельности. К основным преимуществам ее использования можно отнести, в первую очередь, независимость от внешних инвесторов, и свободу в расходовании денежных средств. Использование собственного капитала компании не ведет к размыванию управляющей доли текущих акционеров и не увеличивает риски банкротства при неблагоприятной рыночной конъюнктуре. Также значимым преимуществом является отсутствие негативного эффекта для финансовых показателей компании.

К недостаткам использования данного источника финансирования можно отнести ограниченность потенциального объема денежных средств, который может быть использован. Так как основой статьей собственного (акционерного) капитала компании в долгосрочном периоде является нераспределенная прибыль. Также возможность генерации фирмой чистой прибыли находится в прямой зависимости от макроэкономической и отраслевой конъюнктуры, соответственно, и возможность использования собственного (акционерного) капитала не гарантирована и носит нерегулярный характер. В дополнение к этому собственный капитал компании может быть дороже иных источников финансирования¹⁵.

Банковские кредиты являются наиболее распространенным внешним методом финансирования юридических лиц. Для зрелых компаний данный метод привлечения денежных средств обычно является наиболее гибким и легким для получения. Для получения кредита фирме необходимо предоставить

¹⁴ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. – М: Альпина Паблицер, 2020. – С.270.

¹⁵ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. – М: Альпина Паблицер, 2020. – С.272.

гораздо меньший комплект документов, чем при проведении IPO. Одним из главных преимуществ для компании банковских кредитов в сравнении с IPO заключается в сохранении контроля над бизнесом и конфиденциальности информации¹⁶.

К недостаткам финансирования посредством банковского кредитования можно отнести стоимость привлечения капитала, которая варьируется в зависимости от многих параметров (надежности и платежеспособности заемщика, отрасли и специфики деятельности компании, целей и сроков заимствования и т.д.), проблематичность получения кредита под новый, рискованный и непрогнозируемый проект, так как банк стремится минимизировать риски, связанные с кредитованием. В силу целенаправленности кредита банки жестко контролируют расходование денежных средств. Отсюда исходит еще один существенный недостаток банковского кредитования для компании – зависимость от кредитора¹⁷.

Далее рассмотрим преимущества и недостатки использования облигационных займов для организации в целях финансирования. На данном этапе рынок корпоративных облигаций в России развивается, все больше компаний выпускают облигации. По итогам 2020 года объем внутренних корпоративных облигаций в России составил 16 285 млрд рублей в сравнении с 8 068 млрд рублей в 2015 году¹⁸. Только за декабрь прошлого года на рынок вышло 56 эмитентов, было размещено 111 новых выпусков¹⁹.

Облигационный заем по своей сущности схож с банковским кредитом. К основным преимуществам выпуска облигаций для эмитента относятся:

¹⁶ Сулейманова, К.Р. Альтернативные IPO источники финансирования предприятия // Современная экономика: проблемы и решения. – 2012. – № 8 (32). – С. 131-132.

¹⁷ Решили провести IPO? [Электронный ресурс]: KPMG, 2017. – URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2018/03/ru-ru-ipo-road.pdf> (дата обращения: 13.12.2020).

¹⁸ Российский фондовый рынок: 2016. События и факты [Электронный ресурс]: НАУФОР, 2017. – URL: <https://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2016.pdf> (дата обращения: 15.12.2020).

¹⁹ Статистика по ценным бумагам [Электронный ресурс]: Банк России, 2021. – URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/sec_st/ (дата обращения: 28.12.2020).

сохранение контроля над бизнесом; формирование публичной кредитной истории, которая впоследствии повышает доверие со стороны кредиторов и инвесторов и улучшает имидж компании; относительная независимость в расходовании привлеченных денежных средств; отсутствие необходимости залога; возможность привлечения периодического и бóльшего по объему капитала, чем в силах предоставить отдельные кредиторы; диверсификация базы кредиторов и отсутствие зависимости от одного лица и рисков с этим связанных; долгосрочное привлечение капитала (по данным Банка России, 97,8% выпущенных облигаций на внутреннем рынке являются долгосрочными²⁰).

К основным недостаткам выпуска облигаций для компании-эмитента можно отнести: необходимость публичного раскрытия информации, которая сопряжена в том числе с увеличением финансовых затрат; длительный срок осуществления размещения и привлечения капитала; высокие издержки, связанные с процедурой выпуска облигаций, а также выплатой процентов по ним, особенно при выпуске первого облигационного займа, так как компания еще не имеет биржевой истории и пользуется недоверием со стороны инвесторов и кредиторов²¹.

Для привлечения финансирования компания может использовать венчурный капитал. Венчурные инвесторы – это финансовые посредники, привлекающие ресурсы иных субъектов рынка и инвестирующие их в предпринимательские структуры²². Как правило, выделяется 4 типа инвесторов венчурного рынка: бизнес-ангелы (частные инвесторы), корпорации, фонды и государственные фонды и корпорации.

В настоящее время происходит развитие данного метода финансирования. По итогам 2019 года венчурный рынок в России вырос почти на 50% в сравнении с 2018 г. Общие инвестиции в проекты составили 520 млн. долл. (в

²⁰ Там же

²¹ Сулейманова, К.Р. Альтернативные IPO источники финансирования предприятия // Современная экономика: проблемы и решения. – 2012. – № 8 (32). – С.131-132.

²² Лапицкая, Л. М. Венчурное финансирование [Электронный ресурс] : учеб. пособие. – Минск : БГУ, 2019. – С.14.

2018 году – 352 млн. долл.)²³. Количество сделок с 2018 по 2019 гг. также увеличилось: с 684 до 776.

Основные преимущества венчурного финансирования для компании заключаются в привлечении, как правило, долгосрочного капитала для реализации различных проектов, в том числе высокорискованных; отсутствии промежуточных выплат инвесторам и иных финансовых издержек, связанных с привлечением капитала, если это предусмотрено в договоре; предоставлении финансирования в короткие сроки без высокой бюрократической нагрузки; отсутствии необходимости обеспечения (например, залога); возможности привлечения ресурсов как на стадии учреждения компании (стартапов), так и для развития бизнеса действующей организации; эффективном сотрудничестве со спонсором.

К недостаткам данного источника денежных средств можно отнести: проблематичность поиска венчурного инвестора; выделение доли в компании и, как следствие, зависимость от инвестора; недостаточное развитие венчурного рынка; сильная ограниченность объемов финансирования²⁴.

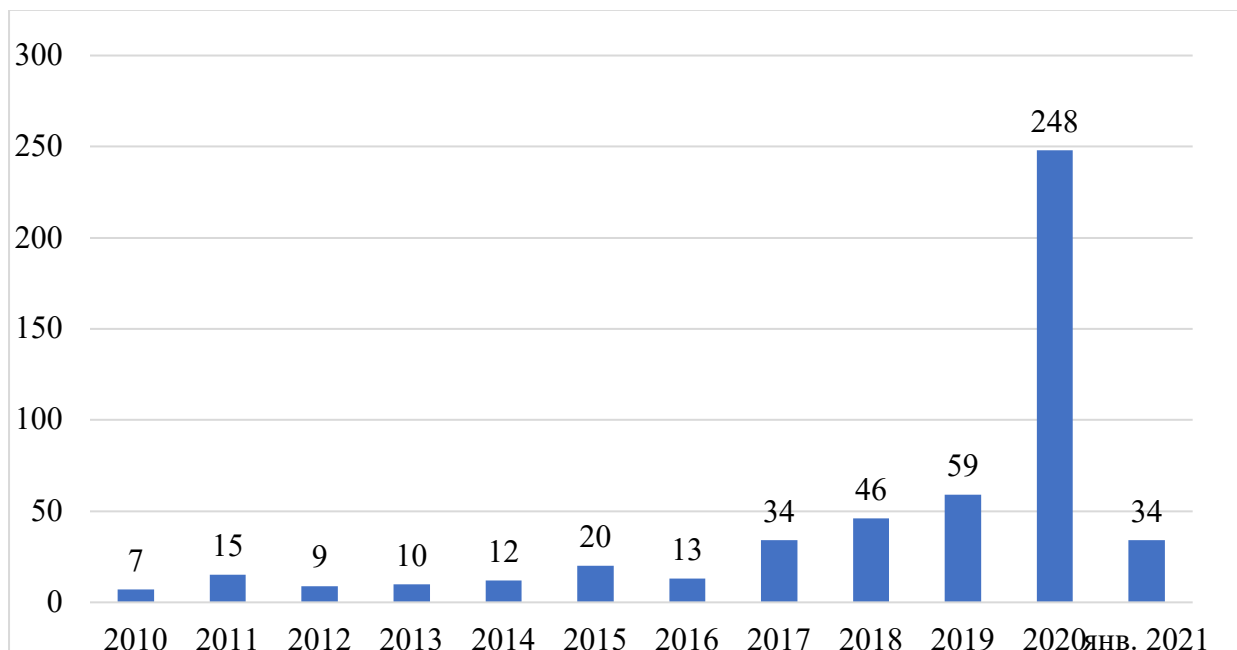
Как альтернативу классическому IPO для привлечения финансирования и выхода на фондовую биржу организация может использовать SPAC (от англ. special purpose acquisition company) – специализированную компанию по целевым слияниям и поглощениям)²⁵. В данном случае, организация не выпускает собственные новые акции, а сливается со специально созданной компанией, акции которой уже получили листинг на бирже. SPAC, в свою очередь, создается целенаправленно для аккумуляции средств инвесторов и последующего нахождения растущей фирмы и слияния с ней. Подобная сделка получила название De-SPAC.

²³ Кинякина Е. Российский венчурный рынок за год вырос в 1,5 раза [Электронный ресурс] : Ведомости, 2020. – URL: <https://www.vedomosti.ru/technology/articles/2020/04/14/828061-venchurnii-riok> (дата обращения: 18.12.2020).

²⁴ Лапицкая, Л. М. Венчурное финансирование [Электронный ресурс] : учеб. пособие. – Минск : БГУ, 2019. – С.16-18.

²⁵ Рудых, Е.И. Проблемы и перспективы SPAC-размещений как альтернативы классическому IPO // Актуальные проблемы и перспективы развития экономики: российский и зарубежный опыт. – 2021. – № 1 (33). – С. 58-59.

По данным SPAC Insider, за первые 10 месяцев 2020 года 178 SPAC стали публичными на общую сумму 65 млрд. долл. – больше, чем сумма таких сделок за последние десять лет в совокупности²⁶. Общее количество SPAC IPO с 2010 по январь 2021 гг. представлено на рисунке 1.



Источник: составлено автором по материалам Number of SPAC IPOs in the United States from 2009 to February 2021. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://www.statista.com/statistics/1178249/spac-ipo-usa/> (Дата обращения: 01.02.2021).

Рисунок 1 – Количество размещений через SPAC в США с 2009 по январь 2021гг.

Самым масштабным событием в истории подобных размещений стало слияние в 2019 году космической компании «Virgin Galactic» миллиардера Ричарда Брэнсона со SPAC «Social Capital Hedosophia». Общая стоимость объединенной организации составила 1,5 млрд. долл.²⁷

Главные преимущества De-SPAC в сравнении с традиционным IPO заключаются в меньших временных, трудовых и финансовых затратах со стороны компании, поскольку отсутствует часть операционных действий: финансовая отчетность и проспект эмиссии, поданные при проведении IPO SPAC,

²⁶ Там же, С. 59

²⁷ Virgin Galactic Ричарда Брэнсона - первая компания из сферы космического туризма, которая станет публичной [Электронный ресурс] : Finversia, 2019. – URL: <https://www.finversia.ru/publication/virgin-galactic-richarda-brensona-pervaya-kompaniya-iz-sfery-kosmicheskogo-turizma-kotoraya-stanet-publichnoi-60421> (дата обращения: 19.12.2020).

короче и подготавливаются в течение нескольких недель. В некотором смысле сама по себе SPAC ничего из себя не представляет до осуществления слияния. Доверие со стороны инвесторов строится исключительно на авторитете и публичности учредителя, на которого в конечном итоге также ложится ответственности и при принятии решения о слиянии.

Механизм De-SPAC в основном применяется в Соединенных Штатах Америки, в настоящее время SEC проводит действия в области регулирования деятельности SPAC для защиты инвесторов. На официальном сайте SEC публикуется информация о размещениях и документация компаний-SPAC.

К недостаткам De-SPAC можно отнести недостаточное развитие подобного инструмента в ряде стран (в том числе в России), а также низкий уровень доверия со стороны инвесторов, которые воспринимают SPAC, как достаточно рискованный объект для финансирования²⁸.

Еще одной современной альтернативой финансированию компании посредством IPO является ICO (англ. Initial Coin Offering) – метод привлечения капитала при помощи выпуска и продажи цифровых токенов инвесторам на криптобирже²⁹.

ICO имеет общие черты с краудфайдингом, как методом привлечения финансирования, сутью которого является фокусировка на аккумулировании денежных средств инвесторов с помощью специализированной интернет-платформы. Отличительной чертой ICO в данном случае является использование технологии блокчейн, которая используется для формирования токенов.

Первым в истории ICO было размещение токенов Mastercoin (цифровой валюты, созданной на блокчейне биткойна), произошедшее в 2013 году. Бум развития рынка ICO пришелся на конец 2016 года. По данным аналитики CoinSchedule, объем инвестиций в компании с помощью ICO с начала 2016 до

²⁸ Рудых, Е.И. Проблемы и перспективы SPAC-размещений как альтернативы классическому IPO // Актуальные проблемы и перспективы развития экономики: российский и зарубежный опыт. – 2021. – № 1 (33). – С. 59-60.

²⁹ Обзор по криптовалютам, ICO (Initial coin offering) и подходам к их регулированию [Электронный ресурс] : Банк России, 2017. – URL: http://www.cbr.ru/content/document/file/36009/rev_ico.pdf (дата обращения 20.12.2020).

июля 2019 года составил 31 млрд. долл. США. Крупнейшим ICO проектом стало «EOS» (компании «Block.one») – было привлечено 4,1 млрд. долл.³⁰

ICO, как способ привлечения капитала, не подразумевает высоких регуляторных требований, финансовых и временных издержек, присущих IPO, поэтому, в первую очередь, подходит молодым компаниям. Также при осуществлении ICO у компании практически не возникает никаких обязательств в части дальнейшего расходования привлеченных денежных средств, обслуживания долга и т.д.

К недостаткам данного метода финансирования можно отнести запрет на проведение ICO в ряде стран (Китай, Южная Корея и др.), а также ограничения на осуществление ICO (США, Сингапур, ОАЭ, Гонконг и т.д.). В сравнении с IPO, ICO остается менее распространенным и известным способом финансирования, доверие к ICO не велико, так как нередки случаи мошенничества. Поэтому круг инвесторов, в том числе институциональных, при предложении токенов значительно уже, чем при предложении акций³¹.

Таким образом, компания принимает решение относительно источника финансирования на основе преимуществ и обязательств, возникающих в результате привлечения капитала посредством того или иного метода. На различных этапах развития организации целесообразно использование различных способов финансирования.

1.3 Уровень развития рынка первичных публичных предложений акций в России, как части глобального рынка IPO

Возможность для компании эффективно использовать преимущества

³⁰ Кожанова А. В. ICO и STO как современные инструменты краудфинансирования стартапов [Электронный ресурс]: CYBERLENINKA, 2020. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ico-i-sto-kak-sovremennyye-instrumenty-kraudfinansirovaniya-startapov/viewer> (дата обращения: 28.12.2020).

³¹ Обзор по криптовалютам, ICO (Initial coin offering) и подходам к их регулированию [Электронный ресурс]: Банк России, 2017. – URL: http://www.cbr.ru/content/document/file/36009/rev_ico.pdf (дата обращения 20.12.2020).

IPO зависит от общего уровня развития рынка первичного публичного предложения акций как национального, так и глобального. Так как в случае отсутствия активности со стороны инвесторов и иных участников рынка процесс осуществления IPO для компании становится проблематичным.

В настоящий момент, в условиях глобализации, национальные экономики имеют сильную корреляцию и, как следствие, общие тренды развития. Реакция на те или иные факторы может различаться степенью и глубиной, однако общие тенденции остаются неизменными. Рынок IPO, как часть финансового рынка, развивается в разрезе общей экономической ситуации в мире. По этой причине динамика рынка IPO циклична и реагирует на потрясения, такие как мировой экономический кризис, падение цен на нефть, торговая война между США и Китаем и т.д.

Наибольшее количество IPO за всю историю глобального рынка первичных публичных предложений акций было осуществлено компаниями в 2007 году – 1 885 размещений на общую сумму 371,2 млрд. долл., что также является беспрецедентным объемом привлеченного капитала (таблица 1). К данным показателям мирового рынка IPO не удалось приблизиться до сих пор. В преддверии мирового финансового кризиса 2008 года на мировых биржах наблюдался пик активности, многие фондовые индексы обновляли исторические максимумы. На фоне подобного ажиотажа компании массово прибегали к IPO, как к способу финансирования.

Таблица 1 - Динамика IPO, проведенных на глобальном рынке, и объема денежных средств, привлеченных в их результате, за период 2007-2020 гг.

В процентах

Год	Количество проведенных IPO, шт	Темп прироста	Объем денежных средств, привлеченных в ходе IPO, млрд. долл	Темп прироста	Средний объем IPO, млн. долл	Темп прироста
2007	1 885	-	371,2	-	19,69	-
2008	570	-69,76	105,8	-71,5	18,56	-5,74
2009	497	-12,81	120,3	13,71	24,21	30,41
2010	1 249	151,31	222,8	85,2	17,84	-26,30
2011	1 036	-17,05	178,3	-19,97	17,21	-3,52
2012	728	-29,73	142,5	-20,08	19,57	13,73

Продолжение таблицы 1

Год	Количество проведенных IPO, шт	Темп прироста	Объем денежных средств, привлеченных в ходе IPO, млрд. долл	Темп прироста	Средний объем IPO, млн. долл	Темп прироста
2013	864	18,68	195,5	37,19	22,63	15,60
2014	1 165	34,84	274,3	40,31	23,55	4,06
2015	1 185	1,72	206,9	-24,57	17,46	-25,84
2016	1 013	-14,51	142,5	-31,13	14,07	-19,43
2017	1 523	50,35	209	46,67	13,72	-2,45
2018	1 198	-21,34	223,6	6,99	18,66	36,01
2019	1 039	-13,27	199,1	-10,96	19,16	2,67
2020	1 422	36,86	335,1	68,31	23,57	22,98

Источник: составлено автором по материалам Global IPO Watch: Global IPO Activity. [Электронный ресурс]. Режим доступа - URL: <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/ipo-centre/ipo-journey/ipo-watch-data-explore-exchange.html> (Дата обращения: 03.02.2021).

Локальный кризис в США развернулся мировым финансовым кризисом в 2008 году и отразился в том числе на рынке IPO, количество размещений сократилось более, чем в 3 раза в сравнении с предыдущим годом: 570 первичных предложений на сумму 105,8 млрд. долл. Падение продолжилось и в 2009 году (497 IPO на сумму 120,3 млрд. долл.). Хотя стоит отметить, что средний объем IPO в этом году был рекордным – 24,21 млрд. долл. на одно размещение.

К 2010 году рынок начал восстанавливаться, и активность на фондовых рынках возобновилась, главным образом, за счет азиатских компаний. В данный период времени 66% совокупного объема капитала, полученного в результате сделок IPO, пришлось именно на организации Большого Китая³².

В 2012 году объем IPO снизился до минимального уровня с начала финансового кризиса на фоне сигналов ослабления темпов экономического подъема, а также не успешного размещения акций компании «Facebook Inc.»³³.

Начиная с 2014 года, рынок IPO стабилизировался. В 2014 году было проведено самое успешное в истории на тот момент предложение акций китайского интернет-гиганта «Alibaba Group Holding Ltd» на сумму 25 млрд.

³² Рынок IPO потрянул оковы кризиса [Электронный ресурс] : INTERFAX.RU, 2010. – URL: <https://www.interfax.ru/business/131461> (дата обращения: 21.12.2020).

³³ 2012: объем IPO упал до минимума [Электронный ресурс] : INTERFAX.RU, 2010. – URL: <https://www.interfax.ru/business/283303> (дата обращения: 23.12.2020).

долл. Однако высокий уровень геополитической неопределенности значительно замедлял деятельность участников рынка IPO вплоть до 2017 года³⁴.

В 2017 году было проведено рекордное количество IPO на глобальном рынке со времен мирового финансового кризиса – 1 523. В первую очередь, это стало возможным благодаря восстановлению активности в США и рекордному числу сделок в Китае. 2020 год стал третьим по количеству IPO, проведенных на глобальном рынке. Падение котировок в марте прошлого года, вызванное пандемией COVID-19, сменилось стремительным ростом. По итогу 2020 года многие глобальные фондовые индексы выросли относительно их январских значений и даже обновили исторические максимумы.

На фоне общего ажиотажа со стороны инвесторов и роста стоимости акций компании начали привлекать посредством IPO больший объем денежных средств, чем в любой другой год, кроме 2007 года. В 2020 году компании привлекли более 330 млрд. долл. в результате размещения акций по всему миру.

