

ФИНАНСОВАЯ ЭКОНОМИКА

В. В. Назарова¹

Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики» (Санкт-Петербург, Россия)

Д. В. Анисина²

Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики» (Санкт-Петербург, Россия)

УДК: 336.647

ВЫЯВЛЕНИЕ ПРИЧИН НЕДООЦЕНКИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ ПРИ ПЕРВИЧНОМ РАЗМЕЩЕНИИ АКЦИЙ

Первичное публичное предложение (IPO) предполагает новые финансовые возможности для компании-эмитента, такие как: получение доступа к рынкам капитала, расширение базы инвесторов, повышение рыночной стоимости компании. В большинстве первичных размещений существует недооценка компаний, выходящих на рынок, что может быть связано с влиянием как внешних, так и внутренних факторов. Цель исследования состоит в выявлении факторов, влияющих на первичную недооценку российских компаний при IPO на внутренних и внешних площадках. Новизна научного исследования заключается в комплексном анализе факторов, оказывающих влияние на недооценку акций высокотехнологичных компаний при первичном размещении. Наряду с ранее изученными факторами (рыночная конъюнктура, волатильности ценового диапазона акций относительно среднего значения, рентабельность активов компании-эмитента за год, предшествующий первичному размещению), исследование дополнено оценкой влияния таких факторов, как выбор принадлежности рынка размещения акций к российским или зарубежным площадкам, влияние выбора нескольких площадок размещения, престижность и репутация андеррайтера, принадлежность компаний к высокотехнологичным отраслям. В данном исследовании престижность андеррайтера будет определена принадлежностью к «Большой четверке», что может являться дополнительным фактором перспективности и успешности выхода на рынок акций. По результатам проведенного исследования было определено, что на величину недооценки российских компаний при размещении на внутреннем рынке оказывают воздействие такие факторы, как принадлежность к высокотехнологичной отрасли, и показатель, характеризующий состояние фондового рынка. В то время как при проведении IPO на иностранных фондовых рынках значимыми факторами являются отраслевая принадлежность, цена размещения.

¹ Назарова Варвара Вадимовна — к.э.н., доцент, НИУ «Высшая школа экономики»; e-mail: nvavara@list.ru, ORCID: 0000-0002-9127-1644.

² Анисина Диана Вячеславовна — магистрант, НИУ «Высшая школа экономики»; e-mail: dianaanisina@gmail.com, ORCID: 0000-0001-9221-111X.

Показатели престижности андеррайтера, размещения на нескольких площадках, рентабельности активов и ширины ценового диапазона оказались не значимыми по результатам исследования.

Ключевые слова: первичное размещение акций, фондовый рынок, недооценка акций, компания-эмитент, цена размещения.

Цитировать статью: Назарова, В. В. & Анисина, Д. В. (2021). Выявление причин недооценки российских компаний при первичном размещении акций. *Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика*, (3), 240–270. <https://doi.org/10.38050/013001052021311>.

V. V. Nazarova

National Research University Higher School of Economics
(Saint Petersburg, Russia)

D. V. Anisina

National Research University Higher School of Economics
(Saint Petersburg, Russia)

