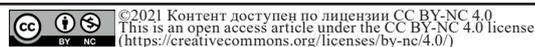


УДК 336.76  
DOI: 10.26140/anie-2021-1004-0033



©2021 Контент доступен по лицензии CC BY-NC 4.0.  
This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license  
(<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

## АНАЛИЗ ПРОБЛЕМ И ТЕНДЕНЦИЙ РАЗВИТИЯ МЕЖДУНАРОДНОГО РЫНКА IPO

© Автор(ы) 2021  
SPIN: 8917-8144  
AuthorID: 633289  
ORCID: 0000-0003-2591-4821  
ScopusID: 57192304971

**КОРЕНЬ Андрей Владимирович**, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и управления  
*Владивостокский государственный университет экономики и сервиса*  
(690014, Россия, Владивосток, ул. Гоголя, 41, e-mail: [andrey.koren3@mail.ru](mailto:andrey.koren3@mail.ru))

**Аннотация.** В статье рассматриваются особенности первичного размещения акций компаний из динамично развивающихся секторов экономики. Проводится анализ эффективности инвестиции на стадии первичного размещения, анализируются статистические данные по изменению стоимости компаний после проведения процедуры IPO. Цель исследования связана с определением тенденций развития и анализом диспропорций первичного рынка ценных бумаг. Дается отраслевая характеристика российских компаний, проводивших первичное размещение акций на Московской бирже. Получены выводы о слабой корреляции между финансовыми показателями компаний и динамикой цен во время проведения IPO. Проводится оценка взаимосвязи между показателями фундаментального анализа и результатами IPO. Сделаны выводы об отсутствии прямой связи между финансовыми результатами эмитента и динамикой котировок его ценных бумаг. При этом выявлено, что данная особенность имеет место, как правило, лишь на первичном рынке, что связано с высокой инновационной составляющей эмитентов на рынке IPO. Подробно исследованы причины, обуславливающие высокие риски при инвестициях на стадии первичного размещения. Обоснованы методы, позволяющие снижать инвестиционные риски и волатильность в акциях компаний, проводящих первичное размещение на бирже. Предложен подход, обеспечивающий рост инвестиционной привлекательности компаний за счёт повышения роли государства в регулировании первичного рынка. Сделаны выводы о том, что защита интересов инвесторов должна быть связана с эффективной работой регуляторов по определению как объемов, так и ценовых коридоров при размещении акций на первичном рынке.

**Ключевые слова:** IPO, первичное публичное размещение, первичный рынок, фондовая биржа, ценные бумаги, акции, размещение ценных бумаг, оценка стоимости, акционерный капитал, фундаментальный анализ, регулирование, мультипликаторы, публичные компании, привлечение капитала.

## ANALYSIS OF ISSUES AND TRENDS IN THE INTERNATIONAL IPO MARKET DEVELOPMENT

© The Author(s) 2021

**KOREN Andrey Vladimirovich**, candidate of economical science, associate professor of the chair of economics  
*Vladivostok State University of Economics and Service*  
(690014, Russia, Vladivostok, st. Gogolya, 41, e-mail: [andrey.koren3@mail.ru](mailto:andrey.koren3@mail.ru))

**Abstract.** The paper provides a detailed study of the key issues of the modern IPO market. Features of initial public offerings of companies in actively developing economic sectors are considered. The paper analyses the investment effectiveness at the initial public offering stage, statistical data on changes in companies' value after the IPO procedure. The purpose of this paper is related to the definition of development trends and analysis of imbalances in the primary securities market. The paper contains an industry-specific description of Russian companies that have conducted an initial public offering on the Moscow Exchange. The conclusions are made on a weak correlation between companies' financial performance and the price dynamics during the IPO. The interrelation between fundamental analysis indicators and IPO results are assessed. It is concluded that there is no direct relationship between financial performance of an issuer and stock price dynamics of its securities. At the same time, it is found that this feature is normally present only in the primary market, which is associated with a high innovation component of the IPO market's issuers. The reasons causing high risks of investing at the initial public offering stage are explained in detail. The paper substantiates methods that allow to reduce investment risks and volatility of shares of the companies involved in initial public offerings. An approach ensuring the improvement of investment attractiveness of companies by increasing the role of the state in the primary market regulation is proposed. It is concluded that protection of investor interests must be associated with effective work of regulators in determining both volumes and price corridors during share offering in the primary market.