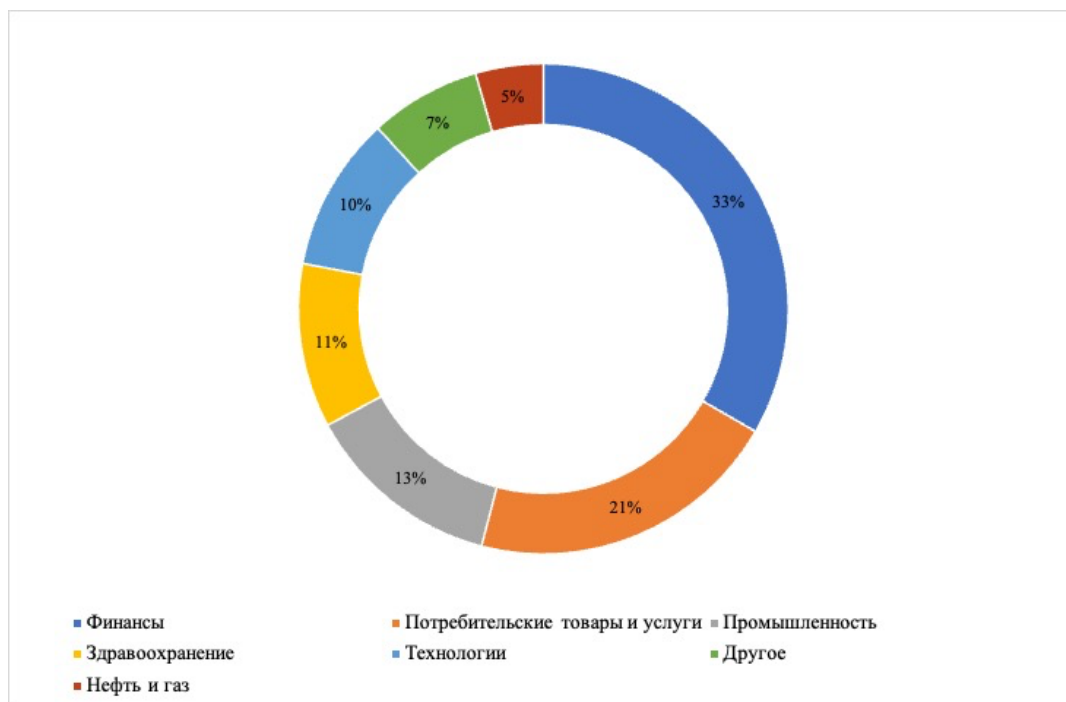
По словам Дэвида Людвиг, руководителя глобальных рынков акционерного капитала Goldman Sachs, особенным спросом со стороны инвесторов пользовались акции компаний технологического сектора, медицинских и потребительских групп, которые во время пандемии смогли увеличить выручку и развить бизнес. Примером успешного IPO, проведенного в данный период времени, является размещение акций технологической компании «Snowflake», которая установила абсолютный рекорд по объему денежных средств, привлеченных в ходе IPO среди разработчиков софта в США (3,4 млрд. долл.)³⁵.

Необходимо отметить, что в целом на глобальном рынке за последние 5 лет (с 2016 по 2020 гг.) наибольшее количество первичных публичных предложений акций осуществлялось компаниями финансового сектора, а именно

³⁴ Global IPO trends: Q4 2016 [Электронный ресурс]: Ernst & Young, 2019. – URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/growth/ey-global-ipo-trends-q4-2016.pdf (дата обращения: 10.12.2020).

³⁵ Карневали Д. Рыночный шок в 2020 году сменился бумом IPO [Электронный ресурс]: VTimes, 2021. – URL: <https://www.vtimes.io/2021/01/08/rekordnii-ipo-bum-a2408> (дата обращения: 25.12.2020).

33% от общего числа IPO (рисунок 2). Организации потребительского сектора занимают 21%, тройку лидеров замыкает промышленность (13%). Данная тенденция может быть связана с необходимостью подобных организаций поддерживать публичность и имидж на рынке, а также взаимодействовать с большим количеством контрагентов, в том числе иностранных для развития деятельности.



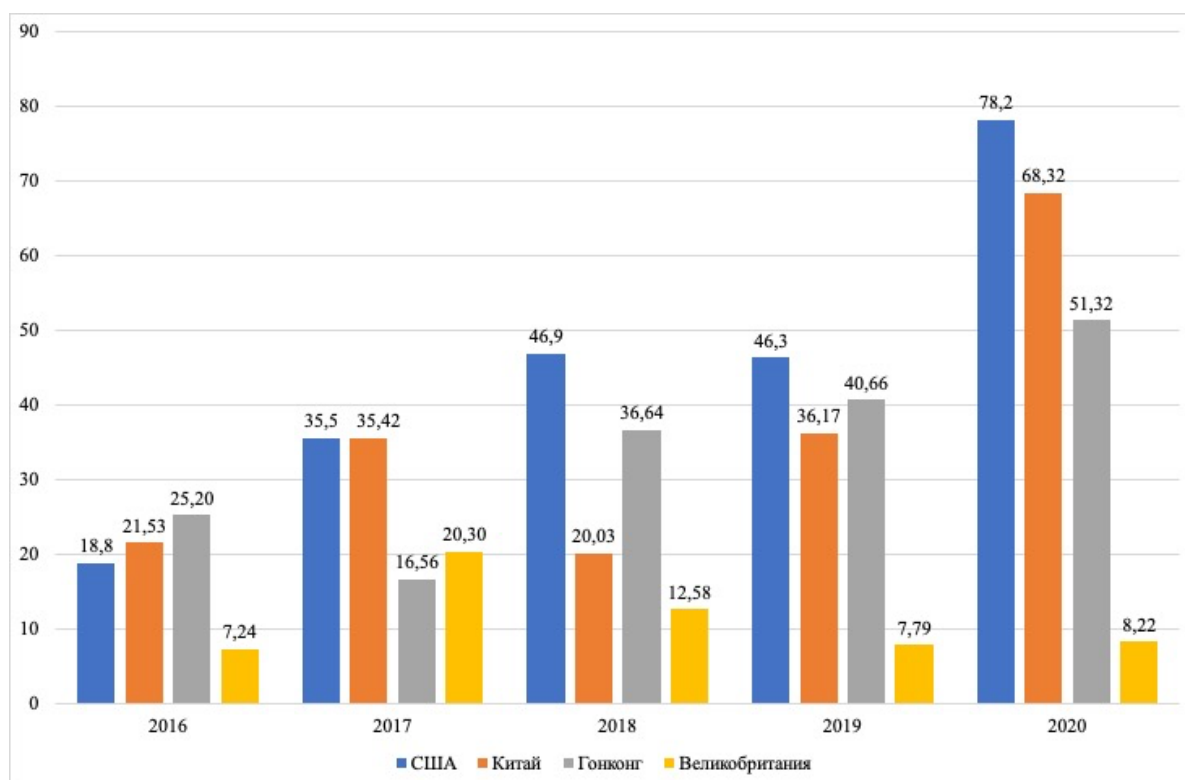
Источник: составлено автором по материалам PricewaterhouseCoopers. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/ipo-centre/ipo-journey/ipo-watch-data-explore-exchange.html> (Дата обращения: 03.02.2021).

Рисунок 2 – Структура отраслевой принадлежности компаний, проводящих IPO на глобальном рынке, за период 2016-2020гг.

Мировой рынок IPO развивается неравномерно. Несмотря на то, что в последние годы укрепляется положение стран с развивающимися экономиками (помимо Китая – Бразилия, Индия, Таиланд и пр.), в целом на глобальном рынке первичных размещений сформировались страны-лидеры, на долю которых традиционно приходится наибольший удельный вес.

В четверку лидеров по объему рынка IPO входят США, Китай, Гонконг и Великобритания. На долю этих стран в 2020 году пришлось 62% общего объема денежных средств, привлеченных в ходе IPO, в мире. При этом в последние годы по данному показателю наблюдается сильная конкуренция между

США и Китае. В 2016 году Китай в ходе IPO привлек 21,53 млрд. долл., благодаря чему даже обошел США, чей показатель составил 18,8 млрд. долл. (рисунок 3).



Источник: составлено автором по материалам PricewaterhouseCooper. [Электронный ресурс]: Режим доступа - <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/ipo-centre/ipo-journey/ipo-watch-data-explore.html> (Дата обращения: 03.02.2021).

Рисунок 3 – Страны-лидеры по объему рынка IPO за период 2016-2020 гг., млрд. долл.

В 2018 году ситуация в корне изменилась, вследствие начавшейся торговой войны между двумя гигантами. Данное обстоятельство не могло не отразиться на финансовом рынке Китая, в том числе рынке IPO. По итогам 2018 года Китай занял 3 место по объему капитала, привлеченного посредством IPO (20,03 млрд. долл.), а то время, как США укрепились в лидерах с показателем 46,9 млрд. долл.

В 2019 году Правительство США озвучило намерение запретить листинг китайских компаний на американских биржах, но уже в 2020 году остановилось на введении незначительных ограничений. Что позволило китайскому рынку IPO восстановиться до показателей 2017 года.

На данный момент первенство принадлежит США (78,2 млрд. долл. в

2020 году). Основные преимущества американских бирж перед азиатскими конкурентами заключаются в привлекательности США для инвесторов, свободной конвертации американского доллара, более гибких правилах листинга, а также открытости для иностранных компаний³⁶. Тем не менее Китай уступает не значительно – 68,32 млрд. долл. Соответственно, можно сделать вывод о том, что в ближайшей перспективе конкуренция между странами продолжится и, вероятнее всего, только усилится.

Гонконг также на протяжении всего анализируемого периода входит в перечень стран-лидеров. Если рассматривать Китай и Гонконг в совокупности, то можно отметить, что Большой Китай все-таки опережает США по данному показателю, так как на Гонконгской бирже представлены, главным образом, именно китайские компании. Данная площадка является более открытой и удобной для эмитентов и инвесторов Китая.

Четвертое место занимает Великобритания, однако на протяжении анализируемого периода достаточно сильно отстает от тройки лидеров. Как отмечают эксперты, показатель объема рынка IPO снижается под действием глобальных факторов неопределенности, включая итоги референдума о членстве Великобритании в Европейском союзе.

Россия в 2020 году заняла 24 место в мире по объему рынка IPO (на национальных биржах). Было проведено 2 первичных публичных предложения акций на общую сумму 587 млн. долл. компаниями «Группа Самолет» и «Совкомфлот». Всего за прошедший год 4 российских компании стали публичными. Помимо упомянутых выше организаций, IPO также провели компании «OZON» (на бирже NASDAQ с последующим кросс-листингом на Московской бирже) и «Дон Агро» (на Сингапурской бирже)³⁷.

В целом историю возникновения и развития российского рынка IPO

³⁶ Виноградов И. Китайские конкуренты догоняют NASDAQ [Электронный ресурс] : Ведомости, 2020. – URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2020/08/18/837031-kitaiskie-nasdaq> (дата обращения: 21.12.2020).

³⁷ Global IPO Watch: TOP Stock Exchanges [Электронный ресурс] : PricewaterhouseCooper, 2020. – URL: <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/ipo-centre/ipo-journey/ipo-watch-data-explore.html> (Дата обращения: 03.12.2020).

принято вести с октября 1996 года, когда произошло размещение АДР (американских депозитарных расписок) на акции компании «Газпром» на Лондонской фондовой бирже. Посредством IPO было привлечено 429 млн. долл. Месяц спустя на американской фондовой бирже NYSE произошло размещение АДР на акции компании «Вымпелком», объем привлеченного капитала составил 111 млн. долл³⁸. Однако данные размещения больше являются единичными прецедентами, чем наметившейся тенденцией.

Этапом становления и развития рынка первичного публичного предложения акций в России считаются 2003-2007 гг³⁹. Наибольшее количество IPO российских компаний было проведено в 2007 году (как и на глобальном рынке) – 29 размещений на общую сумму 35,98 млрд. долл. Именно в 2007 году были проведены одни из самых масштабных российских IPO с точки зрения объемов привлеченного финансирования: «Сбербанка» (было привлечено 8,8 млрд. долл. на биржах ММВБ и РТС), «ВТБ» (8,02 млрд. долл. на биржах ММВБ и LSE) и «ОГК-3» (3,1 млрд. долл. на бирже РТС). Лидером среди российских компаний по объему привлеченного в результате IPO капитала является «Роснефть», которая предложила свои акции на Лондонской фондовой бирже с последующим кросс-листингом на биржах ММВБ и РТС на сумму 10,66 млрд. долл. в 2006 году⁴⁰.

В 2007 году Россия заняла третье место в мире по объему денежных средств, привлеченных в ходе IPO, уступив только Китаю и США. Более того, Россия опередила по данному показателю Германию, Италию и Францию вместе взятых, а также любую отдельно взятую европейскую страну⁴¹. Общая динамика количества IPO, проведенных российскими компаниями за период

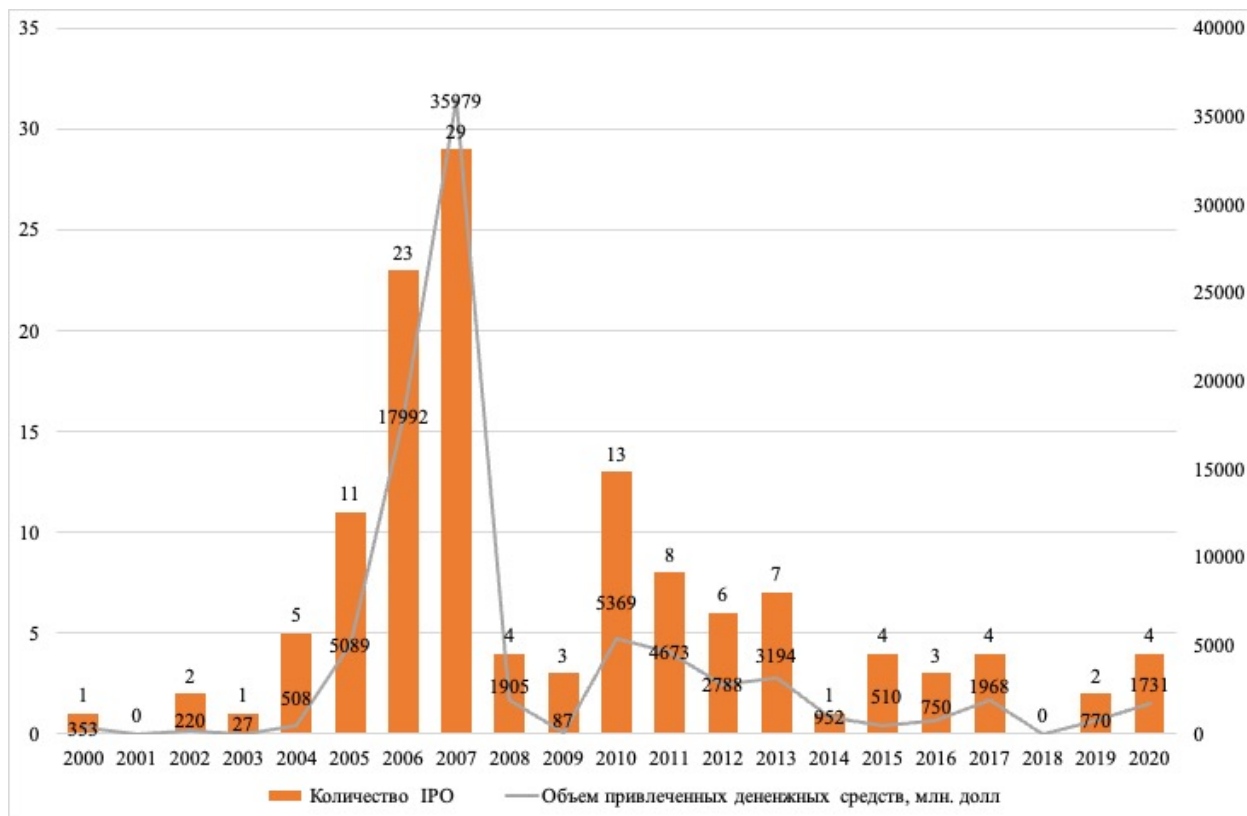
³⁸ История IPO российских компаний на зарубежных фондовых рынках [Электронный ресурс]: Федеральный образовательный портал ЭСМ, 2006. – URL: <http://ecsocman.hse.ru/data/047/813/1219/15-19.pdf> (дата обращения: 27.12.2020).

³⁹ Напольнов А.В., Рубцов Б.Б. Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития // Эффективное антикризисное управление. – 2011. – №5. – С.60-61.

⁴⁰ PREQVECA : официальный сайт. – 2021. – URL: <http://www.preqveca.ru> (дата обращения 07.01.2021).

⁴¹ Знак IPO на груди у него [Электронный ресурс]: LENTA.RU, 2008. – URL: <https://lenta.ru/articles/2008/02/26/ipo/> (Дата обращения: 03.02.2021).

2000-2020 гг., представлена на рисунке 4.



Источник: составлено автором по материалам PREQVECA. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <http://www.preqveca.ru/placements/> (Дата обращения: 03.02.2021).

Рисунок 4 – Динамика количества IPO проведенных российскими компаниями и объема привлеченных денежных средств за период 2000-2020гг.

Однако мировой финансовый кризис и, как следствие, нефтяной кризис значительно снизил активность российских компаний по проведению IPO. В 2008 и 2009 годы было проведено только 4 и 3 размещения, соответственно. В 2010 году аналитики отмечали умеренный рост национальной экономики, компании и банки начали «приходить в чувство»⁴². Было проведено 13 размещений

События 2014 года негативно отразились на рынке IPO, политические события, санкции, нефтяной и валютный кризисы привели к спаду в экономике в том числе на рынке IPO. В 2015 году четыре компании провели IPO на

⁴² Итоги года: Российские IPO - большие надежды и скромные результаты [Электронный ресурс] : INTERFAX.RU, 2010. – URL: <https://www.interfax.ru/business/171663> (дата обращения: 28.01.2021).

Московской бирже, несмотря на сложную экономическую ситуацию. Нестабильность курса валют, нефтяного рынка, санкции способствовали сдерживанию российских компаний от выхода на фондовый рынок. Проанализируем проведение первичного публичного размещения ценных бумаг в указанных компаниях.

За всю историю проведения IPO российскими компаниями к данному способу финансирования прибегали, главным образом, фирмы отрасли металлургии и горного дела (таблица 2). А именно 13,74% от общего количества первичных публичных предложений. Также IPO было востребовано среди компаний сектора ТТМ (технологии, телекоммуникации и медиа) – 11,45%, торговли и потребительский сектор и финансовых услуг – по 9,92%.

Таблица 2 - Распределение IPO, проведенных российскими компаниями, по отраслям и биржам за период 2000-2020гг.

Биржа размещения / Отрасль компании	ММВБ/ РТС	LSE	Двойной листинг	NASDAQ/ NYSE	Другие	Итого
Металлургия и горное дело	3	6	5		4	18
Технологии, телекоммуникации и медиа	4	4	1	6		15
Торговля и потребительский сектор	8	3	1		1	13
Финансовые услуги	7	3	2	1		13
Другие отрасли	6	5	1		1	13
Недвижимость и девелопмент	5	5	2			12
Пищевая	6	1		1	2	10
Нефть и газ	1	7	2			10
Транспорт и логистика	4	2	2			8
Энергетика	5	1	1			7
Многопрофильные компании	2	2		1		5
Фармацевтика и аптеки, медицинские услуги	3	1	1			5
Биотехнологии и медико-биологические исследования	2					2
Итого	56	40	18	9	8	131

Источник: составлено автором по материалам IPO/SPO [Электронный ресурс]. Режим доступа – <http://www.preqvesa.ru/placements/> (Дата обращения: 03.02.2021).

Стоит отметить, что, рассматривая отрасли металлургии/горного дела

и нефти/газа в совокупности, 22% публичных российских компаний принадлежат к сырьевому сектору. Организации данной отрасли являются наиболее крупными и давно функционирующими в России, как в экспортно-ориентированной стране. По этой причине большинство из ресурсодобывающих компаний смогли провести IPO еще в начале 2000-х годов.

Что касается площадок осуществления первичного публичного предложения, наибольшим спросом среди российских компаний пользовались отечественные биржи: 43% общего количества IPO были проведены на биржах ММВБ и РТС, без учета двойного листинга.

Также востребованной среди российских эмитентов является Лондонская фондовая биржа (LSE), на ней был осуществлен 31% IPO, причем, главным образом, сырьевыми компаниями. Данный факт объясняется тем, что подобные фирмы имеют широкий перечень зарубежных контрагентов, которым важен статус и уровень публичности компании⁴³. На Лондонской фондовой бирже требования к проведению IPO гораздо выше, чем на российских площадках. Осуществляя листинг ценных бумаг на LSE, компания стремится повысить уровень доверия улучшить имидж на международном рынке. Также многие крупные мировые инвесторы, в том числе институциональные, осуществляют сделки именно на западных биржах, где уровень ликвидности остается на более высоком уровне, чем, к примеру, на российских⁴⁴.

Двойной листинг предпочли 14% российских компаний. Главным образом, предложение ценных бумаг осуществилось одновременно на биржах LSE и ММВБ/РТС. Среди преимуществ кросс-листинга можно отметить расширение круга инвесторов, а также увеличение уровня ликвидности своих

⁴³ Участники процесса: IPO изнутри [Электронный ресурс]: ФИНАМ, 2019. – URL: <https://www.finam.ru/investor/library00038000A5/?material=379> (дата обращения: 03.02.2021).

⁴⁴ Руководство по листингу: на Лондонской фондовой бирже [Электронный ресурс]: LSE, 2010. – URL: https://www.lseg.com/sites/default/files/content/documents/2_guide-to-listing_rus.pdf (дата обращения: 05.02.2021).

ценных бумаг, посредством их обращения сразу на нескольких биржах. Большое количество отечественных компаний выходят на мировые биржи в дальнейшем при помощи SPO.

На американских биржах было проведено 7% российских IPO, преимущественно сектора ТТМ. Политические риски, а также еще более высокие требования к организации и финансовые издержки проведения размещения делают американские биржи не столь привлекательными, как LSE⁴⁵. Иные биржи для предложения ценных бумаг предпочли 5% отечественных фирм.

По словам Бориса Блохина, директора департамента рынка акций Московской биржи, в ближайшие годы ожидается существенное количество IPO российских компаний, так как в условиях низких процентных ставок для компаний открываются большие возможности для привлечения капитала⁴⁶. Несколько организаций уже приступили к подготовке к первичному публичному размещению акций на Московской бирже. В 2021 году на публичный рынок планируют выйти компании: «Высочайший», «Совкомбанк», «IVI» 2022-2024 гг. «ВкусВилл», «Сибур», «AliExpress Россия» и др.

Таким образом, IPO в данный период времени является востребованным источником финансирования как на российском, так и на глобальном рынках. перед прямыми и косвенными участниками процесса IPO, учитывающими тенденции современного мирового рынка IPO, стоит задача анализа большого количества параметров проведения IPO, которые, в конечном счёте, определяют успешность размещения.