JEL: D24, G11; G32

IDENTIFYING THE REASONS FOR UNDERSTIMATION OF RUSSIAN COMPANIES AT PRIMARY PLACEMENT OF SHARES

An initial public offer (IPO) involves new financial opportunities for the issuing company such as: gaining access to capital markets, expanding the investor base, increasing the company's market value. In most primary placements, there is an underestimation of companies entering the market, which may be due to the influence of both external and internal factors. The purpose of the study is to identify factors that affect the initial underestimation of Russian companies during IPOs on internal and external sites. The novelty of the study lies in a comprehensive analysis of the factors influencing the underestimation of high-tech companies' shares in the initial public offering. Along with the previously studied factors (market conditions, the volatility of the price range of shares relative to the average value, the return on assets of the issuer's company for the year preceding the IPO), the study is supplemented by such factors as the choice of whether the share offering market belongs to Russian or foreign platforms, the impact the choice of several sites for placement, the prestige and reputation of the underwriter, the affiliation of companies to high-tech industries. In this study, the prestige of an underwriter will be determined by belonging to the Big Four, which may be an additional factor in the prospects and success of entering the stock market. According to the results of the study, it was determined that the underestimation of Russian companies when placing on the domestic market is influenced by factors such as belonging to a high-tech industry and an indicator characterizing the state of the stock market. At the same time, when conducting an IPO on foreign stock markets, industry affiliation and placement price are significant factors. The underwriter's prestige, placement on several sites, return on assets and the width of the price range were not significant according to the results of the study.

Keywords: initial public offering, stock market, underestimation of shares, issuing company, offering price.

To cite this document: Nazarova, V. V. & Anisina, D. V. (2021). Identifying the reasons for underestimation of Russian companies at primary placement of shares. *Moscow University Economic Bulletin*, (3), 240–270. <https://doi.org/10.38050/013001052021311>.

Первоначальная недооценка (IPO Underpricing)

В процессе первичного публичного размещения акций компании чаще всего происходит первоначальная недооценка (IPO Underpricing). Согласно работе А. Бухвалова, недооценкой IPO называется тенденция к значительному увеличению цены акции в течение первого дня торгов по сравнению с ценой первичного размещения (Бухвалов, 2009). А. Белобродский (2010) в одном из исследований, посвященных IPO, называет такое событие эффектом недооценки. Данный эффект характеризуется финансовыми потерями собственников из-за продажи акций новым акционерам по цене ниже стоимости в первый и следующий день IPO и может длиться несколько дней, начиная со дня первичного размещения (Белобродский, 2010).

Впервые о недооценке IPO упомянул Jay R. Ritter (1984), в своей работе он проанализировал первичное размещение на примере 5000 американских компаний и представил формулу первичной недооценки:

$$UN = \frac{(P_1 - P_0)}{P_0}, \quad (1)$$

где P_0 — цена первичного размещения; P_1 — цена закрытия в первый день торгов.

Недооценка возникает в процессе образования цены акции при выходе на биржу. Наиболее популярные теории недооценки можно обозначить следующим образом.

1) Теория асимметрии информации.

Самой популярной теорией ценообразования при первичном размещении является теория асимметрии информации. Данная теория предполагает, что первичная цена акций является продуктом информационного неравенства. В своем исследовании К. Рок (Rock, 1986) описывает асимметрию информации как процесс предложения цены за акцию неосведомленным инвесторам без обращения внимания на качество компании, проводящей IPO. Осведомленные инвесторы, в свою очередь, делают ставки только на те предложения, которые, по их мнению, принесут высокую прибыль. Для преодоления проблемы, связанной с асимметрией информации и неблагоприятным отбором, Г. Акерлоф предлагает искать способы сообщения о качестве будущего первичного размещения потенциальным инвесторам (Akerlof, 1970). В экономической теории данная

концепция соотносится с «теорией лимонов», которая указывает на переоценку компаний, продающих свои акции, всеми инвесторами.

2) Страхование от юридической ответственности.

S. Tinic развивает теорию о том, что недооценка служит формой страхования от юридической ответственности и связанного с этим ущерба репутации инвестиционных банков (Tinic, 1988).

3) Теория инвестиционных банков.

Существует также теория, связанная с инвестиционными банком. В работе J. Носега предполагается, что инвестиционные банки устанавливают заниженную цену как способ извлечения выгоды для себя и своих клиентов. Многие опровергают данную теорию аргументом, что инвестиционные банки реагируют на информацию о снижении цен и могут повысить комиссию, чтобы уменьшить занижение цен (Носега, 2013).

4) Менеджмент компании.