**Keywords:** IPO, initial public offering, primary market, stock exchange, securities, shares, securities offering, valuation, equity, fundamental analysis, regulation, multipliers, public companies, capital raising.

## ВВЕДЕНИЕ

*Постановка проблемы в общем виде и ее связь с важными научными и практическими задачами.*

Рынок первичных публичных размещений (IPO) представляет собой важную часть международного финансового рынка. Он охватывает перспективные компании, размещающие свои акции на бирже в целях привлечения капитала, необходимого для будущего развития бизнеса. В настоящее время это могут быть как убыточные, так и прибыльные компании с высоким потенциалом роста в будущем. Рынок первичных размещений определяется трендами, происходящими в современной экономике, поэтому является важным индикатором на рынке акционерного капитала.

Первичный биржевой рынок является чрезвычайно динамичным, поэтому изучение тенденций его развития крайне важно для понимания и прогнозирования многих экономических процессов. Однако подходы к анализу показателей первичного рынка постоянно меняются, что

делает его изучение сложной исследовательской задачей.

Проблема существенной переоценки компаний, выходящих на рынок первичных размещений, также является весьма актуальной. Завышенная стоимость акций приводит к большим убыткам инвесторов и высокой волатильности ценных бумаг.

*Анализ последних исследований и публикаций, в которых рассматривались аспекты этой проблемы и на которых обосновывается автор; выделение неразрешенных ранее частей общей проблемы.*

Ранее проблемы и подходы к определению справедливой оценки капитализации компаний, выходящих на IPO, рассматривались в исследованиях Букиной С.Е. [1], Tastulekova A.B., Satova R.K., Shalbolova U.Z. [2], Рудых Е.И. [3]. Влияние пандемии на результаты рынка первичных размещений анализировалось в работах Рыжикова Н.А., Гореликовой Ю.И., Ефременкова В.А. [4] и Baek S., Mohanty S.K., Glambosky M. [5] Авторы рассматривали взаимосвязь между ростом спроса на пер-

вичном рынке во время пандемии и мультипликаторами компаний. В их исследованиях были получены важные выводы о наличии корреляции между экономической конъюнктурой и оценкой стоимости инновационных компаний.

Особенности российского рынка IPO рассматривались в трудах Русиновой М.Р. [6], Узбекиевой А.М. и Кучковской Н.В. [7], Жиянова Н.Э., Вохинова Б.У. [8]. Авторы рассматривали детерминанты роста отечественных ценных бумаг, получающих листинг на Московской бирже. Прогнозирование тенденций развития первичного рынка было рассмотрено в работах Too S.W., Lau C.K., Kek W.Q. [9], Чупановой Х.А. [10] и Kashif M., Chamadia S., Ahmed R.R., Kalugina O.A., Navrysh V. [11]. Их исследования связаны с характеристикой факторов, влияющих на изменения цен эмитированных активов.

Статистической оценкой параметров первичного биржевого рынка характеризовались работы Garbowski M., Mironova D., Perevozova I., Khrushch N., Gudzi I. [12], Garanina T., Dumay J. [13] и Moussa W., Bejaoui A., Mgdami N. [14]. Исследователи давали количественную и качественную оценку рыночных показателей и мультипликаторов стоимости публичных компаний. При этом исследуемая проблематика продолжает оставаться актуальной в связи с высокой скоростью изменений, происходящих на рынке IPO.

#### МЕТОДОЛОГИЯ

*Формирование целей статьи.* Целью исследования является анализ существующих проблем и тенденции развития международного рынка первичных публичных размещений. В контексте поставленной цели необходимо определить, какие факторы являются определяющими в современной финансовой архитектуре рынка IPO. При этом прогнозирование тенденций привлечения акционерного капитала имеет большое значение в связи с прямым влиянием на расходы и доходы бизнеса.