⁴⁵ Участники процесса: IPO изнутри [Электронный ресурс]: ФИНАМ, 2019. – URL: <https://www.finam.ru/investor/library00038000A5/?material=379> (Дата обращения: 03.02.2021).

⁴⁶ Мосбиржа заявила о подготовке нескольких IPO в 2021 году [Электронный ресурс]: ТАСС, 2021. – URL: <https://tass.ru/ekonomika/10666733> (дата обращения: 28.02.2021).

ГЛАВА 2

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ IPO РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

2.1 Модели оценки эффективности IPO

В научной литературе выделяется множество методов оценки успешности проведения IPO в зависимости от выбранного критерия эффективности процедуры. В рамках настоящей работы показателем успешности осуществления IPO будет являться максимально полное достижение целей, преследуемых эмитентом при проведении процедуры.

Эффективная реализация преимуществ IPO является целью проведения процедуры для компании-эмитента. К таким преимуществам можно отнести:

- привлечение крупных объемов капитала;
- увеличение ликвидности акций компании;
- возможность мотивации менеджмента организации (как правило, с помощью варрантов);
- диверсификация используемых источников капитала и увеличение перечня возможных способов финансирования (выпуск конвертируемых облигаций, варрантов, опционов, банковского финансирования под залог акций компании и производных финансовых инструментов на акции);
- улучшение имиджа компании, повышение узнаваемости бренда и уровня надежности в глазах имеющих, а также потенциальных, финансовых и бизнес-партнеров;
- получение возможности расширения бизнеса за счет проведения сделок слияний и поглощения (M&A), в рамках которых компания может использовать свои акции в качестве валюты.

Оценка эффективности может проводиться как до момента проведения IPO (для определения целесообразности), так и после фактического размеще-

ния акций компании на бирже (в кратко-, средне- и долгосрочной перспективах).

Поскольку первичное публичное предложение акций компании на бирже является важным этапом в финансовой стратегии фирмы, оценка результатов IPO может рассматриваться как один из наиболее важных вопросов для акционеров и одновременно с этим одним из самых сложных с точки зрения множественности подходов к оценке эффективности проведения первичного публичного предложения акций.

Многие исследователи сходятся во мнении, что если традиционные методики финансового анализа предоставляют возможность оценить деятельность фирмы и проанализировать ее финансовое положение и операционную эффективность в контексте конкурентной среды, то они применимы и для оценки эффективности IPO⁴⁷. В то же время были разработаны современные методы оценки, основанные на стоимостном подходе и демонстрирующие, создание компанией стоимости для своих акционеров в условиях актуальной экономической ситуации. В данной работе будут рассмотрены некоторые из указанных методик.

2.1.1 Метод оценки эффективности IPO на основе финансовых показателей компании

В научных исследованиях, связанных с определением эффективности проведения IPO, специалистами используются три традиционных показателя финансовой оценки компании: рентабельность активов (от англ. Return on Asset, ROA), рентабельность продаж (от англ. Return on Sales, ROS) и рентабельность капитала (от англ. Return on equity, ROE).⁴⁸ Мотивация менеджмента должна сказываться на эффективности операционной деятельности компании,

⁴⁷ Gregoriou G. Initial Public Offerings (IPO): An international perspective of IPOs. – Elsevier Inc, 2009. – С.182.

⁴⁸ Геддес Р. IPO и последующие размещения акций. – М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 2007. – С. 38.

а возникающая синергия от диверсификации источников капитала снижает стоимость финансирования организации, что наравне с растущей рентабельностью приводит к созданию дополнительной акционерной стоимости.

В дополнение к указанным коэффициентам в качестве показателя эффективности также может быть использовано отношение денежного потока к совокупным активам (Cash flow to Total assets, CF/ТА)⁴⁹, поскольку оно дает представление о реальном уровне доходности активов компании, не искаженном применяемыми стандартами бухгалтерской отчетности. Данные четыре показателя традиционного финансового анализа также используются для оценки финансовой эффективности IPO. При данном подходе сравниваются значения показателей компании до проведения процедуры IPO и по прошествии определённого временного промежутка с момента его проведения (как правило, один год, два года и т.д.). Формулы расчета показателей приведены в таблице 3.

Таблица 3 - Формулы расчета финансовых показателей

Показатель	Формула расчета
ROA	ЕБИТДА ⁵⁰ /Совокупные активы
ROE	Чистая прибыль/Акционерный капитал
ROS	ЕБИТДА/Выручка
CF/ТА	Операционный денежный поток/Совокупные активы

Источник составлено автором по данным Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. – М: Альпина Паблишер, 2020 – 1316 с.

Показатель ROA отражает, насколько эффективно организация использует собственные активы вне зависимости от источников их финансирования. Данный коэффициент демонстрирует количество копеек, заработанных на каждый рубль стоимости активов. Работа менеджмента компании тем лучше,

⁴⁹ Gregoriou G. Initial Public Offerings (IPO): An international perspective of IPOs. – Elsevier Inc, 2009. – С.188.

⁵⁰ ЕБИТДА – (от англ. Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) прибыль до вычета налогов, процентов, амортизации.

чем выше значение данного показателя, так как в данном случае фирма зарабатывает больший объем денежных средств при одинаковой базе активов⁵¹.

Коэффициент ROE определяет эффективность с точки зрения собственников компании и демонстрирует размер прибыли, полученной организацией от инвестиций ее акционеров. Несмотря на то, что рентабельность собственного капитала является одним из наиболее важных финансовых показателей, данный коэффициент критикуется многими исследователями в силу его большой подверженности неденежным компонентам отчета о прибылях и убытках (таких как амортизация, переоценка активов, гудвилл и т. д.). Также увеличение заемного капитала способствует росту показателя ROE посредством эффекта рычага, однако высокое значение рентабельности собственного капитала в данном случае не отражает возросший кредитный риск компании. По этой причине многие специалисты, сравнивая между собой компании с разными уровнями долговой нагрузки, отдают предпочтение коэффициентам ROA или ROIC (доходность на инвестированный капитал, от англ. Return on invested capital или). В отличие от ROE, ROIC практически не подвержен влиянию неденежных статей бухгалтерской отчетности и учитывает с своих расчетах различия структур инвестированного капитала компании⁵².

Коэффициент ROS показывает, насколько менеджмент компании способен управлять бизнесом с точки зрения сокращения издержек. Показатель рентабельности продаж демонстрирует объем операционной прибыли, получаемой фирмой с одного рубля реализованных товаров или услуг. Успех в данном случае означает возмещение стоимости товаров или услуг, расходов на ведение бизнеса (включая амортизацию) и стоимости заемных средств. На данный показатель во многом влияет применяемый метод учета запасов в компании – FIFO (от англ. First In, First Out), LIFO (от англ. Last In, First Out) и др., что можно отнести к существенным минусам его использования.

⁵¹ Stowell D. Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity. – Elsevier Inc, 2012. – С. 135.

⁵² Геддес Р. IPO и последующие размещения акций. – М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 2007. – С. 184.

Отношение операционного денежно потока к совокупным активам (CF/ТА) является удобным альтернативным показателем приведенным выше операционным коэффициентам. Операционные денежные потоки используются в качестве основного компонента для расчетов чистой приведенной стоимости (NPV) при оценке фирмы⁵³. В отличие от чистой прибыли, они также исключают влияние неденежных статей расходов и доходов, соответственно данный показатель рентабельности более репрезентативно отражает реальную отдачу от активов компании.

Проблема использования классических финансовых показателей заключается в том, что они позволяют оценить операционную эффективность компании, но не учитывают информацию об источнике данной эффективности (как, например, в случае с коэффициентом ROE, который может быть увеличен за счет увеличения левериджа) и не отображают стоимость, которую компания создает для своих акционеров. Данную проблему позволяют решить стоимостные коэффициенты:

– EVA – экономическая добавленная стоимость (от англ. Economic Value Added) исходит из концепции, в соответствии с которой акционерная стоимость может быть создана только в случае, если организация получает доход на свой капитал больше, чем стоимость этого капитала. Чем выше значение EVA, тем больше увеличивается общая акционерная стоимость⁵⁴. Показатель EVA указывает на истинные результаты деятельности фирмы, так как выявляет только дополнительную экономическую ценность чистых активов компании. Модель экономической добавленной стоимости (экономической прибыли) является одной из моделей, используемых для оценки стоимости компании. Принято считать, что именно стоимость компании является лучшим инструментом измерения результатов ее операционной деятельности, так как

⁵³ Stowell D. Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity. – Elsevier Inc, 2012. – С. 127.

⁵⁴ Геддес Р. IPO и последующие размещения акций. – М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 2007. – С. 133.

ее оценка, как правило, требует полной информации.

Формула расчета показателя EVA имеет следующий вид:

$$EVA = EBIT * (1 - T) - WACC * IC, \quad (2)$$

где $EBIT*(1-T)$ – операционная прибыль после выплаты налога;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала компании;

IC – инвестированный капитал, представляющий собой сумму капиталов акционеров и кредиторов.

Использование модели экономической добавленной стоимости подразумевает, что именно на основе данного показателя должны быть разработаны нормативы компании для определения целей и оценки своих успехов и неудач. Применение коэффициента EVA, как инструмента оценки эффективности использования акционерного капитала, позволяет менеджменту принимать более взвешенные решения по расширению и развитию прибыльных направлений бизнеса, а также помогает выявить неэффективное использование средств в проектах, рентабельность которых не покрывает затраты на привлечение капитала.

Недостатком использования экономической добавленной стоимости является большое количество методик расчета составляющих данного показателя – совокупного задействованного капитала, рентабельности и капитала и т.д., что в конечном итоге может привести к неадекватности при проведении конкурентного анализа двух компаний на основе показателя EVA.

Несмотря на это, показатель экономической добавленной стоимости выступает наиболее эффективным инструментом для определения доходности инвестиций в капитал компании. Качество раскрытия информации о системе управления добавленной стоимостью напрямую влияет на повышение инвестиционной привлекательности компании. В работах современных исследователей, таких как М.А. Вахрушина, А. Гершун и М. Горский, А.И. Кривцов, Д.

Мартин, В. Петти содержатся варианты подобных отчетов. Некоторым недостатком предложенных вариантов раскрытия информации о EVA является то, что все перечисленные авторы предлагают раскрывать инвесторам итоговый показатель и не публикуют данных о источниках его формирования. Показатель экономической добавленной стоимости зачастую нуждается в дополнительной детализации для более полного отражения информации относительно источников формирования капитала компании, и его распределении.

Использование EVA в качестве инструмента оценки долгосрочной эффективности IPO должно отражать синергический эффект от диверсификации источников капитала, а также повышение отдачи от активов компании вследствие увеличения мотивации управляющего персонала компании.

– MVA – добавочная рыночная стоимость (от англ. Market Value Added), показатель количества богатства, которое компания создала для акционеров с момента своего основания. После публикации рейтинга компаний по их показателю MVA от финансового консультанта Стерна Стюарта в журнале Fortune в США, добавочная рыночная стоимость приобрела всемирную известность. Формула расчета MVA⁵⁵:

$$MVA = MC - BA, \quad (3)$$

где MC – показатель рыночной капитализации компании;

BA – балансовая стоимость капитала.

Значение MVA указывает на рыночную оценку эффективности менеджмента компании в использовании ограниченных ресурсов⁵⁶. Однако многие эксперты считают, что добавленная стоимость — это разница между теку-

⁵⁵ Когденко В. Г. Анализ показателей создания стоимости // Экономический анализ: теория и практика. – 2010. – № 19. – С. 12-13.

⁵⁶ Когденко В. Г. Анализ показателей создания стоимости // Экономический анализ: теория и практика. – 2010. – № 19. – С. 14-15.

щей рыночной стоимостью компании и первоначальным вкладом ее инвесторов, и данный показатель может быть использован только для точного определения стоимости, накопленной фирмой с течением времени. Также большая разница между балансовой стоимостью компании и ее рыночной оценкой может свидетельствовать о высоких ожиданиях роста финансовых показателей организации. MVA дает четкий и измеримый ответ на вопрос, насколько успешно компания достигает главную конечную цель IPO – максимально эффективно использует привлеченные ресурсы для увеличения своей стоимости.

– CFROI – доходность денежного потока на инвестиции (от англ. Cash flow return on investment) также относится к стоимостным показателям, измеряющим ожидаемую отдачу от инвестиций, используя для расчетов генерируемые ими денежные потоки и принимая во внимание временную стоимость денег (в качестве ставки дисконтирования используется значение показателя CFROI). CFROI компании сравнивается со стоимостью ее капитала, выраженного через WACC, для вынесения суждения о том, являются ли инвестиции в компанию эффективными. В данном случае, для повышения своей стоимости фирма должна увеличить разницу между CFROI и стоимостью капитала⁵⁷. В отличие от EVA, показатель CFROI отражает доходность, исходя из реальных денежных потоков, а не из показателей отчета о финансовых результатах. Тем самым из расчета коэффициента полностью исключаются не денежные статьи⁵⁸.

Показатель CFROI позволяет судить, насколько компания реализовала синергию от возможностей проведенного IPO для создания денежных потоков на уровне, превышающем итоговую стоимость капитала. Для того, чтобы IPO в долгосрочном периоде можно было считать успешным, в период после раз-

⁵⁷ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. – М: Альпина Паблишер, 2020. – С.32-35.

⁵⁸ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. – М: Альпина Паблишер, 2020. – С.37.

мещения разница между CFROI и WACC должна демонстрировать рост. С одной стороны этому способствует реализация бизнес-проектов компании и долгосрочной стратегии, на осуществление которых привлекается финансирование при размещении, с другой стороны – удешевление капитала вследствие диверсификации его источников.

2.1.2 Метод оценки IPO с помощью показателя средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

Для оценки эффективности IPO можно использовать показатель средневзвешенной стоимости капитала (WACC), сравнив его значение со стоимостью привлечённого с помощью IPO объема финансирования.

В корпоративных финансах WACC используется, главным образом, для оценки эффективности привлечения различных источников капитала. IPO – также не является исключением⁵⁹. Критерием эффективности проведения первичного публичного предложения при данном подходе является сравнение стоимости привлеченного в результате IPO финансирования и средневзвешенной стоимости капитала компании до размещения акций. Если стоимость инвестиций в средне- и долгосрочной перспективе окажется ниже или хотя бы равной показателю WACC, то IPO признается экономически целесообразным, следовательно, эффективным. И напротив, в случае превышения первого показателя над вторым компании следует отказаться от проведения IPO в пользу иных методов финансирования, так как экономический эффект от процедуры отсутствует⁶⁰.

⁵⁹ Стюарт М., Брейли Р., Франклин А. Принципы корпоративных финансов. – М: Вильямс, 2018. – С.101-103.

⁶⁰ Чирикова Е. Как оценить бизнес по аналогии. Пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов. – М: Альпина Паблишер, 2017. – С.184-185 .

Для расчета средневзвешенной стоимости капитала WACC используется формула⁶¹:

$$WACC = K_d * W_d + K_e * W_e, \quad (4)$$

где K_d – стоимость долга компании, состоящая из ставки процента, выплачиваемой по ее долговым обязательствам (облигационные займы, банковские кредиты и т.д.). Стоимость долга уменьшается на величину ставки налога на прибыль («налоговый щит»).

K_e – стоимость собственного капитала фирмы, рассчитываемая, как доходность от инвестиций в акционерный капитал с таким же уровнем риска. Данный показатель является более субъективным, поскольку капиталу не присущи характеристики платности, срочности и возвратности, он не может приносить инвесторам определенной прибыли, как в случае с кредитом.

Для определения требуемой доходности собственного (акционерного капитала) используются различные методики. Наиболее распространенная – CAPM (от англ. Capital Asset Pricing Model), модель ценообразования капитальных активов, применяемая для оценки ожидаемой доходности инвестиций. В данной методике стоимость собственного капитала определяется по формуле:

$$K_e = r_g + b * (r_m - r_g), \quad (5)$$

где r_g – ставка безрисковой доходности вложений. Как правило, за нее принимается доходность по долгосрочным государственным облигациям;

r_m – ставка доходности рыночного портфеля;

b – коэффициент бета, отражающий чувствительность доходности актива к изменению фондового индекса.

⁶¹ Стюарт М., Брейли Р., Франклин А. Принципы корпоративных финансов. – М: Вильямс, 2018. – С.101-103.

W_d и W_e – удельный вес собственного и заемного капиталов в структуре совокупного объема капитала организации. Данные показатели определяются не на основе их балансовой стоимости, а на основе рыночной стоимости долга и капитала организации. Менеджмент компании часто использует номинальную стоимость долга и процентную ставку, упрощая расчеты средневзвешенной стоимости капитала и мотивируя данный подход тем, что организации, как правило, выпускают долговые обязательства до погашения, поэтому рыночная стоимость не играет значительной роли. Однако если происходит снижение рыночной стоимости текущих долговых обязательств фирмы, то для инвестора их реальная доходность увеличивается. В данном случае компания не сможет рефинансировать текущие обязательства и выпустить новые по прежним процентным ставкам⁶².

Для расчета собственного капитала необходимо использовать показатель рыночной капитализации, так как балансовая стоимость капитала, как правило, занимает небольшую долю от этой суммы и не имеет реальной значимости для акционеров.

После вычисления ставки WACC компании, необходимо определить финансовые издержки, сопутствующие проведению IPO. Для этого формируется смета расходов, основные статьи которой занимают⁶³:

- Уплата налогов, государственных пошлин и иных обязательных платежей;
- Оплата услуг участников процесса подготовки и проведения публичного предложения (андеррайтеров, финансовых и юридических консультантов, аудиторов, биржи и т.д.);
- Затраты на проведение рекламной кампании, проведение роуд-шоу и т.д.;

⁶² Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. – М: Альпина Паблишер, 2020. – С.273.

⁶³ Рудых Е. И. Оценка эффективности IPO с использованием метода средневзвешенной стоимости капитала WACC // Научный электронный журнал «Инновации. Наука. Образование». – Тольятти. – 2021. – № 30. – С 1608-1609.

– Расходы на реорганизацию систем управления и контроля в соответствии с требованиями, формирование отчетности по МСФО, продвижение бренда компании и т.п;

– Прочие расходы (печать информационного меморандума, официальный перевод документов, почтовые расходы и пр.).

Расходы на подготовку и проведение IPO могут быть фиксированные (не зависящие от объема финансирования) и переменные (изменяющиеся в зависимости от объема привлеченного капитала), а также прямые (непосредственно относящиеся к процессу IPO) и косвенные (не относящиеся напрямую, но возникающие в результате осуществления первичного предложения). Например, если ранее фирмы использовали различные способы оптимизации прибыли и налогооблагаемой базы, то при проведении IPO организации зачастую вынуждены от них отказываться в целях повышения прозрачности бизнеса и улучшения имиджа. Таким образом, увеличение налоговой нагрузки для компании может быть классифицирован как расход, косвенно связанный с IPO. При расчете расходов подобные нюансы должны быть также учтены⁶⁴.

Далее финансовые издержки приводятся к относительному, по отношению к общему объему привлеченных в результате IPO денежных средств, значению. Данным способом определяется стоимость капитала, привлеченного посредством первичного публичного предложения акций, в процентном выражении.

Заключительной стадией оценки эффективности IPO является сравнение полученных показателей. Если стоимость инвестиций, полученных посредством размещения акций, окажется ниже или хотя бы равной показателю средневзвешенной стоимости капитала компании WACC, IPO будет считаться эффективным и целесообразным. В противном случае организации следует отказаться от проведения IPO в пользу иных методов финансирования.

Подобный метод оценки эффективности IPO имеет как преимущества,

⁶⁴ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. – М: Альпина Паблишер, 2020. – С.275.

так и недостатки. К сильным сторонам данной методики можно отнести универсальность ее использования как для обоснования необходимости осуществления планируемого IPO, так и для оценки уже состоявшегося размещения⁶⁵, четкий количественный критерий эффективности процедуры IPO, как источника финансирования организации, позволяющий сравнивать его со сложившейся структурой капитала. В отличие от иных способов оценки эффективности IPO, использование WACC позволяет получить более объективную информацию.

Как уже говорилось в настоящей работе, в результате проведения IPO возникает синергетический эффект, который способствует удешевлению иных источников привлечения денежных средств организацией и снижению ее средневзвешенной стоимости капитала⁶⁶. Таким образом, оценка эффективности также может производиться на основе сравнения показателей WACC до проведения первичного публичного предложения акций и после.

Данный метод оценки успешности первичного публичного предложения акций не лишен недостатков: при относительно низкой стоимости заемных средств и, напротив, более дорогой у источников собственного капитала, WACC будет бесконечно снижаться по мере увеличения заемного капитала. В таком случае, игнорируя увеличивающийся макроэкономический риск, а также рост кредитных и процентных рисков и рисков потери финансовой устойчивости в долгосрочном периоде, средневзвешенная стоимость капитала будет давать противоположные сигналы. Соответственно, можно ошибочно посчитать IPO неэффективным (или не целесообразным, если оценка проводится перед IPO), если WACC окажется заниженным по сравнению с расходами на IPO, при высокой доле заемного капитала в структуре совокупного капитала компании.

⁶⁵ Переверзев Н. Методика оценки эффективности IPO [Электронный ресурс] : Финансовый директор, 2020. – URL: <https://www.fd.ru/articles/16665-metodika-otsenki-effektivnosti-ip0> (дата обращения: 23.02.2021).

⁶⁶ Стюарт М., Брейли Р., Франклин А. Принципы корпоративных финансов. – М: Вильямс, 2018. – С.101-103.

2.1.3 Метод оценки эффективности IPO на основе объема привлечённого финансирования

Наиболее распространённым показателем эффективности IPO является объем привлеченных с помощью данной процедуры денежных средств. Тем не менее, компании имеют различные потребности в капитале и масштабы деятельности, по этой причине данный критерий должен иметь не абсолютное, а относительное значение. Соответственно, объем привлеченного капитала оценивается по показателю, который будет уравнивать возможности корпораций разного размера. Данный показатель принимает вид отношения объема привлеченных средств к рыночной стоимости компании, которая была получена при размещении акций на бирже⁶⁷. Формула расчета показателя имеет следующий вид:

$$R = V/P, \quad (6)$$

где R – показатель эффективности объема привлеченных средств;

V – объем привлеченного финансирования;

P – капитализация компании, полученная при размещении.