R. Ray описала теорию управленческих конфликтов, где утверждается, что менеджмент является основной причиной недооценки. Чтобы гарантировать, что руководство сможет продать свои активы после 180-дневного контракта по более высокой цене, менеджмент компании создает чрезмерный спрос на акции в ходе IPO. Кроме того, менеджеры недооценивают акции при первичном размещении, чтобы гарантировать большое число их покупателей (Ray, 2006).

5) Теория агентских конфликтов.

Теория агентских конфликтов представлена в исследовании С. Baron. Ученый предположил существование следующего конфликта интересов: эмитент желает заработать на отдельно проданной акции, в то время как андеррайтеру необходимо продать большее количество акций, привлекая инвесторов заниженной ценой. Данная теория появилась в связи с тем, что эмитенты не способны узнать о справедливой стоимости акций, таким образом, андеррайтеры занижают цену акции умышленно (Baron, 1982).

6) Теория зависимости престижа андеррайтера и недооценки.

Многочисленные исследования рассматривают теорию зависимости между престижем андеррайтера и недооценкой. Более квалифицированные андеррайтеры с большей вероятностью будут корректировать цены предложения в сторону снижения. Carter и Dark провели эмпирический анализ отношения первоначальной доходности и трехлетней эффективности IPO и обнаружили, что обращение компаний к более авторитетным андеррайтерам связано с снижением цен при первичном размещении в течение краткосрочного периода. Такой эффект был объяснен ожиданием снижения асимметрии информации за счет высокого качества услуг проверки в процессе IPO (Carter, Dark, 2002). J. Ritter и T. Loughran определили прямую зависимость между уровнем престижа андеррайтера и первичной недооценкой: чем выше уровень престижа андеррайтера, тем выше недооценка, и наоборот. Главной причиной такой зависимости является высокий уровень конкуренции на рынке. Для получения

прибыли престижные андеррайтеры понижают цены на услуги и получают премии от недооценки акций компаний, которые они обслуживают (Ritter, Loughran 2002). В работе Stuart, Willis (2020) поднимается вопрос, как исследуется влияние независимых андеррайтеров на тенденции к снижению стоимости акций при первичном размещении и при оценке стоимости акций в контексте управленческих опционов. Авторы доказали, что оценка акций при первичном размещении, подготовленная независимыми специалистами по оценке, имеет меньшую тенденцию к снижению, чем оценка, подготовленная специалистами компании. Независимые оценки позволяют получить более реалистичную оценку будущей стоимости акций, особенно в условиях независимого совета директоров. Это позволяет предположить, что независимые советы директоров способствуют более приближенной к реальности оценке акций при выходе компаний на IPO (Stuart, Willis, 2020).

7) Теория сигнальных эффектов.

Теория сигнальных эффектов объясняет связь между долей собственника в активах компании, проводящей IPO, и стоимостью компании. В своем исследовании A. Leland и D. Pyle подтвердили предложенную концепцию, выявив прямую зависимость между долей владельца, стоимостью компании-эмитента и суммой заработанных средств в процессе IPO.

8) Теория букбилдинга.

Одна из самых обсуждаемых теорий ценообразования — теория букбилдинга (book building). Букбилдинг — процесс, при котором андеррайтер пытается определить цену, по которой будет предлагаться IPO. Данный процесс ценообразования включает в себя формирование и учет спроса инвесторов на акции до достижения цены выпуска, которая удовлетворит как компанию-эмитента, так и рынок. Теория букбилдинга гласит, что андеррайтеры распределяют акции в пользу институциональных инвесторов взамен на информацию о спросе со стороны покупателей. В работе (Pulliam, Smith, 2007) теория букбилдинга была подтверждена эмпирически.

Факторы, влияющие на недооценку компаний

Теоретические обоснования первичной недооценки компаний были рассмотрены в более поздних исследованиях, где были выявлены определенные факторы, влияющие на феномен занижения стоимости при первичном размещении.