*Постановка задания.* Решение поставленной цели невозможно без статистической оценки, а также обобщения финансовых показателей отечественных и зарубежных компаний, планирующих проведение эмиссии акций. Для получения правильных выводов потребуются исследовать происходящую в настоящее время эволюцию критериев эффективности инвестиций. Кроме того, необходимо учитывать особенности макроэкономической конъюнктуры в постпандемийный период, а также дать рекомендации по методам снижения инвестиционных рисков.

*Используемые в исследовании методы, методики и технологии.* В исследовании проводится анализ биржевых данных, охватывающих основные параметры первичного рынка, в том числе основные характеристики наиболее актуальных IPO. Проводился ретроспективный анализ котировок отечественных и зарубежных ценных бумаг, отраслевых и национальных индексов, а также биржевых фондов. Используемые в процессе анализа данные позволили получить множество выводов, оценок и прогнозов, необходимых для более глубоких исследований в будущем.

#### РЕЗУЛЬТАТЫ

*Изложение основного материала исследования с полным обоснованием полученных научных результатов.*

Привлечение капитала посредством проведения IPO предполагает размещение акций среди широкого круга частных и корпоративных инвесторов [15]. Это приводит к существенному росту спроса на акции компаний, связанных с использованием инновационных технологий. В последние годы значительно выросла инвестиционная привлекательность в таких сферах как финтех, телемедицина, BigData, экологические проекты и информационные технологии. В свою очередь, многие компании мира стали использовать выгодную экономическую конъюнктуру для размещения ценных бумаг по максимально высоким ценам.

Многие российские компании также осуществили

выход на биржу или планируют провести его в ближайшее время. Среди них компании Эталон, Совкомфлот, Ozon, HeadHunter. При этом стоит обозначить тенденции отечественного финансового рынка. Размещение компаний из традиционных отраслей экономики проходит недостаточно эффективно в связи с отсутствием необходимого спроса со стороны инвесторов [16]. Так, акции ПАО Совкомфлот в настоящее время торгуются ниже цены размещения, несмотря на относительно высокую стабильность доходов и выручки (рисунок 1).



Рисунок 1 - Динамика котировок ПАО Совкомфлот после проведения IPO

При этом убыточные компании (Ozon, AirBnB) могут демонстрировать успешный рост капитализации, поскольку связаны с работой на быстрорастущих сегментах рынка. Достаточно часто положительные прогнозы развития инновационных компаний являются ошибочными, поскольку ожидаемого инвесторами роста прибыли в будущем может так и не произойти. [17] Нередко это приводит к стремительному обвалу котировок и потере вложенных средств. Данная проблема стала особенно актуальна для компаний, переоценивавших свои акции на стадии размещения. Более того, тенденции последних лет стали отчетливо указывать на значительный рост диспропорций, возникающих в оценке выходящих на биржу публичных компаний.

Классический мультипликатор P/E фактически перестал использоваться в оценке инновационных компаний. Например, для бизнеса корпорации Tesla он традиционно показывает переоценку компании в несколько десятков раз. Это приводит к тому, что такие бумаги всегда подвержены крайне высокой волатильности и не рассматриваются в качестве справедливо оцениваемых инвестиций. Таким образом, уместно говорить о проблеме оттока инвестиций из фундаментально привлекательных компаний высокой капитализации к инновационным стартапам, выходящим на рынок IPO.

В последние годы эффект притока на биржу большого количества частных инвесторов только усугубляет данную проблему. Её решение, по всей видимости, должно быть связано как с повышением финансовой грамотности физических лиц, так и более эффективной работой регуляторов при определении параметров эмиссии акций. Инвестиции в высокорисковые компании должны сочетаться с вложениями в акции компаний, имеющих справедливую оценку, исходя из показателей фундаментального анализа [18].

*Сравнение полученных результатов с результатами в других исследованиях.*

В подавляющем большинстве исследований основополагающая роль в оценке биржевых активов отводится фундаментальному анализу. Показатели фундаментального анализа хорошо измеримы и всегда объективны. При этом достаточно часто предлагается использовать его индикаторы для рынка первичных размещений. Такой подход в ряде случаев может оказаться ошибочным или приводить к снижению доходности всего инвестиционного портфеля. Это легко подтвердить данными таблицы 1, где отражаются значения основных мультипликаторов международных компаний.