Одним из самых важных, если не важнейшим, показателем успешности IPO, отражающим его долгосрочную эффективность, является динамика цены акций на бирже. Именно рост стоимости компании признается современной экономической теорией, как важнейшая цель IPO. Так как ценообразование любого актива на фондовом рынке неразрывно связано с настроением его участников и общей экономической конъюнктурой, в частности динамикой доходности всего рынка, то для оценки эффективности IPO в соответствии с

⁶⁷ Данилов Ю.А., Зайцев А.С. Рэнкинги эффективности IPO российских компаний, проведенных в течение 2009–2010 гг. [Электронный ресурс] : Фонд «Центр развития фондового рынка», 2010. – URL: http://www.crfr.ru/files/reitingi_ipo_otchet.pdf (дата обращения: 28.03.2021).

указанной методикой принято сравнивать динамику акции с динамикой рыночного индекса. В данном случае курс акции рассчитывается по формуле:

$$R = \frac{Pt/Po}{It/Io}, \quad (7)$$

где P_t – курс акций компании через определенный период времени после IPO (в момент времени t – через 1, 3 или 6 месяцев);

P_o – цена размещения акций;

I_t – фондовый индекс в момент времени t ;

I_o – фондовый индекс в момент проведения IPO.

Экономический смысл данного показателя заключается в отображении того, насколько доходность от инвестирования денежных средств в акции при проведении IPO превысит доходность рыночного портфеля, дублирующего структуру фондового индекса в заданный промежуток времени.

Еще одним критерием, характеризующим эффективность IPO компании с точки зрения состояния акций после размещения, является ликвидность вторичного рынка ценных бумаг⁶⁸. Ликвидность имеет большую значимость для последующей после IPO деятельности корпорации на рынке, к примеру, последующих размещений, сделок слияния и поглощения, экспирации управленческих опционов и, как следствие, осуществления дополнительной мотивации топ-менеджмента и т.д. Высокий уровень ликвидности вторичного рынка ценных бумаг организации также способствует устойчивости динамики цены акции в долгосрочной перспективе. Авторитетными мировыми исследователями в области проблем IPO часто указывается недостаточная ликвидность финансовых рынков стран с развивающейся экономикой. Неликвидный национальный фондовый рынок является одним из важнейших факторов

⁶⁸ Данилов Ю.А., Зайцев А.С. Рэнкинги эффективности IPO российских компаний, проведенных в течение 2009–2010 гг. [Электронный ресурс] : Фонд «Центр развития фондового рынка», 2010. – URL: http://www.crfr.ru/files/reitingi_ipo_otchet.pdf (дата обращения: 28.03.2021).

ухода компаний развивающихся стран на иностранные рынки, которые являются более эффективными площадками для привлечения капитала.

В качестве показателя, на основании которого оценивалась ликвидность вторичного рынка акций после IPO, выступает соотношение объема торговли акциями, которые прошли листинг, к капитализации корпорации, посчитанной в момент проведения первичного публичного предложения. Показатель может быть приведен к годовому эквиваленту для удобства расчетов.

2.1.4 Оценка эффективности IPO методом сравнения цены размещения акций с их рыночной стоимостью

Оценка эффективности IPO может проводиться посредством сравнения цены размещения ценных бумаг с их рыночной стоимостью по окончании первого дня торгов на бирже. Данный подход основан на предположении о том, что рыночная стоимость акций компании является индикатором оценки инвесторами будущего потенциала организации. Таким образом, IPO тем успешнее, чем больше рыночная стоимость акций по окончании анализируемого периода. Необходимо отметить, что важным условием применения данной методики является предположение об эффективности рынка капитала⁶⁹.

Также при данном подходе IPO считается успешнее, в случае если цена размещения акций устанавливается ближе к верхней границе ценового диапазона. В данном случае возникает так называемый феномен частичного приспособления: чем ближе цена размещения бумаг к верхней границе ценового диапазона, тем выше недооценка акций по итогам IPO. Под недооценкой понимается превышение рыночной цены акции над фактической ценой размещения, определенной эмитентом и банками-андеррайтерами, в первый день торгов.

Эффект недооценки впервые констатировал Райли в 1960-х гг., он выявил систематическое превышение цены закрытия акции в первый день торгов

⁶⁹ Ивашковская И.В., Харламов Л.С. Эффективность ценообразования российских IPO // Корпоративные финансы. – 2007. – №3. – С.55.

над ценой размещения, а также значительное превышение в течение недели после IPO (рост стоимости составил 10% среди 53 компаний, осуществивших публичное предложение в период 1963-1965 гг.). Далее были осуществлены исследования Столла, Карли, Лога и Ибботсона, подтверждающие утверждение Райли, а также выдвинуты гипотезы относительно причин возникновения феномена недооценки. К примеру, попытки выявления причин недооценки акций были отражены в сигнальной и поведенческой теориях, теории асимметрии информации на рынке, теории «горячего» и «холодного», теории собственности и контроля и т.д. Основные гипотезы данных теорий приведены в таблице 4.

Таблица 4 - Причины возникновения недооценки акций в ходе IPO в разрезе различных теорий

Теория	Причина возникновения недооценки акции
Информационная асимметрия	Заниженная цена акций выступает конкурентным преимуществом на рынке IPO, а также позволяет минимизировать расходы, связанные с процедурой
	Привлечение к участию в размещении менее информированных инвесторов
«Горячего» и «холодного»	Влияние благоприятности рыночной конъюнктуры на цену акций в зависимости от «горячего» или «холодного» периодов в экономике
Собственности и контроля	Целенаправленное занижение цены размещения эмитентом для сохранения контроля над бизнесом
Сигнальная	Сигналы рынку со стороны эмитента о собственном качестве
Поведенческая	Намеренное занижение стоимости акций со стороны руководства эмитента для увеличения собственной выгоды от продажи ценных бумаг по окончании lock-up периода
	Влияние совокупности культурных факторов

Источник: составлено автором по данным Назарова, В.В. Факторный анализ недооценки российских компаний при первичном публичном размещении акций (IPO) / В.В. Назарова // Вестник Московского университета. – 2017. – № 4. – С. 29-51.

В. В. Назарова в своей научной статье выявила переменные, влияющие на возникновение и размер недооценки акций, на практике с помощью факторного анализа. Таким образом, было доказано, что наибольшее влияние оказывают два фактора: объем предложения и положение цены размещения

относительно ценового диапазона, объявленного эмитентом. При этом чем больше объем размещения, тем меньше вероятность возникновения недооценки акций, так как в данном случае рынок реагирует на размещение позитивно, воспринимая эмитента, как устойчивую компанию, зачастую монополиста в своей отрасли⁷⁰. Минимизация рисков инвестирования в акции данной компании способствует увеличению количества лиц, желающих приобрести ценные бумаги на рынке, и для эмитента отсутствует необходимость поддержания спроса, в том числе за счет осознанной недооценки ценных бумаг. Организации, осуществляющие IPO на низкие объемы, напротив должны быть готовы к занижению цены акций для более успешного размещения. Причем чем меньший объем предлагает фирма к размещению, тем большая недооценка может возникнуть.

Что касается положения цены размещения акций относительно ценового коридора, то предложение эмитентом цены ближе к верхней границе способствует возникновению большей недооценки, так как для рынка это служит сигналом уверенности руководства организации в успешности IPO и своей деятельности в целом. Также ввиду сильной неравномерности распределения информации, менее информированные инвесторы ориентируются на высокий спрос со стороны других, более информированных субъектов рынка, который выражается в установлении более высокой цены размещения. Увеличение спроса на акции таких организаций провоцирует рост их стоимости в первый день торгов и, как следствие, величины недооценки при размещении.

Фиксирование цены ближе к нижней границе напротив сигнализирует о нехватке спроса на акции компании и неуверенности менеджмента в успешности проводимого размещения и ведет к уменьшению недооценки бумаг. Данный эффект и был назван феноменом частичного приспособления.

Таким образом, с одной стороны, недооценка акций при проведении

⁷⁰ Назарова, В.В. Факторный анализ недооценки российских компаний при первичном публичном размещении акций (IPO) // Вестник Московского университета. – 2017. – № 4. – С. 33.

IPO для компании-эмитента является негативным событием, так как позволяет привлечь меньший объем финансирования. С другой стороны, увеличение рыночной стоимости акций по итогам торгов не лишено преимуществ: имидж компании улучшается, размер комиссий банкам-андеррайтерам остается на более низком уровне, успешное проведение IPO способствует более простому и эффективному проведению доразмещений ценных бумаг в будущем, рост цены акций способствует увеличению ликвидности инструмента и т.д.

2.2 Практическое применение теоретических моделей оценки эффективности IPO

С целью дальнейшей практической оценки эффективности IPO посредством описанных методик, была сформирована выборка первичных публичных предложений акций (а также депозитарных расписок), осуществленных российскими компаниями за последние 10 лет – с 2011 года. Всего за анализируемый период было проведено 43 IPO. Из них были исключены размещения компаний, чей объем привлеченных денежных средств составил менее 100 млн. долл., как незначительные для проведения анализа. Таким образом, в списке остались 30 компаний⁷¹.

Сформированный список был дополнительно подвергнут корректировке – из него были исключены компании, совершившие делистинг акций с фондовой биржи первоначального размещения. В соответствии с данным критерием было исключено 4 компании: «Nordgold» (делистинг с LSE в 2017 году), ФГ «Будущее» (делистинг с ММВБ в 2020 году в результате решения единоличного лица – владельца всех голосующих акций), «RusPetro Plc» (делистинг с LSE в 2016 в результате перехода к непубличной организационно-правовой форме), «Номос банк» (утратил независимость и был санирован Центральным банком в 2017 году).

⁷¹ PREQVECA : официальный сайт. – 2021. – URL: <http://www.preqvesa.ru> (дата обращения 03.02.2021).

Также в выборке не участвовали IPO компаний «Kismet Acquisition Three Corp» и «Kismet Acquisition Two Corp», так как они представляют собой SPAC размещения и не могут быть оценены в рамках традиционного IPO.

Подверглись исключению из выборки размещения компаний «ГМК Норильский Никель» в 2019 году (так как оно представляло собой продажу акций в виде ускоренного размещения (ABV), и «Полиметалл» (было объявлено о делистинге депозитарных расписок с Лондонской фондовой биржи в 2012 году).

Также из выборки были исключены IPO, осуществленные в 2021 году, так как в соответствии с анализируемыми методиками, для их оценки недостаточно данных.

Таким образом, для дальнейшей оценки эффективности первичных публичных предложений акций российских компаний было отобрано 19 IPO, представленных в таблице 5.

Таблица 5 - Выборка IPO российских компаний с 2011 по 2020 гг.

№	Наименование компании, осуществившей IPO	Биржа размещения	Объем привлеченных средств, млн. долл.	Дата окончания размещения
1	ГК «Эталон» (бывш. «ЛенСпецСМУ»)	LSE	575	14.04.2011
2	«Yandex N.V.»	NASDAQ	1 435	23.05.2011
3	«Global Ports Investments PLC»	LSE	588	23.06.2011
4	«ФосАгро»	LSE	538	13.07.2011
5	«MD Medical Group Investments PLC»	LSE	311	15.10.2012
6	«Московская биржа»	ММББ	14,98	15.02.2013
7	«QIWI PLC»	NASDAQ	213	03.05.2013
8	«TCS Group Holding PLC»	LSE	1 087	22.10.2013
9	АК «АЛРОСА»	ММББ	41	24.10.2013
10	«Lenta Ltd»	LSE	952	28.02.2014
11	«НПК ОВК» (Объединённая вагонная компания)	ММББ	9,05	29.04.2015
12	«Московский кредитный банк» (МКБ)	ММББ	13,21	30.06.2015
13	«РуссНефть»	ММББ	32,00	24.11.2016
14	«Детский мир»	ММББ	17,76	08.02.2017
15	ГК «Обувь России»	ММББ	5,90	19.10.2017
16	«En+ Group»	LSE	1 500	03.11.2017
17	«HeadHunter»	NASDAQ	220	08.05.2019

Продолжение таблицы 5

№	Наименование компании, осуществившей IPO	Биржа размещения	Объем привлеченных средств, млн. долл.	Дата окончания размещения
18	«Современный коммерческий флот» (Совкомфлот)	ММББ	43,18	07.10.2020
19	«Ozon Holdings PLC» (OZON)	NASDAQ	1 140	24.11.2020

Источник: составлено автором по данным PREQVECA [Электронный ресурс]. Режим доступа - <http://www.preqvesa.ru/placements/> (Дата обращения: 03.02.2021).

Оценка эффективности IPO из выборки будет осуществлена в соответствии со следующими критериями:

- динамика показателя EVA, измеряющего создание компанией добавочной стоимости для своих акционеров;

- отношение динамики капитализации компании к динамике соответствующего фондового индекса. Так как некоторые IPO были осуществлены на зарубежных биржах в иностранной валюте (долларах США), для сопоставления доходностей будут использованы различные фондовые индексы: для компаний, разместивших акции в рублях, будет использовано сравнение с «Индексом МосБиржи», в долларах – с «Индексом РТС». Данное разделение обусловлено необходимостью нивелировать валютные колебания.

- темп прироста стоимости акции на момент закрытия первого торгового дня относительно цены размещения, а также на текущий момент. Дополнительным критерием в данном случае выступает положение цены размещения относительно объявленного ценового диапазона;

- ликвидность вторичного рынка акций после проведения IPO, выраженная через отношение среднегодового объёма торгов акциями компании к капитализации на момент размещения;

- разница отношения расходов на проведение размещения к сумме привлеченных денежных средств и средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

Для проведения анализа использовалась информация из публичных ис-

точников, таких как: новостные ленты и данные терминалов ведущих провайдеров финансовой информации – Bloomberg и Thompson Reuters, финансовые отчеты компаний, информация, опубликованная на сайте Центра раскрытия корпоративной информации, а также данные финансовых порталов (Investing, SMART-LAB и пр.).

При осуществлении расчетов финансовых коэффициентов рентабельности инвестированного капитала были внесены методологические корректировки – вместо показателя $EBIT*(1-T)$ использовался показатель NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes или чистая операционная прибыль, скорректированная на налог). Данные показатели схожи, однако имеется существенное отличие – при расчете NOPLAT используется только операционная прибыль, представляющая собой непосредственную генерацию дохода от основного бизнеса компании, в то время как $EBIT*(1-T)$ учитывает и доходы (расходы) от сопутствующей деятельности.

Для практической проверки методики оценки эффективности IPO с помощью финансовых показателей был выбран коэффициент EVA, как наиболее репрезентативный. Данный показатель является комплексным и позволяет измерять успешность реализации бизнес-проектов, озвученных компанией перед проведением размещения, а также использования возможностей по диверсификации источников капитала, открывающихся у компании после получения публичного статуса.

Для анализа были выбраны значения EVA компаний на момент проведения IPO и через 3 года после размещения, так как на большем временном интервале невозможно полностью отделить влияние проведения IPO на коэффициент EVA от воздействия прочих факторов, способных также на него (как, например, использование кредитного рычага). Для компаний, которые осуществили IPO менее трех лет назад для сравнения было использовано значение EVA на последнюю отчетную дату.

Из 19 анализируемых компаний, 11 показали рост показателя EVA в аб-

солютном значении по прошествии трех лет с момента проведения IPO (данные представлены в приложении Б). В свою очередь 6 компаний продемонстрировали снижение данного показателя или его нулевой прирост на анализируемом временном интервале. Значения EVA компаний «Совкомфлот» и «OZON» вычислить не удалось, так как с момента IPO прошло недостаточно для анализа времени.

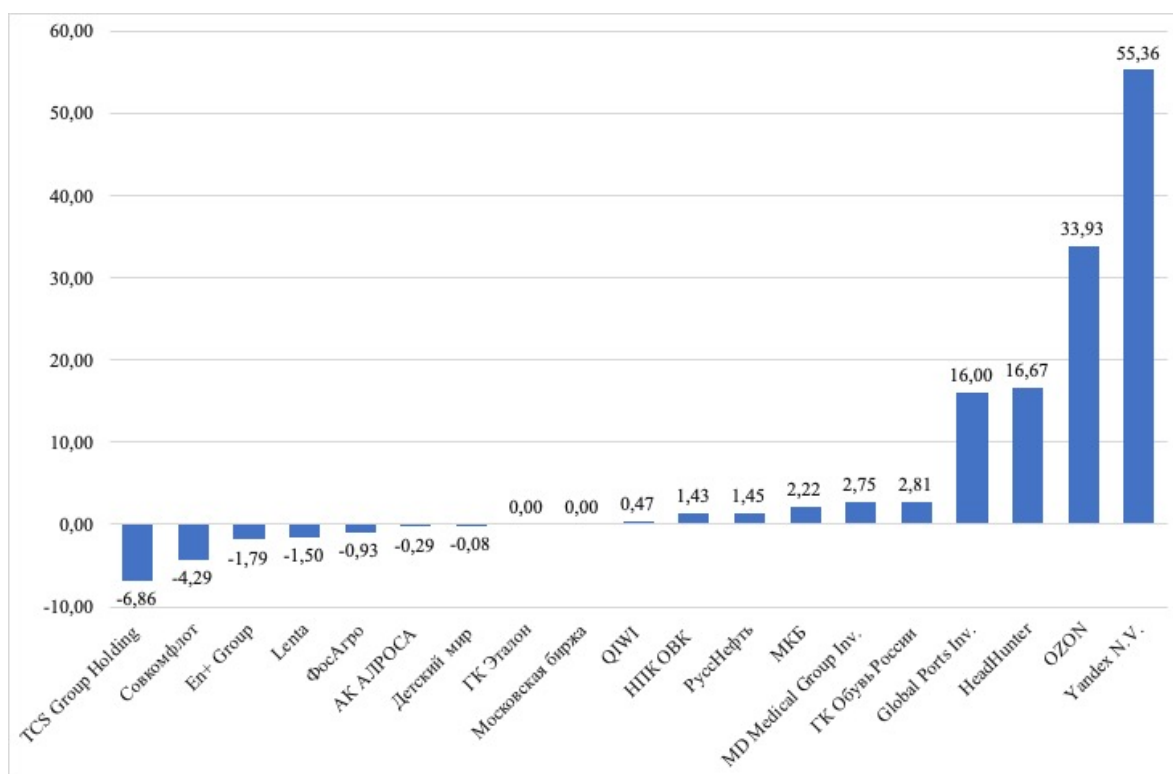
Наибольший прирост в абсолютном значении по показателю EVA после IPO в долгосрочной перспективе продемонстрировали компании АК «АЛРОСА» (31,5 млрд. руб.), «En+ Group» (29,6 млрд. руб.) и «Московская биржа» (13,21 млрд. руб.). В соответствии с данной методикой размещения указанных организаций можно считать наиболее успешными. Худшую динамику продемонстрировали «Lenta Ltd» (- 3,1 млрд. руб.), ГК «Эталон» (- 2,85 млрд. руб.), НПК «ОВК» (-0,98 млрд. руб.).

К преимуществам данной методологии оценки эффективности IPO с помощью показателя EVA можно отнести: комплексность оценки и простоту расчетов: методика четко определена, данные для расчета представлены в общем доступе;

К недостаткам метода относятся:

- невозможность применения при анализе организаций, которые осуществили IPO недавно, а также плановое убыточных компаний, на стадии развития бизнеса;
- невозможность сравнения компаний между собой по величине EVA, так как он сильно коррелирует с масштабом бизнеса организации;
- нерепрезентативность показателя EVA для долгосрочной оценки эффективности IPO.

Далее была проведена оценка эффективности первичных публичных предложений акций российских компаний из выборки по критерию темп прироста стоимости акции на момент закрытия первого торгового дня относительно цены размещения. Рейтинг IPO представлен на рисунке 5 (расчеты отображены в приложениях В и Г).



Источник: составлено автором по материалам PREQVECA. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <http://www.preqveca.ru/placements/> (Дата обращения: 03.02.2021).

Рисунок 5 – Рейтинг эффективности IPO российских компаний с 2011 по 2020 гг по критерию темп прироста стоимости акции на момент закрытия первого торгового дня относительно цены размещения, %

Таким образом, в соответствии с данной методикой самым эффективным первичным публичным предложением акций является IPO компании «Yandex N.V.». Цена акции в первый день торгов выросла на 55,36%, что является абсолютным рекордом за последние 10 лет. Также успешными по данному критерию являются размещения компаний «OZON» (темп прироста составил 33,93%), «HeadHunter» (16,67%) и «Global Ports Investments PLC» (16%).

Наименее эффективными IPO в данном случае являются размещения «TCS Group Holding PLC», курсовая стоимость акций компании за первый торговый день снизилась на 6,86%, «Совкомфлота» – на 4,29%, «En + Group» – на 1,79%, «Lenta Ltd» – на 1,5%.