А. Ажиханов (2011) провел эмпирический анализ факторов, которые оказывают воздействие на недооценку компании при IPO. Ученый рассмотрел выпуски российских и зарубежных эмитентов, совершающих первичное размещение на Лондонской бирже (LSE). Факторы, которые были подтверждены в ходе исследования:

- принадлежность компании к иностранному государству при IPO является причиной большей степени недооценки, нежели у российской компании. Такое занижение стоимости акций происходит чаще всего из-за асимметрии информации у инвесторов. Инвесторы не осведомлены о справедливой стоимости акций зарубежных компаний. Российские эмитенты имеют тенденцию к разглашению информации в достаточно полном объеме;
- размер компании-эмитента играет большую роль при определении цены в первый день торгов. Крупные игроки рынка подвергаются существенно меньшей недооценке, нежели игроки, которые недавно вышли на рынок и не являются крупными эмитентами;
- репутация андеррайтера отрицательно влияет на недооценку компании. Так, теория о престижности андеррайтера была подтверждена. Информация о наличии зарекомендованного андеррайтера ассоциируется у инвесторов с менее рискованными вложениями, что ведет к меньшей недооценке.

Снижению недооценки способствует предпродажная торговля акциями (Loffler et al., 2002; Janssen, Füllbrunn, 2019). Это происходит из-за получения дополнительной информации инвесторами после предварительной торговли, что снижает степень информационной неопределенности при установлении цены на акцию.

В статье Beaulieu, Bouden (2020) оценивается важный фактор, который должен быть учтен при оценке эффективности и результатов первичного размещения акций: специфический риск компании. Результаты показывают положительную долгосрочную взаимосвязь между специфическим риском и ожидаемой доходностью при проведении IPO. В данной статье делается предположение, что часть аномальной доходности в долгосрочной перспективе конкретных IPO происходит из-за влияния специфических корпоративных рисков. В то же время влияние специфического риска компании может привести к резкому занижению стоимости акций, что вызвано опасениями инвесторов относительно ключевых рисков, связанных со спецификой деятельности компании (Beaulieu, Bouden, 2020). Подобные выводы получены также в работе Bozhkov, Lee (2020).

Один из важных факторов, влияющих на недооценку при IPO, — отраслевая принадлежность. Компания, относящаяся к отрасли высоких технологий, будет сильнее недооценена, нежели, например, компания, принадлежащая к сектору нефти и газа. Это происходит из-за асимметрии информации, инвесторы в разной степени информированы о финансовой стабильности и рисков эмитента, относящегося к той или иной отрасли.

Уровень заимствований компании положительно влияет на недооценку в первый день торгов. Наличие заимствований у эмитента говорит инвесторам о высокой рискованности и неустойчивости проекта. Неопределенность относительно перспектив этих компаний становится причиной

занижения цены при IPO. Такие факторы характерны как для российских, так и для зарубежных компаний, проводящих первичное размещение акций. В своем исследовании Ю. Бутяева (2017) определила факторы, влияющие на первичную недооценку именно российских компаний по отраслям. Была собрана информация о 100 российских эмитентах, принадлежащих к разрезу отраслей: торговля и потребительский сектор, финансовые услуги, технологии, телекоммуникации и медиа и сырьевая промышленность. После проведения регрессионного анализа были получены результаты, представленные в табл. 1.

Согласно полученным результатам, было определено, что на недооценку российских компаний в большей степени влияют:

- индекс изменения цены размещения (PRI). Первичная недооценка зависит от данного индекса, такая зависимость называется феноменом частичного приспособления. Феномен говорит, как приближение к верхней границе ценового диапазона вызывает большую недооценку в первый день торгов акций;
- ширина ценового диапазона (WRP). Автор объясняет этот фактор как высокая рискованность размещений оказывает воздействие на недооценку (т.е. рискованность проявляется в ширине ценового диапазона);
- фактор, характеризующий конъюнктуру рынка (RTSI15);
- количество площадок размещения. Существует зависимость недооценки российского эмитента от количества площадок, где он проводит размещение;
- фактор использования андеррайтером опциона на дополнительное размещение. Такой опцион информирует инвесторов о поддержке цены со стороны андеррайтера. Из этого следует положительная корреляция данного опциона и первичной недооценки.