Таблица 1 – Сравнительный анализ мультипликаторов зарубежных компаний

Показатель	Microsoft	Facebook	Airbnb, Inc.	Tesla	DoorDash, Inc.
P/E	33,44	27,93	-	577,46	-
Forward P/E	29,43	21,46	-	91,99	-
PEG	2,00	1,18	-	12,97	-
P/S	11,55	9,91	26,13	15,35	12,68
P/B	13,77	6,94	27,41	23,92	10,35
P/C	14,73	14,57	13,62	32,19	10,21
P / FCF	49,12	38,73	220,79	69,30	-
Debt / Eq	0,52	0,00	0,63	0,47	-

Следует отметить, что отсутствие прибыли у компаний Airbnb или DoorDash, Inc. не позволяет использовать классические мультипликаторы для их оценки. Поэтому практически всегда уместно говорить о завышенных оценках такого рода компаний, в результате чего их стоимость может существенно снижаться уже через несколько месяцев после первичного размещения. Вероятно, по этим причинам в последние годы рынок IPO стал рассматриваться в большей степени в качестве спекулятивного инструмента [19].

С другой стороны, компания Tesla имеет прибыль и технически могла бы быть оценена на основе показателей P/E, Forward P/E, PEG, однако, в данном случае, следует констатировать наличие высокого риска для инвестиций в бизнес компании. Мультипликаторы компаний Microsoft и Facebook выглядят существенно более привлекательными, а их бизнес несёт значительно меньшие риски.

Данную теорию подтверждают фонды первичных размещений, например, фонд под тикером RU000A101NK4, торгующийся на Московской бирже. Период резкого роста котировок фонда со временем сменился на затяжной период падения, что делает такого рода инвестиции непрогнозируемыми. Тем не менее, инвестиции в фонды IPO могут характеризоваться более низкими рисками относительно инвестиций в первичное размещение одной или нескольких компаний.

#### ВЫВОДЫ

**Выводы исследования.** Рынок IPO продолжает находиться в стадии ускоренного развития и позволяет привлекать капитал одним из наиболее эффективных способов. Ряд эмитентов используют благоприятную макроэкономическую конъюнктуру при размещении акций по изначально завышенным ценам, что приводит к высоким рискам коррекции на горизонте одного года. В настоящее время действия регуляторов в лице центральных банков не рассматривают процессы первичного размещения ценных бумаг в качестве серьезной экономической угрозы. Тем не менее, именно действия центральных банков могут ограничить спекулятивный характер первичного рынка, сложившийся в результате резкого роста количества частных инвесторов и смены классической парадигмы фундаментального анализа.

Регуляторы могут определять как объемы, так и ценовой коридор при размещении акций на первичном рынке. Инвестиционное сообщество нуждается в увеличении прогнозируемости и росте качества ценных бумаг на первичном рынке. По всей вероятности, фондовый рынок эволюционно должен прийти к осознанию венчурного характера таких операций. Рост финансовой грамотности частных инвесторов будет одним из главных факторов, ограничивающих возможности эмитентов при размещении ценных бумаг по необоснованно завышенным ценам.

**Перспективы дальнейших изысканий в данном направлении.** В работе были обозначены основные проблемы рынка IPO и предложены возможные направления их решения. Направления дальнейших исследований могут

быть связаны как с анализом деятельности регуляторов, так и статистической оценкой параметров первичного рынка [20].

Ускоренное развитие финансового рынка в последние годы делает важным изучение проблемы повышения безопасности частных инвестиций. Учитывая высокий интерес физических лиц к рынку IPO, в будущем необходимо рассмотреть к методам снижения волатильности инвестиционных портфелей, включающих ценные бумаги отечественных и зарубежных компаний, вышедших на первичный рынок на горизонте одного года.

Является допустимым рекомендовать продолжение исследований, связанных с эволюцией и тенденциями развития поведения эмитентов на рынке IPO. До сих пор недостаточно изучены основы первиченческой экономики на рынке первичных размещений, что позволяет в будущем существенно расширить круг знаний о данном явлении.