Цена акций остальных компаний имела незначительную динамику в

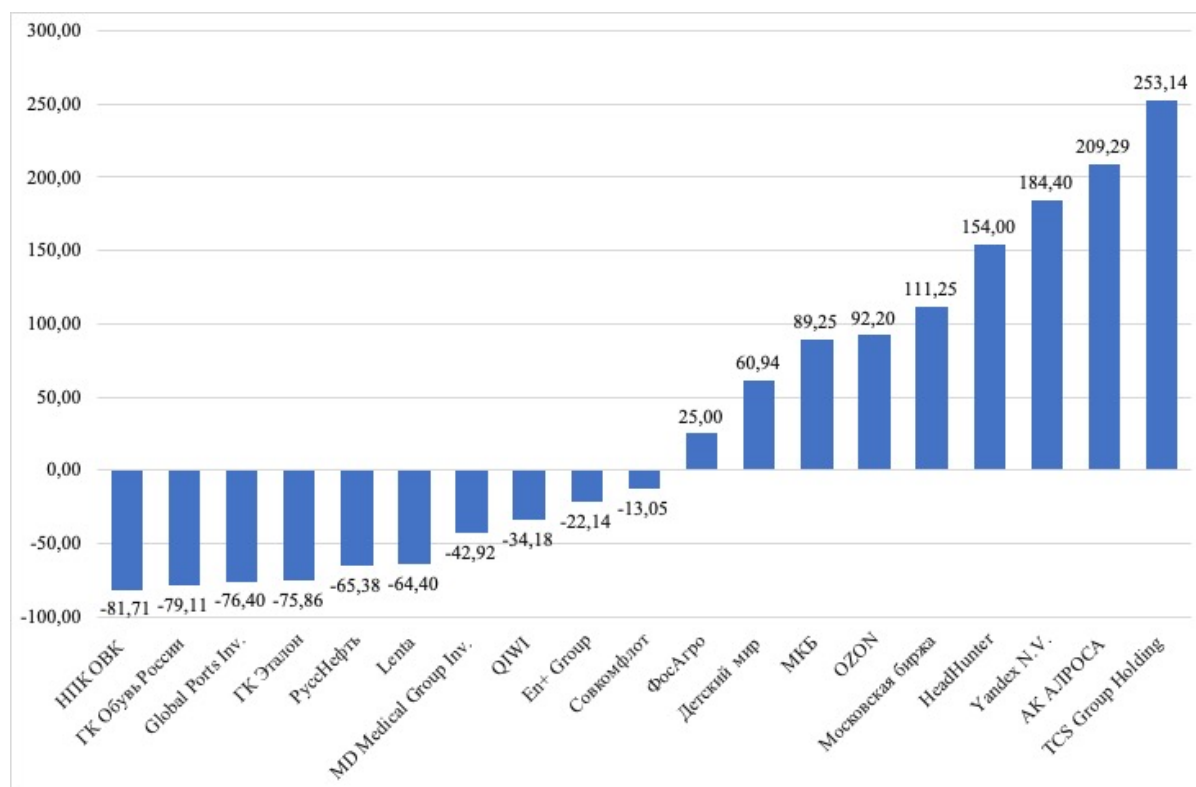
первый день торгов, что в данном случае может являться признаком недостаточной эффективности проведенного IPO в краткосрочном периоде.

Однако с другой точки зрения сильный рост курса акции в первый день торгов может напротив выступать показателем неэффективности проведенного размещения, так как компания привлекла меньшее финансирование, чем могла бы, при прочих равных условиях. Поэтому первостепенным фактором при использовании данной методики оценки является цель, преследуемая организацией при проведении IPO.

Как было отмечено в пункте 2.1.4 настоящей работы, дополнительным критерием эффективности первичного публичного предложения акций при данном подходе является положение цены размещения акции относительно объявленного ценового диапазона: чем ближе цена к верхней границе, тем успешнее считается IPO. В соответствии с расчетами, отраженными в приложениях В и Г, ближе к нижней или по нижней границе ценового диапазона были акции компаний ГК: «Эталон», «Московская Биржа», АК «АЛРОСА», «Lenta Ltd», «Детский мир», ГК «Обувь России», «En+ Group», «Совкомфлот», «Global Ports Investments PLC» и «ФосАгро». По середине ценового диапазона: «MD Medical Group Investments PLC», «QIWI PLC», «НПК ОБК» и «МКБ». Ближе к верхней, по верхней или выше верхней границы ценового диапазона: «РуссНефть», «Yandex N.V.», «TCS Group Holding PLC», «HeadHunter» и «OZON».

Таким образом, можно сделать вывод, что большинство компаний подтверждают теорию о частичном приспособлении. Чем ближе цена размещения к верхней границе ценового диапазона, тем больший рост курса акций в первый день торгов можно наблюдать и тем эффективнее считается IPO. Подтверждением выступают IPO компаний «Yandex N.V.», «OZON», «HeadHunter». И напротив, чем ближе к нижней границе, тем меньшая недооценка может возникнуть, как в случае компаний «Совкомфлот», «En+ Group», «Lenta Ltd» и пр. Хотя присутствуют исключения как, например, «TCS Group Holding PLC» или «Global Ports Investments PLC».

Для оценки эффективности IPO российских компаний в долгосрочном периоде был составлен рейтинг в соответствии с темпом прироста курсовой стоимости акции на текущий момент относительно цены размещения. За текущие цены акций анализируемых компаний были приняты значения на дату 16 марта 2021 г. Графическое отображение рейтинга представлено на рисунке 6 (расчеты приведены в приложениях В и Г).



Источник: составлено автором по материалам PREQVECA. [Электронный ресурс]. Режим доступа – <http://www.preqveca.ru/placements/> (Дата обращения: 03.02.2021).

Рисунок 6 – Рейтинг эффективности IPO российских компаний с 2011 по 2020 гг по критерию «отношение цены акции на текущий момент к цене размещения», %

На длинном горизонте наиболее эффективным IPO стало размещение «TCS Group Holding PLC» (аутсайдера рейтинга в краткосрочном периоде). С момента размещения акции компании выросли на 253,14%. Второе место по степени эффективности занимает IPO АК «АЛРОСА», темп прироста стоимости акций составил 209,29%. На третьем месте IPO «Yandex N.V.» (лидера рейтинга в краткосрочном периоде). На длинном горизонте размещение также можно считать успешным, так как акции компании выросли на 184,4%.

Наименее эффективные IPO в соответствии с данным критерием осуществили компании «НПК ОВК» – цена акций снизилась на 81,71%, ГК «Обувь России» – на 79,11%, «Global Ports Investments PLC» (одного из лидеров рейтинга в краткосрочном периоде) – на 76,4%, и др.

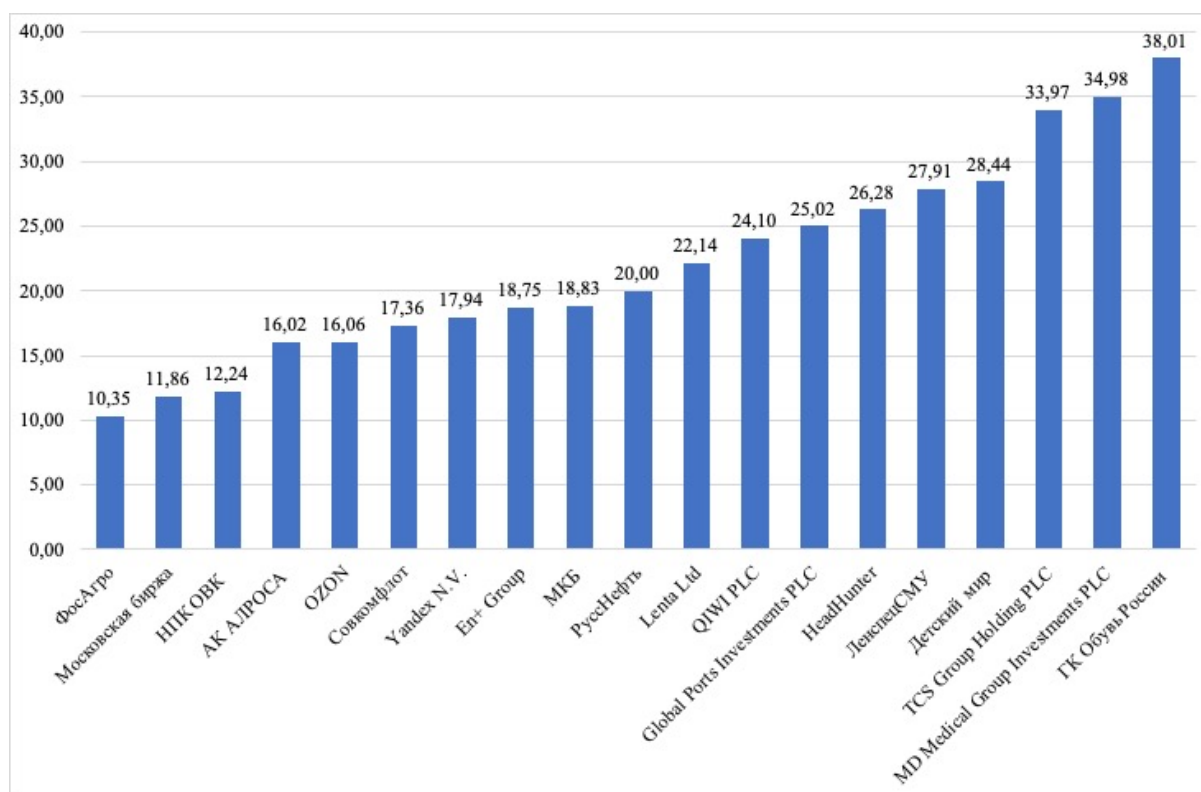
Одним из недостатков данной методики оценки эффективности IPO организаций можно считать относительную несопоставимость данных компаний, осуществляющих IPO в разные годы. Однако присутствуют примеры, опровергающие данный недостаток – темп прироста акций компаний «OZON» и «HeadHunter» существенно выше среднего, несмотря на то что фирмы провели IPO позже других компаний из выборки, демонстрирующих менее успешные результаты.

На основании проведенного анализа, можно выделить следующие преимущества данного метода оценки эффективности IPO: простота расчетов: и универсальность: возможность оценки эффективности за разные периоды времени, а также сопоставления IPO, различных с точки зрения валюты размещения, размеров и отрасли компании-эмитента и т.д.

К недостаткам метода относятся:

- зависимость от предположения об эффективности рынка – цена акции на рынке отражает всю информацию;
- относительная несопоставимость данных компаний, осуществляющих IPO в разные промежутки времени;
- оценка эффективности IPO в краткосрочном периоде может быть не применима, если основной целью компании-эмитента являлось привлечение наибольшего объема финансирования;
- неприменимость методики при оценке эффективности предстоящего IPO на стадии подготовки.

Далее осуществим практическую проверку метода оценки эффективности посредством критерия отношение объема привлеченного финансирования к капитализации на момент проведения IPO. Рейтинг IPO компаний из выборки представлен на рисунке 7 (расчеты отражены в приложении Д и Е).



Источник: составлено автором по материалам Investing. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://ru.investing.com/> (Дата обращения: 03.02.2021). SMART-LAB [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 05.02.2021) и финансовых отчетностей компаний.

Рисунок 7 – Рейтинг эффективности IPO российских компаний с 2011 по 2020 гг. по критерию «отношение объема привлеченных денежных средств в результате IPO к капитализации фирмы на момент размещения», %

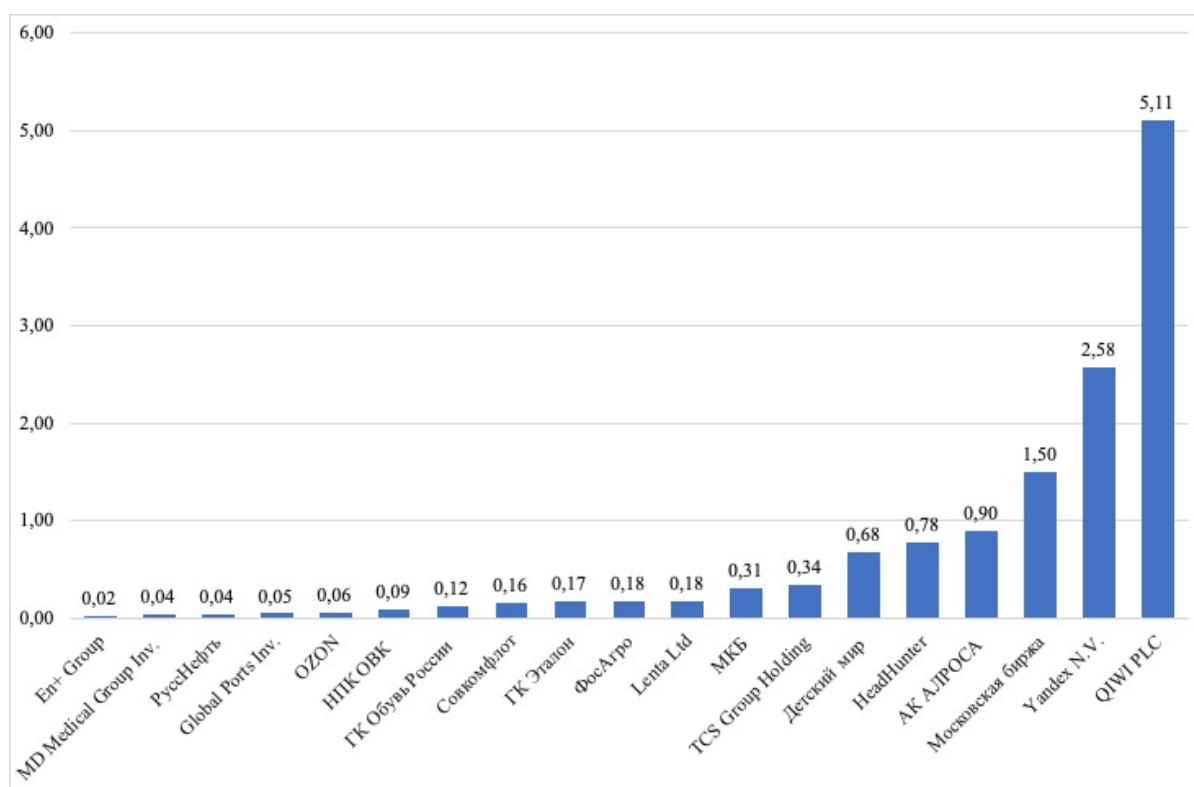
В соответствии с данным подходом наибольший объем финансирования относительно капитализации привлекли компании ГК «Обувь России» – 38,01%, «MD Medical Group Investments PLC» – 34,98% и «TCS Group Holding PLC» – 33,97%. Наименее успешные размещения в данном случае компаний «ФосАгро» – 10,35, «Московская биржа» – 11,86 и НПК «ОБК» – 12,24.

Преимущества данной методики оценки: простота расчетов, универсальность, наглядность информации относительно объема привлеченного финансирования.

Недостатки:

- методика не учитывает другие факторы в том числе дальнейшее развитие компании после IPO и использование привлеченных ресурсов;
- невозможность точной оценки при подготовке к IPO.

Проведем анализ эффективности первичного публичного предложение с помощью следующего критерия – ликвидность вторичного рынка акций после проведения IPO. В качестве показателя, отражающего состояние ликвидности, методика предусматривает использование отношения среднегодового объема торгов акциями компании с момента размещения до текущего момента (в данном случае были взяты показатели на 31 декабря 2020 года) к капитализации на момент размещения. Рейтинг эффективности IPO представлен на рисунке 7 (расчеты приведены в приложении Ж).



Источник: составлено автором по материалам Investing. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://ru.investing.com/> (Дата обращения: 03.02.2021). SMART-LAB [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 05.02.2021) и финансовых отчетностей компаний.

Рисунок 7 – Рейтинг эффективности IPO российских компаний с 2011 по 2020 гг по критерию ликвидность вторичного рынка акций

В соответствии с данной методикой, наиболее эффективное IPO было осуществлено компанией «QIWI PLC», среднегодовой оборот торгов акциями компании превышает капитализацию на момент размещения более чем в 5 раз, что свидетельствует о высокой ликвидности вторичного рынка ценных бумаг. Второе и третье места в рейтинге IPO занимают «Yandex N.V.» и «Московская

Биржа», оборот торгов превышает капитализацию в 2,6 и 1,5 раза соответственно.

Наименее ликвидный вторичный рынок акций компаний «En+ Group» (отношение среднегодового оборота к капитализации 0,02), «MD Medical Group Investments PLC» (0,04) и «РуссНефть» (0,04).

Необходимо отметить, что статистически значимой взаимосвязи между ликвидностью вторичного рынка акций после IPO и географией проведения размещения в ходе исследования замечено не было.

Преимущества рассматриваемой методики оценки эффективности IPO:

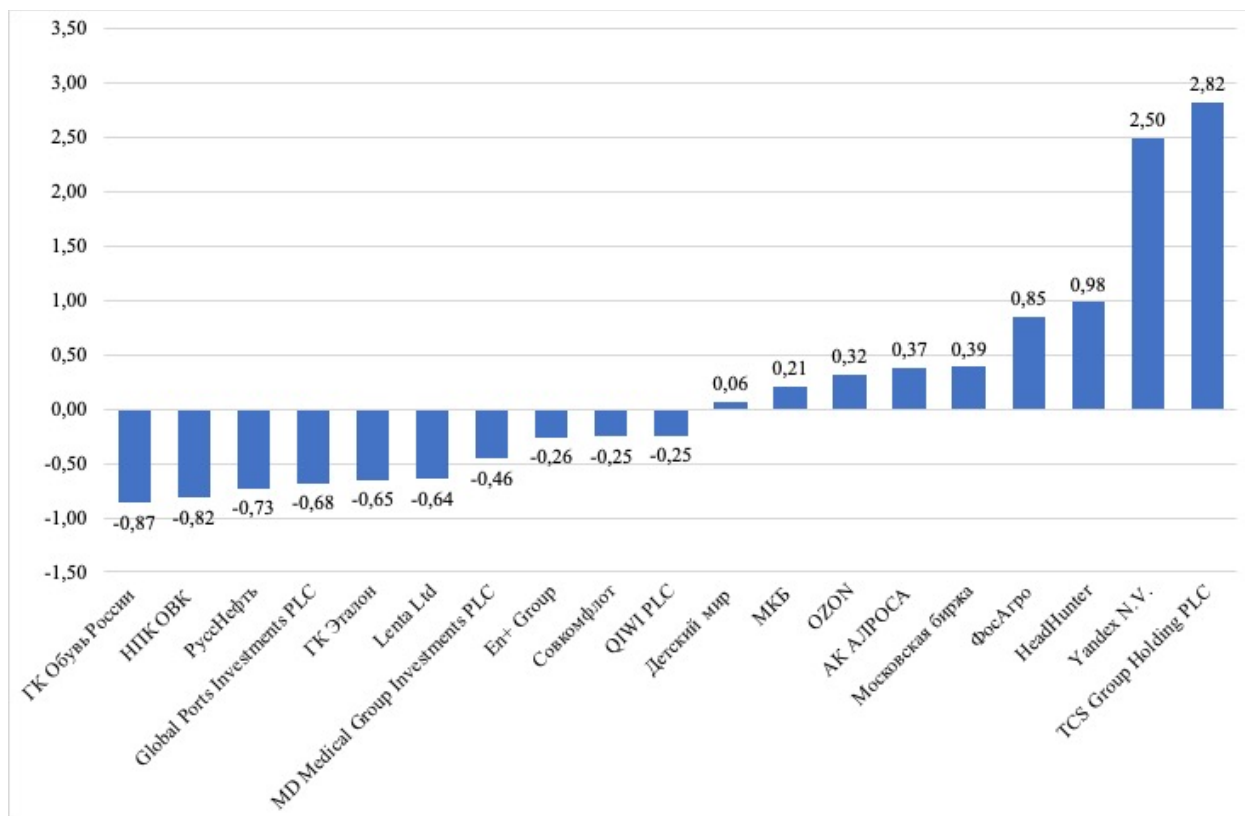
- простота расчетов: методика четко определена, данные для расчета представлены в общем доступе;
- возможность сопоставления IPO, различных с точки зрения валюты размещения, размеров и отрасли компании и т.д;
- методика наглядно демонстрирует интерес инвесторов к компании после IPO.

Главный недостаток методики – невозможность принятия решения о проведении IPO на стадии подготовки.

Следующий критерий оценки эффективности первичного публичного предложения акций – отношение динамики капитализации фирмы к динамике фондового индекса. Данный показатель нацелен на определение поведения ценных бумаг после IPO относительно бенчмарка в виде соответствующего фондового индекса. При использовании данной методики оценки, IPO признается успешным, если за анализируемый период времени цена акций растет более быстрыми темпами или снижается более медленными темпами, чем значение фондового индекса. Для акционеров компании это означает, что организация опережает среднерыночную доходность и является эффективной экономической структурой, способной формировать дополнительную премию к рыночному портфелю.

Для проведения практической оценки был выбран период времени – с

момента осуществления компанией IPO по 31 декабря 2020 года. Рейтинг российских компаний по эффективности первичных публичных предложений в соответствии с данным критерием представлен на рисунке 8 (расчеты отображены в приложении Д и Е).



Источник: составлено автором по материалам Investing. [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://ru.investing.com/> (Дата обращения: 03.02.2021). SMART-LAB [Электронный ресурс]. Режим доступа - <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 05.02.2021) и финансовых отчетностей компаний.

Рисунок 8 – Рейтинг эффективности IPO российских компаний с 2011 по 2020 гг. по критерию «отношение динамики капитализации фирмы к динамике фондового индекса»

Таким образом, наиболее успешные IPO были осуществлены компаниями «TCS Group Holding PLC» – с момента размещения, капитализация выросла на 282% быстрее индекса РТС и «Yandex N.V.» – на 250%.

Наименее успешные первичные публичные предложения были проведены компаниями ГК «Обувь России», капитализация существенно снизилась – на 87% относительно Индекса МосБиржи, который за анализируемый период напротив вырос, аналогичные ситуации наблюдаются с организациями

«НПК ОВК» – снижение произошло на 82% и «РуссНефть» – на 73%.

К преимуществам данного подхода оценки эффективности проведенных IPO относятся:

- простота расчетов – методика четко определена, данные находятся в общем доступе;
- универсальность – возможно сопоставление IPO компаний, осуществленных в различных валютах, а также использование различных фондовых индексов (в том числе отраслевых), временных периодов и т.д.;
- наглядность – метод дает объективное понимание того, какую эффективность в сравнении с рынком в целом демонстрирует компания после получения статуса публичной, тем самым создавая дополнительную стоимость для своих акционеров, которые в противном случае могли бы с большей успешностью инвестировать в рыночный портфель.

Недостатки:

- невозможность принятия решения о проведении IPO на стадии подготовки;
- опережение фондового индекса по доходности может достигаться не только за счет инновационной деятельности и выбранной бизнес-стратегии, но и за счет увеличения риска по отношению к риску пассивного инвестирования.

Заключительным критерием оценки эффективности первичного публичного предложения из анализируемых является разница отношения расходов на проведение IPO к сумме привлеченных денежных средств со средне-взвешенной стоимостью капитала (WACC). В соответствии с методикой, IPO считается эффективным, если ставка WACC равна или превышает расходы на проведение размещения в относительном выражении. Данные в разрезе российских компаний из выборки представлены в таблице 7. Необходимо отметить, что в общем доступе представлена информация о расходах на проведение IPO только по 5 компаниям из 19.