Таблица 1

**Результаты регрессионного анализа факторов недооценки.
Методика оценки эффективности IPO российских компаний**

Переменные	Финансовые услуги		Торговля и потребительский сектор		Сырьевая промышленность		Технологии, телекоммуникации и медиа	
	Коэфф.	Р-знач.	Коэфф.	Р-знач.	Коэфф.	Р-знач.	Коэфф.	Р-знач.
Const	0,002	0,070	0,046	0,117	0,046	0,039	−0,116	0,034
Цена размещения	0,000	0,154	−0,002	0,159	−0,001	0,017	0,008	0,099
Количество площадок	−0,009	0,140	−0,038	0,040	0,065	0,069	0,000	-
Опцион	0,021	0,065	−0,056	0,055	0,021	0,060	−0,047	0,021

Переменные	Финансовые услуги		Торговля и потребительский сектор		Сырьевая промышленность		Технологии, телекоммуникации и медиа	
	Коэфф.	Р-знач.	Коэфф.	Р-знач.	Коэфф.	Р-знач.	Коэфф.	Р-знач.
PRI	0,034	0,052	0,145	0,031	−0,230	0,024	−0,660	0,070
WRP	0,218	0,019	0,164	0,024	−0,077	0,075	0,570	0,033
RTSI15	−0,053	0,055	0,384	0,090	−0,009	0,580	0,355	0,057
R-квадрат	93,62%		76,20%		46,68%		55,23%	
Значимость F	0,02		0,09		0,05		0,04	

Источник: (Бутяева, 2017).

Следует отметить, что в отрасли сырьевой промышленности индекс рыночной конъюнктуры не оказывает влияния на первичную недооценку акций.

В исследовании (Назарова, 2017) были сформированы и проверены гипотезы о факторах, влияющих на занижение цены акций российских компаний в первый день размещения. Исследователь определил следующие факторы:

- на недооценку отечественных эмитентов влияет объем размещения: чем большее количество акций планирует разместить компания, тем вероятнее возникновение занижения цены;
- ценовая политика размещения акций компании положительно воздействует на появление первичной недооценки;
- отрицательное влияние оказывает значение EBITDA, которое определено за ближайший к размещению финансовый год;
- рентабельность активов (ROA) является значимым фактором. Для стабильного получения дохода инвесторам необходима информация об эффективности компании-эмитента.

Ученые A. Ellul, M. Pagano (2006) обратили внимание на вторичный рынок размещения. Было выдвинуто предположение о зависимости недооценки от информации о ликвидности вторичного рынка. Инвесторы не осведомлены о ситуации на вторичном рынке, и в данном случае цена впоследствии компенсирует взятый инвесторами на себя риск (Ellul, Pagano, 2006).

А. Бухвалов (2009) в своей статье, посвященной теории и практике IPO, сделал вывод о намеренном занижении цен компаниями-эмитентами для привлечения широкого круга инвесторов. Такое занижение производится в целях распыления структуры внешних собственников. Автор указал на то, что первичная недооценка объясняется умышленным занижением цен.

Фундаментальное исследование о влиянии динамики фондового рынка на недооценку российских компаний при IPO было проведено В. Бойко (2009). Ученый выдвинул гипотезу, что на первичное занижение цены акций оказывает воздействие относительное изменение индекса площадки РТС (ИРТС) за периоды одна неделя и один месяц до начала размещения.