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

1. Буккина С.Е. Недооценка акций при первичном публичном размещении на российском рынке // Вестник науки. 2018. Т. 4. № 8 (8). С. 174-179.
2. Tastulekova A.B., Satova R.K., Shalbolova U.Z. Business valuation and equity management when entering the IPO market // European Research Studies Journal. 2018. Т. 21. № 4. С. 875-886.
3. Рудых Е.И. Оценка эффективности IPO с использованием метода средневзвешенной стоимости капитала WACC // Инновации. Наука. Образование. 2021. № 30. С. 209-215.
4. Рыжикова Н.А., Гореликова Ю.И., Ефременков В.А. IPO в пандемии: вызовы мирового и отечественного фондовых рынков // Актуальные вопросы современной экономики. 2021. № 4. С. 219-224.
5. Baek S., Mohanty S.K., Glambsky M. Covid-19 and stock market volatility: an industry level analysis // Finance Research Letters. 2020. Т. 37. С. 101.
6. Русина М.Р. IPO российских компаний: особенности и тенденции развития // Вектор науки Тольяттинского государственного университета. Серия: Экономика и управление. 2018. № 4 (35). С. 25-30.
7. Узбекова А.М., Кучковская Н.В. Риск недооценки IPO как фактор, влияющий на стоимость организации // Форум. Серия: Гуманитарные и экономические науки. 2020. № 1 (20). С. 79-83.
8. Живанова Н.Э., Вохидов Б.У. Суцность проведения IPO для устойчивого развития компании в национальной экономике // Интернаука. 2020. № 17-2 (146). С. 53-55.
9. Too S.W., Lau C.K., Kek W.Q. IPO prospectus: exploring the expectation gap on intellectual capital information // International Journal of Learning and Intellectual Capital. 2019. Т. 16. № 3. С. 254-273.
10. Чупанова Х.А. Взаимосвязь рыночной капитализации с показателями стоимости высокотехнологических компаний // Экономика, предпринимательство и право. 2019. Т. 9. № 3. С. 191-206.
11. Kashif M., Chamadia S., Ahmed R.R., Kalugina O.A., Havrysh V. Identifying investment strategies using accounting information from stock market // Transformations in Business & Economics. 2020. Т. 19. № 3. С. 235-260.
12. Garbowski M., Mironova D., Perevozova I., Khrushch N., Gudzi I. Influence of IPO on macroeconomic security of countries // Journal of Security and Sustainability Issues. 2019. Т. 8. № 4. С. 841-853.
13. Garanina T., Dumay J. Forward-looking intellectual capital disclosure in IPOs: implications for intellectual capital and integrated reporting // Journal of Intellectual Capital. 2017. Т. 18. № 1. С. 128-148.
14. Moussa W., Bejaoui A., Mgdmi N. Asymmetric effect and dynamic relationships between stock prices and exchange rates volatility // Annals of Data Science. 2020.
15. Moshirian F., Tian X., Zhang B., Zhang W. Stock market liberalization and innovation // Journal of Financial Economics. 2020.
16. Tupper C.H., Guldiken O., Benischke M. Capital market liability of foreignness of IPO firms // Journal of World Business. 2018. Т. 53. № 4. С. 555-567.
17. Alves L.G.A., Sigaki H.Y.D., Ribeiro H.V., Perc M. Collective dynamics of stock market efficiency // Scientific Reports. 2020. Т. 10. № 1. С. 219.
18. Koren A.V., Vodopyanova V.A., Pustovarov A.A. Development of a supply chain policy for financing instruments system of foreign economic activity // International Journal of Supply Chain Management. 2019. Т. 8. № 6. С. 549-554.
19. Шалдаева Л. Современные тенденции функционирования мирового рынка IPO // Организационно-правовые аспекты инновационного развития агробизнеса. 2018. № 15. С. 107-111.
20. Garcia-Lopez F.J., Batoryshin I., Gelbukh A. Analysis of relationships between volatility and stock market trends // Journal of Intelligent and Fuzzy Systems. 2018. Т. 34. № 5. С. 3337-3347.

Статья поступила в редакцию 18.06.2021

Статья принята к публикации 27.11.2021