Таблица 7 - Соотношение расходов на привлечение финансирование через IPO со ставкой WACC российских компаний из выборки

Компания	Расходы на проведение IPO, млн долл	Объем привлеченных средств, млн. долл.	Расходы на привлечение финансирования через IPO, %	WACC, %
«MD Medical Group Investments PLC»	7,44	311	2,39	6,13
«QIWI PLC»	9,57	213	4,49	7,3
«HeadHunter»	17,61	220	8,00	9,3
«Yandex N.V.»	65,22	1 435	4,55	11,5
«OZON»	73,01	1 140	6,40	7,49

Источник: составлено автором по материалам финансового портала SMART-LAB // Официальный сайт портала SMART-LAB – URL: <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 02.04.2019) и терминала Bloomberg

На основе представленных данных можно сделать вывод о том, что по данному критерию все анализируемые компании осуществили успешное первичное публичное предложение акций на бирже, так как ставка WACC превышает расходы на проведение IPO.

Основные преимущества методики оценки эффективности IPO с помощью средневзвешенной стоимости капитала (WACC):

- возможность определения эффективности на стадии подготовки, до непосредственного проведения процедуры IPO;
- универсальность.

Недостатки:

- затруднительность расчетов: данные о фактических расходах на проведение IPO по состоявшимся размещениям не находятся в общем. Для компании-эмитента не всегда возможно корректно спрогнозировать сумму издержек на проведение процедуры, так как часть расходов является переменной и зависит от итогового объема привлеченных денежных средств.

ГЛАВА 3

РАНГОВАЯ МОДЕЛЬ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ IPO

3.1 Методологическое обоснование разработанной модели

Исходя из анализа существующих методик оценки эффективности процесса IPO, представленных во второй главе настоящей работы, можно сделать вывод, что использование исключительно одной модели не дает комплексного понимания о достижении компанией основных целей проведения IPO, которые были приведены ранее.

К примеру, показатель отношения объема привлеченных денежных средств к значению рыночной стоимости компании на момент проведения IPO позволяет сделать выводы о результативности процедуры, как источника одноразового финансирования, однако не имеет абсолютной никакой ценности для понимания состояния ликвидности вторичного рынка акций компании после проведенного размещения. Между тем, высокий показатель ликвидности важен не только для менеджмента компании, заинтересованному в возможности успешного привлечения дополнительного финансирования при последующих размещениях, а также участия в мотивационных программах компании ее высшего управленческого состава, но и для акционеров и кредиторов (первым необходима возможность в случае необходимости быстро мобилизовать капитал без потери его стоимости, вторые же могут использовать акции компании как залоговое имущество при выдаче кредитов).

В связи с этим, для комплексной оценки эффективности процесса первичного публичного предложения акций, как процедуры, подразумевающей достижение широкого перечня финансовых и нефинансовых целей, необходима модель, которая будет учитывать все упомянутые критерии.

Таким образом, на основе выявленных сильных и слабых сторон рассмотренных методик была предложена авторская модель оценки эффективно-

сти IPO, учитывающая множество факторов комплексно. Для учета совокупности критериев была выбрана ранговая модель, подразумевающая присвоение баллов в зависимости от значения анализируемого параметра при проведении IPO. Итоговая оценка будет зависеть от совокупности баллов, присвоенных по каждому критерию, в соответствии с его удельным весом.

Каждый выбранный для оценки параметр отражает реализацию одной из целей проведения первичного публичного предложения акций для компании-эмитента, а именно:

– Отношение объема финансирования, привлеченного в результате IPO, к рыночной капитализации, определённой на момент размещения, как мера эффективности привлечения больших объемов денежных средств. По данному показателю количество баллов будет присваиваться компании в соответствии с диапазоном значений, представленным в таблице 8.

Таблица 8 - Присвоение баллов по показателю «отношение объема финансирования, привлеченного в результате IPO, к рыночной капитализации, определённой на момент размещения»

Отношение объема финансирования, привлеченного в результате IPO, к рыночной капитализации, определённой на момент размещения, %	Количество баллов
Менее 1	0
1-5	1
5-10	2
10-15	3
15-20	4
Свыше 20%	5

Источник: составлено автором по данным приложений Д и Е

– Критерием, отражающим эффективность IPO как способа привлечения капитала, является положение цены размещения относительно ценового диапазона. Чем выше цена размещения, тем успешнее компания реализовала свои планы по привлечению капитала. Соответственно, низкое значение цены размещения, напротив, будет сигнализировать о неудачном достижении поставленных задач по привлечению финансирования. Количество баллов в соответствии с положением цены размещения относительно ценового диапазона

представлено таблице 9.

Таблица 9 - Присвоение баллов по показателю «положение цены размещения относительно ценового диапазона»

Положение цены размещения относительно ценового диапазона	Количество баллов
По нижней границе	0
Ближе к нижней границе	1
По середине	2
Ближе к верхней границе	3
По верхней границе	4
Выше верхней границы	5

Источник: составлено автором по данным приложений В и Г

– Отношение объема торгов акциями компании к значению капитализации на момент размещения, приведенное к годовому эквиваленту, отражает критерий роста ликвидности вторичного рынка ценных бумаг организации. Диапазон значений показателя и количество баллов, соответствующее каждому промежутку, приведены в таблице 10.

Таблица 10 - Присвоение баллов по показателю «отношение среднегодового объема торгов акциями компании к значению капитализации на момент размещения»

Отношение среднегодового объема торгов акциями компании к значению капитализации на момент размещения, %	Количество баллов
Менее 0,005	0
0,005 – 0,025	1
0,025 – 0,075	2
0,075 – 0,25	3
0,25 – 1,0	4
Свыше 1,0	5

Источник: составлено автором по данным приложения Ж

– Отношение значения средневзвешенной стоимости капитала WACC через 3 года после IPO к его значению на момент размещения отражает диверсификацию используемых источников капитала и снижение стоимости заимствований в будущем. Для компаний, которые провели IPO менее 3 лет назад, показатель WACC будет равен значению, рассчитанному на дату последней актуальной финансовой отчетности. Использование более позднего значения

данного показателя считается нецелесообразным, так как на длительном промежутке времени на стоимость капитала компании большее влияние оказывают внутренние и внешние факторы, такие как макроэкономическая конъюнктура, деятельность текущего руководства, ситуация в отрасли и пр. Данное ограничение связано со спецификой расчета показателя WACC: увеличивая кредитное плечо, организация может снижать значение средневзвешенной стоимости капитала, так как долговое финансирование имеет, как правило, более низкую цену, чем акционерный капитал. Отчасти возможность привлечения большего объема банковского финансирования обуславливается получением компанией публичного статуса и использованием открывшихся возможностей диверсификации источников капитала. Наиболее полно данный эффект от IPO отражается на значении WACC компании в последующие три года после размещения⁷². Диапазон значений показателя и количество баллов, соответствующее каждому промежутку, приведены в таблице 11.

Таблица 11 - Присвоение баллов по показателю «отношение значения средневзвешенной стоимости капитала WACC через 3 года после IPO к его значению на момент размещения»

Отношение значения средневзвешенной стоимости капитала WACC через 3 года после IPO к его значению на момент размещения	Количество баллов
Больше 1,09	0
0,96–1,09	1
0,83–0,96	2
0,7–0,83	3
0,5–0,7	4
Менее 0,5	5

Источник: составлено автором по данным приложения Л

– Так как российский рынок слияний и поглощений на текущий момент находится на стадии упадка⁷³, оценить объективно влияние IPO

⁷² Данилов Ю.А., Зайцев А.С. Рэнкинги эффективности IPO российских компаний, проведенных в течение 2009–2010 гг. [Электронный ресурс]: Фонд «Центр развития фондового рынка», 2010 – URL: http://www.crfr.ru/files/reitingi_ipo_otchet.pdf (дата обращения: 23.01.2021).

⁷³ Петрашова Л. Рынок слияний и поглощений в России в 2020 г. [Электронный ресурс]: KPMG, 2021. – URL: <https://home.kpmg/ru/ru/home/insights/2021/02/russian-2020-market-overview.html> (дата обращения: 25.03.2021).

на данный процесс не представляется возможным.

– Для отражения повышения надежности и доверия компании после IPO был выбран географический критерий проведенного IPO, так как листинг на зарубежных рынках является дополнительным фактором надежности и уверенности для контрагентов и клиентов организации⁷⁴. Данный факт обусловлен более развитой и стабильной правовой системой, а также более строгими требованиями к эмитентам и тщательной системой контроля их отчетности. В случае, если компания проводила IPO на зарубежной бирже, ей присваивалось 2 балла, если на российской – 1. Кросс-листинг

– Эффективность, а соответственно и мотивацию, работы менеджмента принято измерять с помощью таких показателей как ROE и ROIC, ROS и т.д. Однако, исходя из материалов второй главы настоящей работы, в который был на практике применен данный метод, отчетливо следует тот факт, что практически у всех компаний из выборки упомянутые показатели демонстрируют снижение, что связано с ростом компании и насыщением ее целевых рынков. Использование показателя, отражающего создание менеджментом стоимости для акционеров компании, такого как EVA, кажется оптимальным решением, так как, во-первых, EVA учитывает стоимость капитала, во-вторых, сам показатель отражает результативность достижения основной цели, стоящей перед любой организацией – максимизация собственной стоимости.

Тем не менее, абсолютное значение показателя непригодно для сопоставления компаний между собой, так как величина EVA существенно зависит от масштабов и специфики деятельности организации. Таким образом, в настоящей работе в качестве критерия эффективности и мотивированности работы менеджмента будет использоваться значение отношения разницы показателя EVA на момент IPO и через 3 года после размещения, к его значению на момент размещения. Формула имеет следующий вид:

⁷⁴ Лукашов А, IPO на зарубежных биржах [Электронный ресурс] : Федеральный образовательный портал ЭСМ, 2015. – URL: http://ecsoc-man.hse.ru/data/755/717/1231/kons_07_2005_054-057analit.pdf; (дата обращения: 25.03.2021).

$$I = \frac{(EVA_{3 \text{ года}} - EVA_{\text{начало}})}{EVA_{\text{начало}}} \quad (8)$$

Использование срока в 3 года позволяет оценить долгосрочную эффективность работы менеджмента и минимизировать влияние колебаний финансовых показателей на проводимую оценку. Диапазон значений показателя и количество баллов, соответствующее каждому промежутку, приведены в таблице 12.

Таблица 12 - Присвоение баллов по показателю «отношения разницы показателя EVA на момент IPO и через 3 года после размещения, к его значению на момент размещения»

Отношение разницы показателя EVA на момент IPO и через 3 года после размещения, к его значению на момент размещения	Количество баллов
Меньше 0	0
0–1,2	1
1,2–2,4	2
2,4–3,6	3
3,6–4,8	4
больше 4,8	5

Источник: составлено автором по данным приложения Б

– Для отражения долгосрочной эффективности IPO был выбран критерий отношения динамики стоимости акции компании к динамике соответствующего фондового индекса. Из которого четко следует, какую премию по доходности имеют акционеры компании по отношению к рыночному портфелю. Для данного показателя было введено несколько контрольных точек, в которых проводилось наблюдение: 6 месяцев после IPO, 12 месяцев после IPO и 3 года после IPO. Итоговый балл по данному критерию имеет следующую структуру расчета:

○ если после размещения акций компанией прошло более 3 лет, то вес балльной оценки по критерию курс акций через 6 месяцев после IPO составляет 0,1; через 12 месяцев – 0,3; через 3 года – 0,6;

○ если после размещения прошло более 1 года, но менее 3 лет, то вес балльной оценки по критерию курс акций через 6 месяцев после IPO составляет 0,3; через 12 месяцев – 0,7;

○ если после размещения прошло более 6 месяцев, но менее 1 года), то вес балльной оценки по критерию курс акций через 6 месяцев после IPO составляет 1,0.

Диапазон значений показателя и количество баллов, соответствующее каждому промежутку, в разрезе временного периода (6 месяцев, 1 год, 3 года) приведены в таблице 13.

Таблица 13 - Присвоение баллов по показателю «отношение динамики цены акции компании к динамике соответствующего фондового индекса»

Через 6 месяцев		Через 1 год		Через 3 года	
Диапазон значений, %	Количество баллов	Диапазон значений, %	Количество баллов	Диапазон значений, %	Количество баллов
Менее – 100	0	Менее – 32	0	Менее - 5	0
-100 – -20	1	-32 – -16	1	- 5 – 2	1
- 20 – 60	2	-16 – 0	2	- 2 – 5	2
60 – 100	3	0 – 16	3	5 –12	3
100 – 180	4	16 – 32	4	12 – 19	4
Больше 180	5	Более 32	5	Более 19	5

Источник: составлено автором по данным приложений И и К

Итоговая модель оценки эффективности IPO будет включать 7 указанных критериев. По каждому критерию компаниям присваивается балл в соответствии с заданным диапазоном значений. Для сведения балльных оценок по каждому критерию в единую интегральную оценку эффективности IPO, к каждому критерию будут применяться определенные веса. В свою очередь, итоговая оценка представляет собой сумму балльных оценок, взвешенных по своим веса.

Балльной оценке по первому критерию соответствует вес 0,2, так сумма привлеченных средств является главным показателем эффективности IPO.

Географии размещения был присвоен вес 0,05. Остальным критериям соответствуют равные веса – по 0,15. Итоговая модель имеет вид:

$$R = 0,2 * R_1 + 0,15 * (R_2 + R_3 + R_4 + R_5 + R_7) + 0,05 * R_6, \text{ где} \quad (8)$$

R1 – количество баллов по критерию отношение объема привлеченных средств к капитализации на момент IPO;

R2 – количество баллов по критерию положение цены размещения относительно объявленного ценового диапазона;

R3 – количество баллов по критерию отношение объема торгов к значению капитализации на момент размещения, приведенное к годовому значению;

R4 – количество баллов по критерию изменение показателя WACC после проведения IPO;

R5 – количество баллов по критерию динамика показателя EVA;

R6 – количество баллов по критерию география размещения;

R7 – количество баллов по критерию отношение изменения цены акции к изменению значения референтного индекса.

3.2 Практическое применение разработанной модели оценки эффективности IPO

На основе сформированной модели оценки эффективности IPO были рассчитаны итоговые показатели российских компаний из выборки в разрезе каждого критерия, а также общая интегральная оценка (данные приведены в приложении И). Значения показателя R представлены в таблице 14.

Таблица 14 - Значения интегрального показателя R в разрезе российских компаний из выборки

№	Наименование компании, осуществившей IPO	R
1	«Yandex N.V.»	3,81

Продолжение таблицы 14

№	Наименование компании, осуществившей IPO	R
2	«HeadHunter»	3,67
3	«TCS Group Holding PLC»	3,35
4	«QIWI PLC»	3,29
5	«РуссНефть»	3,12
6	«МКБ»	2,95
7	«Московская биржа»	2,87
8	«ФосАгро»	2,80
9	АК «АЛРОСА»	2,71
10	ГК «Обувь России»	2,57
11	«Global Ports Investments PLC»	2,39
12	«Детский мир»	2,30
13	«MD Medical Group Investments PLC»	2,00
14	ГК «Эталон»	1,94
15	«Lenta Ltd»	1,67
16	«НПК ОБК»	1,52
17	«En+ Group»	1,35
18	«Совкомфлот»	н/д
19	«Ozon Holdings PLC» (OZON)	н/д

Источник: составлено автором по данным приложения М

Таким образом, наиболее успешное первичное публичное предложение акций было осуществлено компанией «Yandex N.V.». Интегральный показатель R составляет 3,81. Наибольшее количество баллов организация получила по критериям R3 – 5 баллов, R7 – 4,4 балла, по критериям R1, R2, R4 компании было присвоено по 4 балла.

Интерпретируя полученные результаты, можно сказать, что, динамика стоимости акций на протяжении как краткосрочного, так и долгосрочного периодов обгоняет значения фондового индекса. Компания привлекла высокий объем финансирования относительно капитализации на момент IPO, акции обладают высокой ликвидностью, цена размещения при проведении IPO «Yandex N.V.» прошла по верхней границе объявленного ценового диапазона, средневзвешенная стоимость капитала организации после размещения снижается. Также IPO было осуществлено на американской бирже NASDAQ, что может свидетельствовать о соответствии высоким требованиям, предъявляемым Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC) к деятельности

компании, ее организационной структуре и раскрытию информации. Наименьшее количество баллов «Yandex N.V.» получила по критерию R5, показатель EVA имеет восходящий тренд, однако темп прироста находится на среднем уровне относительно других компаний из выборки.

Второе место среди анализируемых компаний занимает IPO «HeadHunter». Интегральный показатель R составляет 3,67. Наибольшее количество баллов организация получила по критериям R1 – 5 баллов, R7 – 4,1 балла, по критериям R2, R3, R4 компании было присвоено по 4 балла. Таким образом, «HeadHunter», осуществив первичное публичное предложение акций, привлекла высокий объем финансирования, цена акций прошла по верхней границе ценового диапазона и в последующие временные периоды существенно обгоняла значения фондового индекса, ликвидность вторичного рынка акций компании находится на высоком уровне. По критерию R5 компания набрала наименьшее количество баллов, так как показатель EVA имеет незначительный восходящий тренд, в силу небольшого промежутка времени, прошедшего с момента IPO.

На третьем месте в рейтинге – «TCS Group Holding PLC» с интегральным показателем 3,35. Компания получила наивысшие оценки по критериям R1 и R5. В отличие от «Yandex N.V.» и «HeadHunter» показатель EVA «TCS Group Holding PLC» увеличивается темпами, гораздо выше среднерыночных. Наименьшее количество баллов компании присвоено по критерию R7, так как динамика курса акций за анализируемые периоды (6 месяцев, 1 год и 3 года) значительно снижалась. Тем не менее, по совокупности факторов IPO организации считается эффективным.

Наименее эффективное IPO было осуществлено компанией «En+ Group». Интегральный показатель R составляет 1,35. Организации присвоено по 0 баллов в соответствии с критериями R2, R5 и R7. Баллы по R3 и R4 также находятся на низких уровнях. Таким образом, несмотря на высокий объем привлеченного финансирования, акции компании обладают низкой ликвидностью и их доходность существенно отстает от динамики фондового индекса, цена

размещения проводилась по нижней границе ценового диапазона, стоимость капитала после проведения IPO увеличилась относительно значений до осуществления процедуры.

IPO компаний «Совкомфлот» и «OZON» не поддаются оценке в соответствии с разработанной методикой, так как по ним отсутствуют репрезентативные данные относительно показателей WACC и EVA, в силу небольшого периода времени, прошедшего с момента проведения размещения. Неприменимость для оценки эффективности IPO компаний, планирующих проведение процедуры или недавно ее завершившие, можно считать недостатком разработанной методикой.

Таким образом, на основе проведенного анализа показателей российских компаний из выборки, осуществивших IPO, можно выделить следующие сильные стороны разработанной методики оценки эффективности первичного публичного предложения акций:

- методика учитывает разносторонние факторы эффективности размещения в совокупности;
- данный подход оценки тесно связан с многочисленными целями, преследуемыми компанией-эмитентом;
- методика четко описана, расчеты проводятся на основе публичных данных;
- в методологию оценки можно вносить изменения в зависимости от специфики анализируемых IPO (использовать различные диапазоны значений, временные ряды, удельные веса критериев и пр);
- методика универсальна для оценки IPO, проводимых в различное время, компаниями разных отраслей, масштабов бизнеса и т. д.;

Основными недостатками разработанной методики является:

- неприменимость для планируемых и недавно завершённых IPO;
- невозможность оценки эффективности IPO в случае делистинга акций.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Исходя из поставленных задач выполнения выпускной квалификационной работы были получены следующие результаты и сделаны выводы:

1. В ходе изучения теоретических аспектов процесса IPO было установлено, что IPO – это процесс первичного публичного предложения акций компанией на фондовой бирже среди неограниченного круга инвесторов, в результате которого организация или продающий акционер привлекает финансирование. В силу отсутствия в российском законодательстве закрепленного понятия «IPO», в российской и зарубежной литературе под первичным публичным предложением акций иногда подразумевают Follow-on, SPO, PPO, DPO, Private Offering.

К преимуществам и, как следствие, целям проведения IPO для фирмы относятся: привлечение дополнительного финансирования, в том числе иностранного; возможность действующих акционеров продать имеющуюся долю в бизнесе; диверсификация имеющихся источников финансирования и снижение их стоимости в будущем; отсутствие привязки к каким-либо срокам возврата денежных средств; получение справедливой независимой оценки стоимости организации; повышение доверия к деятельности компании и узнаваемости бренда; возможность разработки и внедрения наиболее эффективных программ мотивации для сотрудников. К недостаткам: сложность процедуры IPO и высокие издержки на ее осуществление; высокие требования для публичной компании; риски для учредителей организации; рыночное давление

Процедура проведения IPO осуществляется в 4 основных этапа при участии эмитента, инвестиционных банков, юридических и финансовых консультантов, PR-агентств, биржи.

2. В результате исследования научной литературы было установлено, что основными альтернативами IPO с точки зрения привлечения финансирования являются: собственный капитал, банковское кредитование, облигационные займы, венчурный капитал, De-SPAC, ICO. Были выявлены основные преимущества и недостатки каждого метода.

3. В ходе проведенного анализа количественных и качественных показателей, характеризующих уровень развития глобального и российского рынков IPO, были получены следующие выводы:

- рынок первичный размещений, как часть финансового рынка, развивается в разрезе общей экономической ситуации в мире. За анализируемый период количество IPO, проводимых на глобальном рынке имеет разнонаправленную динамику, 2020 год – третий после 2007 и 2017 годов по количеству размещений (1 422) и второй после 2007 года по объему привлеченного финансирования (335,1 млрд. долл.);

- на мировом рынке наибольшие доли среди проводимых IPO занимают компании финансового сектора (33%), потребительских товаров и услуг (21%) и промышленности (13%);

- лидерами по объему рынка IPO традиционно являются США, Китай, Гонконг и Великобритания. В последние годы конкуренция между США и Китаем по данному показателю усиливается, доля Китая увеличивается;

- Россия в 2020 году заняла 24 место в мире по объему рынка IPO, общее количество IPO российских компаний с 2000 по 2020 гг. составило 131 на общую сумму 84,87 млрд. долл.;

- наибольшее количество IPO в России было проведено компаниями отрасли металлургии и горного дела (13,74%), ТТМ (11,45%), торговли и потребительского сектора, и финансовых услуг (по 9,92%);

- российские компании осуществляли IPO, главным образом на отечественных биржах (43%), LSE (31%) и NYSE/NASDAQ (7%). Кросс-листинг провели 14% российских компаний.

4. В результате исследования научной литературы были определены виды методик оценки эффективности IPO: традиционный метод с помощью финансовых показателей ROA (отражает, насколько эффективно организация использует собственные активы вне зависимости от источников их финансирования.), ROS (показывает, насколько менеджмент компании способен

управлять бизнесом с точки зрения сокращения издержек), ROE (определяет эффективность с точки зрения собственников компании), CF/TA (дает представление о реальном уровне доходности активов компании, не искаженном применяемыми стандартами бухгалтерской отчетности), EVA (выявляет дополнительную экономическую ценность чистых активов компании), MVA (показывает количество богатства, которое компания создала для акционеров с момента своего основания) и CFROI (измеряет ожидаемую отдачу от инвестиций). При данной методике IPO признается эффективным, если значения финансовых показателей после IPO превышают значения до его проведения.

Специфические подходы оценки эффективности IPO: метод оценки с помощью показателя WACC (IPO признается успешным, если расходы на проведение размещения не превышают ставку WACC); метод оценки эффективности IPO на основе объема привлечённого финансирования (определяется отношение объема привлеченных средств к рыночной стоимости компании; оценивается динамика капитализации в сравнении с динамикой фондового индекса или среднегодовой оборот торгов на вторичном рынке акций к капитализации корпорации на момент IPO. Чем выше значения указанных показателей, тем успешнее признается IPO); метод оценки путем сравнения цены размещения акций с их рыночной стоимостью (чем больше рыночная стоимость акций по окончании анализируемого периода, тем успешнее IPO).

5. В результате практического применения указанных методик оценки на примере IPO российских компаний из составленной выборки были получены следующие результаты:

– По критерию EVA наиболее эффективно IPO АК «АЛРОСА», наименее – «Lenta Ltd». К преимуществам данной методологии оценки можно отнести: комплексность оценки и простоту расчетов. К недостаткам – невозможность применения методики в некоторых случаях, сравнения компаний между собой по величине EVA, нерепрезентативность показателя EVA для долгосрочной оценки эффективности IPO.

– По критерию темп прироста стоимости акции с момента размещения до определенного периода в краткосрочной перспективе наиболее эффективным размещением является «Yandex N.V.», наименее – «TCS Group Holding PLC», в долгосрочной – «TCS Group Holding PLC» наиболее эффективно, «НПК ОБК» – наименее. Большинство компаний подтверждают теорию о частичном приспособлении. К преимуществам методики относятся простота и универсальность расчетов, к недостаткам – зависимость от предположения об эффективности рынка, относительная несопоставимость данных, неприменимость методики в некоторых случаях.

– В соответствии с критерием отношение объема привлеченного финансирования к капитализации на момент проведения IPO наиболее эффективно размещение ГК «Обувь России», наименее – «ФосАгро» Преимущества методики: простота, универсальность, наглядность данных. Недостатки: отсутствие учета других факторов, невозможность точной оценки при подготовке к размещению.

– С точки зрения ликвидности вторичного рынка акций после проведения IPO наиболее эффективно размещение «QIWI PLC», наименее – «En+ Group». Преимущества методики: простота, универсальность, наглядность данных. Недостатки: невозможность точной оценки при подготовке к размещению.

– В соответствии с критерием отношение динамики капитализации фирмы к динамике фондового индекса лидером является IPO «TCS Group Holding PLC», аутсайдером – ГК «Обувь России». Преимущества методики: простота, универсальность, наглядность данных. Недостатки: невозможность точной оценки при подготовке к размещению, увеличение доходности акций может быть связано с увеличением рисков.

– С точки зрения разницы отношения расходов на проведение IPO к сумме привлеченных денежных средств со средневзвешенной стоимостью ка-

питала (WACC) IPO всех компаний из выборки являются эффективными. Преимущества методики: универсальность, возможность оценки на стадии принятия решения о проведении размещения. Недостатки: затруднительность расчетов.

6. Ни один из рассмотренных подходов не учитывает факторы эффективности IPO комплексно. Таким образом, была предложена собственная методика, включающая применение балльной оценки с соответствующими весами по семи критериям: отношение объема привлеченных средств к капитализации на момент IPO; положение цены размещения относительно объявленного ценового диапазона; отношение объема торгов к значению капитализации на момент размещения, приведенное к годовому значению; изменение показателя WACC после проведения IPO; динамика показателя EVA; география размещения; отношение изменения цены акции к изменению значения референтного индекса.

В соответствии с предложенной методикой, наиболее успешным является IPO «Yandex N.V.», наименее – «En+ Group».

К преимуществам разработанной методики относятся: учет разносторонних факторов (тесно связанных с целями IPO) эффективности в совокупности; четкость и последовательность методики на основе публичных данных; возможность внесения изменений в методику расчета; универсальность для IPO различных компаний.

Основными недостатками разработанной методики является: неприменимость для планируемых и недавно завершенных IPO; невозможность оценки эффективности IPO в случае делистинга акций.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

Нормативные правовые акты

1. Федеральный закон от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ред. от 31.07.2020) // Консультант-плюс – справочная правовая система. – Текст: электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения 17.04.2021).
2. Федеральный закон от 26.12.1995 №208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 31.07.2020) // Консультант-плюс – справочная правовая система. – Текст: электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/ (дата обращения 15.03.2021).

Книги, учебники, монографии

3. Балакирев, Н. Н. Процедура проведения IPO в России: учеб. пособие / Н. Н. Балакирев, Л. П. Давиденко : Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики», Санкт-Петербургский филиал. — М.: Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики», 2013. — 65 с.
4. Геддес, Р. IPO и последующие размещения акций / Р. Геддес – М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 2007. – 335 с.
5. Гулькин, П.Г., Теребынькина Т.А. Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO. СПб.: АЦ Альпари СПб, 2002. – С. 177.
6. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. – М: Альпина Паблишер, 2020 – 1316с.
7. Лапицкая, Л. М. Венчурное финансирование : учеб. пособие / Л. М. Лапицкая. – Минск : БГУ, 2019. ISBN 978-985-566-599-2.
8. Миркин, Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по

банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. Свыше 10 000 терминов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – С. 216.

9. Никонова, И.А. Ценные бумаги для бизнеса. Как повысить стоимость компании с помощью IPO, облигационных займов и инвестиционных операций. / Никонова И.А. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – С. 188.

10. Никифорова, В. Д. IPO – путь к биржевому рынку Практическое руководство по публичному размещению ценных бумаг / В. Д. Никифорова, В. А. Макарова, Е. А. Волкова. – СПб: Питер, 2008. – 352 с.

11. Розенберг, Дж.М. Инвестиции. Терминологический словарь / Розенберг, Дж.М. – М.: ИНФРА-М, 1997. – С. 167.

12. Росс, С. Основы корпоративных финансов / Росс С. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2001. – С. 394.

13. Стюарт, М. Принципы корпоративных финансов/ Стюарт, М, Брейли, Р., Франклин, А. – М: Вильямс, 2018. – С. 457.

14. Чирикова Е. Как оценить бизнес по аналогии. Пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов / Е. Чирикова. – М: Альпина Паблишер, 2017 – 284с.

15. Gregoriou G. Initial Public Offerings (IPO): An international perspective of IPOs/ Gregoriou G. – Elsevier Inc, 2009. – С.388.

Авторефераты, диссертации

16. Ованесова Ю.С. Влияние стадии жизненного цикла организации на эффективность IPO на развивающихся рынках капитала: дисс. на соискание ученой степени к.э.н.: 08.00.10 / Ованесова Юлия Сергеевна. – М., 2013.

Периодические издания

17. Аксенчик, А.В. IPO как способ повышения инвестиционной привлекательности компании / А.В. Аксенчик, А.С. Копанева // Финансы и учетная политика. – 2019. – №10. – С.5-14.

18. Волошко, В.В. Теоретические аспекты первичного публичного размещения акций / В.В. Волошко // Гуманитарные научные исследования –2015. – №3. – С.60-69.
19. Елисеев, А. Особенности рыночной инфраструктуры IPO / А. Елисеев // CBONDS Review. – 2011. – №1. – С.121-124.
20. Ивашковская, И.В. Эффективность ценообразования российских IPO / И.В. Ивашковская, Л.С. Харламов // Корпоративные финансы. – 2007. – №3. – С.55-63.
21. Когденко, В. Г. Анализ показателей создания стоимости / В. Г. Когденко // Экономический анализ: теория и практика. – 2010. – № 19. – С. 14-15.
22. Матовников, М. IPO в России: за и против / М. Матовников // CBONDS Review. 2008. – №3. – С.58-61.
23. Напольнов, А.В. Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития / А.В. Напольнов, Б.Б. Рубцов // Эффективное антикризисное управление. – 2011. – №5. – С.60-69.
24. Назарова, В. В. Факторный анализ недооценки российских компаний при первичном публичном размещении акций (IPO) / В. В. Назарова // Вестник Московского университета. – 2017. – № 4. – С. 29-51. – ISSN 2351-7591.
25. Рудых, Е. И. Проблемы и перспективы SPAC-размещений как альтернативы классическому IPO / Е. И. Рудых // Актуальные проблемы и перспективы развития экономики: российский и зарубежный опыт. – 2021. – № 1 (33). – С. 57-62. – ISSN 2541-8572.
26. Рудых Е. И. Оценка эффективности IPO с использованием метода средневзвешенной стоимости капитала WACC / Е. И. Рудых // Научный электронный журнал «Инновации. Наука. Образование. – Тольятти, 2021.– № 30 (март). – 1603 с.– URL: <http://innovjourn.ru>
27. Складов, Д. IPO в современных условиях: возможности для компании / Д. Складов, А. Плюснин // CBONDS Review. – 2011. – №1. – С.111-114.

28. Сулейманова, К.Р. Альтернативные IPO источники финансирования предприятия / К. Р. Сулейманова // Современная экономика: проблемы и решения. – 2012. – № 8 (32). – С. 129-137. – ISSN 2548-7532.

Электронные ресурсы

29. Виноградов И. Китайские конкуренты догоняют NASDAQ [Электронный ресурс]: Ведомости, 2020. – URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2020/08/18/837031-kitaiskie-nasdaq> (дата обращения: 03.01.2021).

30. Данилов Ю.А., Зайцев А.С. Рэнкинги эффективности IPO российских компаний, проведенных в течение 2009–2010 гг. [Электронный ресурс]: Фонд «Центр развития фондового рынка», 2010. – URL: http://www.crfr.ru/files/reitingi_ipo_otchet.pdf (дата обращения: 23.01.2021).

31. Знак IPO на груди у него [Электронный ресурс]: LENTA.RU, 2008. – URL: <https://lenta.ru/articles/2008/02/26/ipo/> (Дата обращения: 03.02.2021).

32. Информационное агентство CBONDS // Официальный сайт агентства CBONDS – URL: <http://ru.cbonds.info/> (дата обращения: 06.02.2019);

33. История IPO российских компаний на зарубежных фондовых рынках [Электронный ресурс]: Федеральный образовательный портал ЭСМ, 2006. – URL: <http://ecsocman.hse.ru/data/047/813/1219/15-19.pdf> (дата обращения: 27.02.2021).

34. Итоги года: Российские IPO - большие надежды и скромные результаты [Электронный ресурс]: INTERFAX.RU, 2010. – URL: <https://www.interfax.ru/business/171663> (дата обращения: 28.01.2021).

35. Карневали Д. Рыночный шок в 2020 году сменился бумом IPO [Электронный ресурс]: VTimes, 2021. – URL: <https://www.vtimes.io/2021/01/08/rekordnii-ipo-bum-a2408> (дата обращения: 28.12.2020).

36. Кинякина Е. Российский венчурный рынок за год вырос в 1,5 раза

[Электронный ресурс]: Ведомости, 2020. – URL: <https://www.vedomosti.ru/technology/articles/2020/04/14/828061-venchurnii-rinok> (дата обращения: 05.12.2020).

37. Кожанова А. В. ICO и STO как современные инструменты краудфинансирования стартапов [Электронный ресурс]: CYBERLENINKA, 2020. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ico-i-sto-kak-sovremennye-instrumenty-kraudfinansirovaniya-startapov/viewer> (дата обращения: 15.12.2020).

38. Лукашов А, IPO на зарубежных биржах [Электронный ресурс] : Федеральный образовательный портал ЭСМ, 2015. – URL: http://ecsoc-man.hse.ru/data/755/717/1231/kons_07_2005_054-057analit.pdf: (дата обращения: 25.03.2021)

39. Малиновский М., Румянцев Д. SPAC: БЫТЬ ИЛИ НЕ БЫТЬ? [Электронный ресурс]: CBONDS, 2020. – URL: <http://review.cbonds.info/article/magazines/5369/> (дата обращения: 28.03.2021).

40. Мосбиржа заявила о подготовке нескольких IPO в 2021 году [Электронный ресурс]: ТАСС, 2021. – URL: <https://tass.ru/ekonomika/10666733> (дата обращения: 13.02.2021).

41. Обзор по криптовалютам, ICO (Initial coin offering) и подходам к их регулированию // Банк России: [сайт]. – 2017.– URL: http://www.cbr.ru/content/document/file/36009/rev_ico.pdf (дата обращения 02.11.2020). – Текст : электронный.

42. Переверзев Н. Методика оценки эффективности IPO [Электронный ресурс]: Финансовый директор, 2020. – URL: <https://www.fd.ru/articles/16665-metodika-otsenki-effektivnosti-ipo> (дата обращения: 28.01.2021).

43. Петрашова Л. Рынок слияний и поглощений в России в 2020 г. [Электронный ресурс] : KPMG, 2021. – URL: <https://home.kpmg/ru/ru/home/insights/2021/02/russian-2020-ma-overview.html> (дата обращения: 25.03.2021).

44. ПРЕКВЕКА : официальный сайт. – 2021. – URL: <http://www.preqvesa.ru> (дата обращения 07.01.2021). – Текст : электронный.

45. Программы вознаграждения сотрудников акциями/опционами в российской технологической индустрии [Электронный ресурс]: Ernst & Young, 2013. – URL: https://media.rbcdn.ru/media/reports/ESOP_final_.pdf (дата обращения: 10.12.2020).

46. Путеводитель по выходу на IPO. Руководство по размещению ценных бумаг на бирже // PricewaterhouseCoopers : [сайт]. – 2013. – URL: <https://www.pwc.ru/en/capital-markets/assets/roadmap-for-an-ipo-rus.pdf> (дата обращения 20.01.2021). – Текст : электронный.

47. Решили провести IPO? [Электронный ресурс]: KPMG, 2017. – URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2018/03/ru-ru-ipo-road.pdf> (дата обращения: 19.01.2021).

48. Российские компании после IPO: Сравнительный анализ котировок и ликвидности // PricewaterhouseCoopers : [сайт]. – 2016. – URL: <https://www.pwc.ru/ru/publications/post-ipo.html> (дата обращения 20.02.2021). – Текст : электронный.

49. Руководство для эмитента: как стать публичной компанией // Московская биржа : [сайт]. – 2020. – URL: <http://ipoguide.moex.com/ru/index.html> (дата обращения 20.11.2020). – Текст : электронный.

50. Руководство по листингу: на Лондонской фондовой бирже [Электронный ресурс]: LSE, 2010. – URL: https://www.lseg.com/sites/default/files/content/documents/2_guide-to-listing_rus.pdf (дата обращения: 27.02.2021).

51. Рынок IPO стряхнул оковы кризиса [Электронный ресурс]: INTERFAX.RU, 2010. – URL: <https://www.interfax.ru/business/131461> (дата обращения: 21.01.2021).

52. Статиста : официальный сайт. – 2021. – URL: <https://www.statista.com> (дата обращения 03.01.2021). – Текст : электронный.

53. Статистика по ценным бумагам [Электронный ресурс]: Банк России, 2021. – URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/sec_st/ (дата обращения: 09.01.2021).

54. Статистический бюллетень: Кредитование субъектов малого и среднего предпринимательства // Банк России, 2020. – URL: https://www.cbr.ru/collection/collection/file/29171/stat_bulletin_lending_2006-01.pdf (дата обращения 25.12.2020). – Текст : электронный.

55. Участники процесса: IPO изнутри [Электронный ресурс]: ФИНАМ, 2019. – URL: <https://www.finam.ru/investor/library00038000A5/?material=379> (Дата обращения: 03.02.2021).

56. Федоров А. Как выглядит российское IPO [Электронный ресурс]: Финансовый форум, 2006. – URL: <https://www.fd.ru/articles/financial-forum-2006> (дата обращения: 18.01.2021).

57. Финансовый портал Gurufocus // Официальный сайт портала Gurufocus – URL: <https://www.gurufocus.com/> (дата обращения: 02.02.2021);

58. Финансовый портал Investing // Официальный сайт портала Investing – URL: <https://ru.investing.com/> (дата обращения: 02.04.2021);

59. Финансовый портал SMART-LAB // Официальный сайт портала SMART-LAB – URL: <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 02.04.2021);

60. SEC одобрила предложение NYSE о введении процедуры первичного прямого листинга [Электронный ресурс]: INTERFAX.RU, 2020. – URL: <https://www.interfax.ru/world/742556> (дата обращения: 18.02.2021).

61. 2012: объем IPO упал до минимума [Электронный ресурс]: INTERFAX.RU, 2010. – URL: <https://www.interfax.ru/business/283303> (дата обращения: 18.11.2020).

62. An overview of Russian IPOs: 2005 to 2014 [Электронный ресурс]: PricewaterhouseCoopers, 2015. – URL: https://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/assets/a4_brochure_ipos_eng_print.pdf (дата обращения: 07.12.2020).

63. Alternative Routes to Going Public [Электронный ресурс]: Vinson & Elkins, 2020. – URL: <https://www.velaw.com/insights/alternative-routes-to-going-public-initial-public-offering-de-spac-or-direct-listing/> (дата обращения:

17.12.2020).

64. Alternatives to an initial public offering [Электронный ресурс]: RotenbergMeril CPA, 2015. – URL: <https://www.rmsbg.com/serviceslist/international-services/> (дата обращения: 10.11.2020).

65. Chinese Mainland and Hong Kong new listing markets to raise more funds and strive to hit new records in 2021 [Электронный ресурс]: Deloitte, 2020. – URL: <https://www2.deloitte.com/cn/en/pages/audit/articles/pr-q4-2020-ml-hk-ipo-review-outlook.html> (дата обращения: 10.01.2021).

66. Global IPO trends: Q4 2016 [Электронный ресурс]: Ernst & Young, 2019. – URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/growth/ey-global-ipo-trends-q4-2016.pdf (дата обращения: 15.02.2021).

67. Global IPO Watch: TOP Stock Exchanges [Электронный ресурс]: PricewaterhouseCoopers, 2021. – URL: <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/ipo-centre/ipo-journey/ipo-watch-data-explore.html> (Дата обращения: 03.02.2021).

68. Guide to going public [Электронный ресурс]: Ernst & Young, 2019. – URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/growth/ey-guide-to-going-public-strategic-considerations-before-during-and-post-ipo.pdf (дата обращения: 05.03.2021).

69. Initial Coin Offering. A new paradigm [Электронный ресурс]: Deloitte, 2017. – URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/process-and-operations/us-cons-new-paradigm.pdf> (дата обращения: 13.01.2021).

70. Investor Bulletin: Investing in an IPO [Электронный ресурс]: The United States Securities and Exchange Commission, 2013. – URL: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-17> (дата обращения: 13.03.2021).

71. IPO markets: 2020 review and 2021 outlook [Электронный ресурс]: KPMG, 2020. – URL: <https://home.kpmg/cn/en/home/insights/2020/12/china-hk-ipo-2020-review-and-outlook-for-2021.html> (дата обращения: 11.02.2021).

72. IPO Watch Europe 2020 [Электронный ресурс]: PricewaterhouseCoopers, 2021. – URL: <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-2020-annual-review.pdf> (дата обращения: 10.01.2021).

73. Lia Der Marderosian, Brian Johnson, Erika Robinson, David Westenberg (2017) 2017 IPO Report [Электронный ресурс]: Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2018. – URL: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/25/2017-ipo-report> (дата обращения: 25.10.2020)

74. NYSE IPO Guide [Электронный ресурс]: New York Stock Exchange, 2013. – URL: https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/nyse_ipo_guide.pdf (дата обращения: 10.02.2021).

75. Stowell D. Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity. – Elsevier Inc, 2012. – С. 327.

76. Virgin Galactic Ричарда Брэнсона - первая компания из сферы космического туризма, которая станет публичной [Электронный ресурс]: Finversia, 2019. – URL: <https://www.finversia.ru/publication/virgin-galactic-richardabrensona-pervaya-kompaniya-iz-sfery-kosmicheskogo-turizma-kotoraya-stanet-publichnoi-60421> (дата обращения: 18.12.2020).

77. Why are more companies staying private? [Электронный ресурс]: Deloitte, 2017. – URL: <https://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/giovannetti-presentation-acsec-021517.pdf> (дата обращения: 10.02.2021).

ПРИЛОЖЕНИЕ А
(информационное)

Преимущества и недостатки различных способов привлечения капитала компанией

Способ привлечения капитала компанией	Преимущества	Недостатки
IPO	<ul style="list-style-type: none"> – привлечение больших объемов финансирования; – диверсификация источников капитала, снижение стоимости последующих заимствований; – возможность действующих акционеров продать долю; – отсутствие привязки к срокам и необходимости возврата капитала; – получение публичного статуса и преимуществ с ним связанных; – получение справедливой оценки бизнеса; – возможность мотивации менеджмента 	<ul style="list-style-type: none"> – сложность процедуры: высокие требования к компании, финансовые и временные издержки и пр.; – рыночное давление; – размытие капитала
Собственные средства	<ul style="list-style-type: none"> – независимость от внешних инвесторов; – отсутствие размывания капитала и негативного воздействия на финансовые показатели; – отсутствие увеличения рисков банкротства; 	<ul style="list-style-type: none"> – ограниченность объемов финансирования; – непостоянство генерации прибыли; – зачастую высокая стоимость относительно заемного финансирования;
Банковский кредит	<ul style="list-style-type: none"> – простота и быстрота в получении капитала; – сохранение контроля над бизнесом; – конфиденциальность информации; 	<ul style="list-style-type: none"> – высокая плата за привлеченный капитал; – зависимость от единоличного кредитора; – целенаправленность финансирования и неприменимость для ряда проектов; – необходимость залога в некоторых случаях;
Облигационный заем	<ul style="list-style-type: none"> – сохранение контроля над бизнесом; – формирование публичной кредитной истории; – относительная независимость в расходовании привлеченных денежных средств; 	<ul style="list-style-type: none"> – необходимость публичного раскрытия информации; – длительный срок осуществления размещения,

	<ul style="list-style-type: none"> – отсутствие необходимости залога; – возможность привлечения периодического и большего по объему капитала; – диверсификация базы кредиторов; 	<ul style="list-style-type: none"> – высокие издержки, связанные с выпуском и обслуживанием облигаций;
Венчурный капитал	<ul style="list-style-type: none"> – привлечение долгосрочного капитала для различных проектов, в т.ч. высокорискованных; – отсутствие промежуточных выплат и возврата основной суммы инвестиций; – короткие сроки привлечения капитала и отсутствие бюрократической нагрузки; – эффективное сотрудничество со спонсором; 	<ul style="list-style-type: none"> – проблематичность поиска инвестора; – выделение доли в компании и зависимость от инвестора; – недостаточное развитие венчурного рынка;
De-SPAC	<ul style="list-style-type: none"> – простота и быстрота осуществления процедуры; 	<ul style="list-style-type: none"> – недостаточное развитие инструмента; – низкий уровень доверия со стороны инвесторов;
ICO	<ul style="list-style-type: none"> – простота в привлечении: низкие финансовые и временные затраты, подходит для молодых компаний; – отсутствие зависимости от кредиторов и инвесторов; 	<ul style="list-style-type: none"> – запрет или ограничения на проведение в ряде стран; – узкий круг инвесторов;

Источник: Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. – М: Альпина Паблишер, 2020. – С.270., Сулейманова, К.Р. Альтернативные IPO источники финансирования предприятия // Современная экономика: проблемы и решения. – 2012. – № 8 (32). – С. 131-132., Решили провести IPO? [Электронный ресурс]: KPMG, 2017. – URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2018/03/ru-ru-ipo-road.pdf> (дата обращения: 13.12.2020). Лапицкая, Л. М. Венчурное финансирование [Электронный ресурс] : учеб. пособие. – Минск : БГУ, 2019. – С.14., Рудых, Е.И. Проблемы и перспективы SPAC-размещений как альтернативы классическому IPO // Актуальные проблемы и перспективы развития экономики: российский и зарубежный опыт. – 2021. – № 1 (33). – С. 58-59., Обзор по криптовалютам, ICO (Initial coin offering) и подходам к их регулированию [Электронный ресурс] : Банк России, 2017. – URL: http://www.cbr.ru/content/document/file/36009/rev_ico.pdf (дата обращения 20.12.2020)., Кожанова А. В. ICO и STO как современные инструменты краудфинансирования стартапов [Электронный ресурс] : CYBERLENINKA, 2020. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ico-i-sto-kak-sovremennye-instrumenty-kraudfinansirovaniya-startapov/viewer> (дата обращения: 28.12.2020).

ПРИЛОЖЕНИЕ Б
(информационное)

Значения показателей EVA для российских компаний из выборки

Млрд. руб.

	EVA до IPO	EVA через 1 год после IPO	Темп прироста, %	EVA через 3 года после IPO	Темп прироста, %	EVA на текущий момент	Темп прироста, %
ГК «Эталон»	3,68	4,03	9,51	2,68	-27,17	-2,85	-177,45
«Yandex N.V.»	3,53	4,32	22,38	9,27	162,61	0,45	-87,25
«Global Ports Investments PLC»	0,1	0,07	-30,00	0,11	10,00	0,05	-50,00
«ФосАгро»	8,4	19,2	128,57	14,5	72,62	36,9	339,29
«MD Medical Group Investments PLC»	0,7	0,8	14,29	-0,2	-128,57	1	42,86
«Московская биржа»	3,59	4,2	16,99	16,8	367,97	8	122,84
«QIWI PLC»	2,7	3,9	-99,99	3,1	-99,99	5,3	-99,99
«TCS Group Holding PLC»	0,072	-1,5	-2183,33	12,6	17400,00	26,9	37261,11
АК «АЛРОСА»	20,6	28,7	39,32	90,346	338,57	31,51	52,96
«Lenta Ltd»	7,57	7,94	4,89	6,58	-13,08	-3,1	-140,95
«НПК ОБК»	-5,2	-6,5	25,00	-6,7	28,85	-0,98	-81,15
«МКБ»	-4,1	4,3	-204,88	9,1	-321,95	1,9	-146,34
«РуссНефть»	-1,3	-11,8	807,69	11,5	-984,62	16,869	-1397,62
«Детский мир»	4,1	3,8	-7,32	-	-	7,9	92,68
ГК «Обувь России»	-0,33	0,14	-142,42	-	-	0,8	-342,42
«En+ Group», млн. долл.	410,1	439,7	7,22	-	-	-572,35	-
«HeadHunter»	1,85	1,87	-	-	-	-	-

Источник: составлено автором по материалам Центра раскрытия корпоративной информации Интерфакс // Официальный сайт портала Интерфакс – URL: <https://www.e-disclosure.ru> (дата обращения: 15.03.2021) и финансового портала SMART-LAB // Официальный сайт портала SMART-LAB – URL: <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 11.03.2021)

ПРИЛОЖЕНИЕ В
(информационное)

Значения цен акций российских компаний из выборки

Долл. США

Наименование компании, осуществившей IPO	Нижняя граница ценового диапазона	Верхняя граница ценового диапазона	Цена размещения	Цена закрытия в первый день торгов	Темп прироста, %	Цена на текущий момент (16 марта)	Темп прироста, %
ГК «Эталон»	7	9	7	7	0,00	1,69	-75,86
«Yandex N.V.»	24	25	25	38,84	55,36	71,1	184,40
«Global Ports Investments PLC»	14,7	16,1	15	17,4	16,00	3,54	-76,40
«ФосАгро»	13	16,5	14	13,87	-0,93	17,5	25,00
«MD Medical Group Investments PLC»	11,5	12,5	12	12,33	2,75	6,85	-42,92
«QIWI PLC»	16	18	17	17,08	0,47	11,19	-34,18
«TCS Group Holding PLC»	14	17,5	17,5	16,3	-6,86	61,8	253,14
«Lenta Ltd»	10	11	10	9,85	-1,50	3,56	-64,40
«En+ Group»	14	17	14	13,75	-1,79	10,9	-22,14
«HeadHunter»	11	13,5	13,5	15,75	16,67	34,29	154,00
«Ozon Holdings PLC» (OZON)	22,5	27,5	30	40,18	33,93	57,66	92,20

Источник: составлено автором по материалам финансового портала SMART-LAB // Официальный сайт портала SMART-LAB – URL: <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 11.03.2021), Investing // Официальный сайт портала Investing – URL: <https://ru.investing.com/> (Дата обращения: 13.03.2021) и терминала Bloomberg (Дата обращения: 13.03.2021).

ПРИЛОЖЕНИЕ Г
(информационное)

Значения цен акций российских компаний из выборки

Наименование компании, осуществившей IPO	Нижняя граница ценового диапазона	Верхняя граница ценового диапазона	Цена размещения	Цена закрытия в первый день торгов	Темп прироста, %	Рубли	
						Цена на текущий момент (16 марта)	Темп прироста, %
«Московская биржа»	55	63	55	55	0,00	116,19	111,25
АК «АЛРОСА»	35	38	35	34,9	-0,29	108,25	209,29
«НПК ОВК» (Объединённая вагонная компания)	650	750	700	710	1,43	128	-81,71
«Московский кредитный банк» (МКБ)	3,2	4	3,6	3,68	2,22	6,813	89,25
«РуссНефть»	490	600	550	558	1,45	190,4	-65,38
«Детский мир»	85	105	85	84,93	-0,08	136,8	60,94
ГК «Обувь России»	140	170	140	143,93	2,81	29,25	-79,11
«Современный коммерческий флот» (Совкомфлот)	105	117	105	100,5	-4,29	91,3	-13,05

Источник: составлено автором по материалам финансового портала SMART-LAB // Официальный сайт портала SMART-LAB – URL: <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 11.03.2021), Investing // Официальный сайт портала Investing – URL: <https://ru.investing.com/> (Дата обращения: 13.03.2021) и терминала Bloomberg (Дата обращения: 13.03.2021).

**ПРИЛОЖЕНИЕ Д
(информационное)**

Отношение изменения капитализации к изменению индекса РТС

Млн. долл. США

Название IPO	Объем привлеченных средств	Капитализация на момент IPO	Капитализация на текущий момент (31.12.2020 г.)	Отношение текущей капитализации к капитализации на момент IPO	Значение индекса РТС на момент IPO	Значение индекса РТС на текущий момент (31.12.2020 г.)	Отношение текущего значения индекса РТС к значению на момент IPO	Отношение изменения капитализации к изменению индекса РТС
ГК «Эталон»	575	2 060	490,01	0,24	2 028,67	1 387,46	0,68	-0,65
«Yandex N.V.»	1 435	8 000	21 996,41	2,75	1 765,04	1 387,46	0,79	2,50
«Global Ports Investments PLC»	588	2 350	572,58	0,24	1 829,97	1 387,46	0,76	-0,68
«ФосАгро»	538	5 200	6 906,20	1,33	1 936,42	1 387,46	0,72	0,85
«MD Medical Group Investments PLC»	311	889	458,26	0,52	1 466,82	1 387,46	0,95	-0,46
«QIWI PLC»	213	884	645,94	0,73	1 429,86	1 387,46	0,97	-0,25
«TCS Group Holding PLC»	1 087	3 200	11 180,94	3,49	1 518,54	1 387,46	0,91	2,82
«Lenta Ltd»	952	4 300	1 673,08	0,39	1 267,27	1 387,46	1,09	-0,64
«En+ Group»	1 500	8 000,00	7 428,57	0,93	1 109,38	1 387,46	1,25	-0,26
«HeadHunter»	220	837,00	1 868,00	2,23	1 233,05	1 387,46	1,13	0,98
«Ozon Holdings PLC» (OZON)	1 140	7 100	10 070,97	1,42	1 287,12	1 387,46	1,08	0,32

Источник: составлено автором по материалам финансового портала SMART-LAB // Официальный сайт портала SMART-LAB – URL: <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 11.03.2021), Investing // Официальный сайт портала Investing – URL: <https://ru.investing.com/> (Дата обращения: 13.03.2021) и терминала Bloomberg (Дата обращения: 13.03.2021).

ПРИЛОЖЕНИЕ Е
(информационное)

Отношение изменения капитализации к изменению индекса МосБиржи

Млрд. руб.

Название IPO	Объем привлеченных средств	Капитализация на момент IPO,	Капитализация на текущий момент (31.12.2020 г.)	Отношение текущей капитализации к капитализации на момент IPO	Значение индекса МосБиржи на момент IPO	Значение индекса МосБиржи на текущий момент (31.12.2020 г.)	Отношение текущего значения индекса МосБиржи к значению на момент IPO	Отношение изменения капитализации к изменению индекса МосБиржи
«Московская биржа»	14,98	126	382,00	3,02	1 508,17	3 289,02	2,18	0,39
АК «АЛРОСА»	41	258	777,30	3,01	1 502,46	3 289,02	2,19	0,37
«НПК ОВК» (Объединённая вагонная компания)	9,05	73,91	26,40	0,36	1 670,99	3 289,02	1,97	-0,82
«Московский кредитный банк» (МКБ)	13,21	70,18	168,20	2,40	1 654,55	3 289,02	1,99	0,21
«РуссНефть»	32,00	160,02	68,53	0,43	2 102,97	3 289,02	1,56	-0,73
«Детский мир»	17,76	62,45	99,80	1,60	2 189,61	3 289,02	1,50	0,06
ГК «Обувь России»	5,90	15,52	3,30	0,21	2 072,73	3 289,02	1,59	-0,87
«Современный коммерческий флот» (Совкомфлот)	43,18	57,71	215,40	3,73	2 842,58	3 289,02	1,16	2,23

Источник: составлено автором по материалам финансового портала SMART-LAB // Официальный сайт портала SMART-LAB – URL: <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 11.03.2021), Investing // Официальный сайт портала Investing – URL: <https://ru.investing.com/> (Дата обращения: 13.03.2021) и терминала Bloomberg (Дата обращения: 13.03.2021).

ПРИЛОЖЕНИЕ Ж
(информационное)

Отношение среднегодового оборота торгов с момента IPO к капитализации на момент IPO

Млн. долл. США

Название IPO	Капитализация на момент IPO	Среднегодовой оборот торгов с момента IPO	Отношение среднегодового оборота торгов с момента IPO к капитализации на момент IPO
ГК «Эталон»	2 060	348,97	0,17
«Yandex N.V.»	8 000	20 643,60	2,58
«Global Ports Investments PLC»	2 350	124,25	0,05
«ФосАгро»	5 200	932,01	0,18
«MD Medical Group Investments PLC»	889	38,77	0,04
«QIWI PLC»	884	4515,65	5,11
«TCS Group Holding PLC»	3 200	1089,43	0,34
«Lenta Ltd»	4 300	766,17	0,18
«En+ Group»	8 000,00	137,56	0,02
«HeadHunter»	837,00	650,91	0,78
«Ozon Holdings PLC» (OZON)	7 100	399,12	0,06
«Московская биржа», млрд. руб.	126	189,35	1,50
АК «АЛРОСА», млрд. руб.	258	232,21	0,90
«НПК ОБК», млрд. руб.	73,91	6,86	0,09
«МКБ», млрд. руб.	70,18	21,76	0,31
«РуссНефть», млрд. руб.	160,02	7,00	0,04
«Детский мир», млрд. руб.	62,45	42,19	0,68
ГК «Обувь России», млрд. руб.	15,52	1,82	0,12
«Совкомфлот», млрд. руб.	57,71	39,46	0,68

Источник: составлено автором по материалам финансового портала SMART-LAB // Официальный сайт портала SMART-LAB – URL: <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 11.03.2021), Investing // Официальный сайт портала Investing – URL: <https://ru.investing.com/> (Дата обращения: 13.03.2021) и терминала Bloomberg (Дата обращения: 13.03.2021)

ПРИЛОЖЕНИЕ И
(информационное)

Значения цен акций российских компаний из выборки и индекса РТС

Долл. США

Наименование компании, осуществившей IPO	Цена акции через 6 месяцев после IPO	Цена акции через 1 год после IPO	Цена акции через 3 года после IPO	Значение индекса РТС через 6 месяцев после IPO	Значение индекса РТС через 1 год после IPO	Значение индекса РТС через 3 года после IPO
ГК «Эталон»	4,6	6,52	4,00	1 449,28	1 587,58	1 179,97
«Yandex N.V.»	20,50	20,92	32,20	1 422	1 264,29	1 326,58
«Global Ports Investments PLC»	14,00	13,60	10,75	1 422	1 261,89	1 369,1
«ФосАгро»	26,20	33,78	37,27	1 446,46	1 368,69	1 361,89
«MD Medical Group Investments PLC»	17,23	12,00	4,50	1 366,53	1 495,31	876,23
«QIWI PLC»	41,95	29,31	11,01	1 460,23	1 143,44	912,58
«TCS Group Holding PLC»	6,30	4,24	8,55	1 178,81	1 047,47	993,77
«Lenta Ltd»	11,40	6,99	6,96	1 219,49	903,56	1 099,46
«En+ Group»	6,00	9,30	8,70	1 128,22	1 151,14	1 108,15
«HeadHunter»	19,32	16,90		1 468,17	1 136,34	
«Ozon Holdings PLC» (OZON)	51,30			1 449,85		

Источник: составлено автором по материалам финансового портала SMART-LAB // Официальный сайт портала SMART-LAB – URL: <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 11.03.2021), Investing // Официальный сайт портала Investing – URL: <https://ru.investing.com/> (Дата обращения: 13.03.2021) и терминала Bloomberg (Дата обращения: 13.03.2021).

**ПРИЛОЖЕНИЕ К
(информационное)**

Значения цен акций российских компаний из выборки и индекса МосБиржи

Рубли

Наименование компании, осуществившей IPO	Цена акции через 6 месяцев после IPO	Цена акции через 1 год после IPO	Цена акции через 3 года после IPO	Значение индекса МосБиржи через 6 месяцев после IPO	Значение индекса МосБиржи через 1 год после IPO	Значение индекса МосБиржи через 3 года после IPO
«Московская биржа»	56,37	65,30	90,40	1 391,37	1 507,49	1 738,54
АК «АЛРОСА»	35,43	38,33	86,62	1 300,54	1 380,39	1 962,79
«НПК ОВК» (Объединённая вагонная компания)	729,50	726,00	720,50	1 708,6	1 953,05	2 307,02
«Московский кредитный банк» (МКБ)	3,80	3,98	4,90	1 761,36	1 891,36	2 319,31
«РуссНефть»	586,50	508,80	556,20	1 951,98	2 161,17	2 955,32
«Детский мир»	91,20	91,05	115,50	1 989,61	2 227,24	3 062,41
ГК «Обувь России»	114,00	82,90	30,40	2 230,55	2 344,79	2 794,27
«Современный коммерческий флот» (Совкомфлот)	89,97			3 489,83		

Источник: составлено автором по материалам финансового портала SMART-LAB // Официальный сайт портала SMART-LAB – URL: <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 11.03.2021), Investing // Официальный сайт портала Investing – URL: <https://ru.investing.com/> (Дата обращения: 13.03.2021) и терминала Bloomberg (Дата обращения: 13.03.2021).

ПРИЛОЖЕНИЕ Л
(информационное)

Значения показателя WACC российских компаний из выборки

В процентах

№	Наименование компании, осуществившей IPO	WACC на момент IPO	WACC через 3 года после IPO	Темп прироста
1	ГК «Эталон»	8,6	10,8	1,26
2	«Yandex N.V.»	11,5	6,6	0,57
3	«Global Ports Investments PLC»	8,9	7,7	0,87
4	«ФосАгро»	5,48	3,58	0,65
5	«MD Medical Group Investments PLC»	6,13	6,45	1,05
6	«Московская биржа»	10,3	9,2	0,89
7	«QIWI PLC»	7,3	4,4	0,60
8	«TCS Group Holding PLC»	15,9	13,8	0,87
9	АК «АЛРОСА»	7,5	8,2	1,09
10	«Lenta Ltd»	7,8	8,7	1,12
11	«НПК ОБК»	0,059	0,111	1,88
12	«МКБ»	6,1	4,7	0,77
13	«РуссНефть»	9	7	0,78
14	«Детский мир»	10,2	10,3	1,01
15	ГК «Обувь России»	12,98	8,26	0,64
16	«En+ Group»	9,04	7,7	0,85
17	«HeadHunter»	7,7	4,3	0,56
18	«Совкомфлот»	н/д	н/д	н/д
19	«Ozon Holdings PLC» (OZON)	н/д	н/д	н/д

Источник рассчитано автором по материалам финансового портала SMART-LAB // Официальный сайт портала SMART-LAB – URL: <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 11.03.2021), Investing // Официальный сайт портала Investing – URL: <https://ru.investing.com/> (Дата обращения: 13.03.2021) и терминала Bloomberg (Дата обращения: 13.03.2021)

ПРИЛОЖЕНИЕ М
(информационное)

Значения интегрального показателя R российских компаний из выборки

№	Наименование компании, осуществившей IPO								Баллы
		R1	R2	R3	R4	R5	R6	R7	R
1	«Yandex N.V.»	4	4	5	4	2	2	4,4	3,81
2	«HeadHunter»	5	4	4	4	1	2	4,1	3,67
3	«TCS Group Holding PLC»	5	4	4	2	5	2	0	3,35
4	«QIWI PLC»	5	2	5	4	1	2	2,6	3,29
5	«РуссНефть»	5	3	2	3	5	1	0,8	3,12
6	«МКБ»	4	2	4	3	3	1	2	2,95
7	«ФосАгро»	3	1	3	4	1	2	5	2,80
8	«Московская биржа»	3	0	5	2	4	1	3,8	2,87
9	АК «АЛРОСА»	4	0	4	1	3	1	4,4	2,71
10	ГК «Обувь России»	5	0	3	4	3	1	0,1	2,57
11	«Global Ports Investments PLC»	5	1	2	2	1	2	2,6	2,39
12	«Детский мир»	5	0	4	1	1	1	2,3	2,30
13	«MD Medical Group Investments PLC»	5	2	2	1	0	2	1	2,00
14	ГК «Эталон»	5	0	3	0	0	2	2,6	1,94
15	«Lenta Ltd»	5	0	3	0	0	2	0,8	1,67
16	«НПК ОБК»	3	2	3	0	0	1	0,8	1,52
17	«En+ Group»	4	0	1	2	0	2	0	1,35
18	«Совкомфлот»	5	0	4	н/д	н/д	1	1	н/д
19	«Ozon Holdings PLC» (OZON)	4	5	2	н/д	н/д	2	4	н/д

Источник рассчитано автором по материалам финансового портала SMART-LAB // Официальный сайт портала SMART-LAB – URL: <https://smart-lab.ru> (дата обращения: 11.03.2021), Investing // Официальный сайт портала Investing – URL: <https://ru.investing.com/> (Дата обращения: 13.03.2021) и терминала Bloomberg (Дата обращения: 13.03.2021)