О коррупции как о факторе, влияющем на первичную недооценку, упомянули А. Groh, Н. Liechtenstein (2011). Наличие высокого уровня коррупции сигнализирует о недоверии среди народа страны и о недостаточной защищенности инвесторов. Такая ситуация отрицательно влияет на состояние рынка, что приводит к отказу инвесторов от принятия рисков. Вследствие премии за риски увеличивают, что подразумевает недооценку в первый день торгов.

В каждой стране существует определенная экономическая ситуация. М. Hearn (2011) раскрыл тему экономического состояния страны, где эмитент намерен провести IPO, и уточнил, что на недооценку оказывают воздействие такие факторы, как:

- развитие экономики страны;
- стадия делового цикла;
- развитость институтов;
- особенность юридической системы.

J. Zhou, L. Lao (2012) провели анализ факторов, влияющих на недооценку при IPO на ChiNext. Ученые рассматривали регрессионную модель с 12 факторами, где в заключение только пять факторов оказались статистически значимыми. Инвесторы обращают внимание на возраст компании, коэффициент P/E, коэффициент ROE, коэффициент PFGR (темпы роста прибыли бизнеса) и на эффект финансового рычага. Эти факторы прямо указывают на желание покупателей акций компании-эмитента знать внутреннюю структуру компании.

Первичная недооценка зависит от законов страны, регулирующих права инвесторов (Hopp, Dreher 2013). Данный феномен был объяснен желанием максимального «распыления» акций между покупателями для поддержания контроля компании-эмитента после IPO. Наличие недооценки стимулирует спрос и увеличивает количество владельцев акций. В противном случае инвесторы, имеющие весомый пакет акций, могут влиять на принятие решений компании и участвовать в изменении ее политики.

В своем исследовании Э. Ишмаметов (2013) проанализировал среднесрочную доходность акций российских компаний, находящихся в процессе первичного публичного размещения, и исследовал зависимость одно- и трехлетней доходности IPO отечественных компаний от факторов капитализации и недооценки. В данном исследовании, касающемся недооценки именно российских компаний, это утверждение было опровергнуто: доходность акций отечественных акций первичного размещения с недооценкой более 5% растет в долгосрочном периоде (1–3 года).

В исследовании Füllbrunn, Nicklisch (2020) доказано, что несовершенства рынка всегда приводят к занижению стоимости акций в результате первичного размещения. Неуверенность в реакции вторичного рынка может спровоцировать избыточную доходность IPO, но в краткосрочной перспективе происходит занижение цен. Недооценка акций сохраняется даже при снижении влияния риска и неопределенности (Füllbrunn, Nicklisch, 2020; Charness, Neugebauer, 2019). Результаты исследования показывают, что нежелание инвесторов продавать акции на вторичном рынке по цене ниже цены приобретения негативно влияет на весь рынок, приводя к занижению цены акций.

В ходе исследования была определена положительная корреляция между изменениями ИРТС для эмитентов, разместившихся в РФ, и первичной недооценкой. Данный вывод согласуется с заключением Ю. Бутяевой (2017). Это абсолютно естественный процесс и объясняется воздействием конъюнктуры фондового рынка на результаты торгов после первого дня размещений акций. Следует отметить, что при размещении российских эмитентов на внешних площадках показатель прямо противоположный. Такой феномен объясняется тем, что зафиксированная в исследовании динамика изменения ИРТС не типична для зарубежных рынков. Ученый сделал вывод, что отечественному эмитенту необходимо обращать внимание на рыночную конъюнктуру, где будет происходить процесс IPO.

Недооценка всегда связана с рисками, так, было определено, что российские компании с наличием венчурного капитала являются менее рискованными (Карпенко, 2017). Когда фирма впервые реализует акции, ее истинная ценность находится под вопросом, недооценка может быть достаточно большой. Если же компания заявляет о себе заранее и имеет известного венчурного инвестора, риски недооценки отечественной компании минимизированы.

Подведем итоги обзора исследований по теме недооценки акций при первичном размещении (см. табл. 2).

Таблица 2

**Факторы, влияющие на недооценку,
определенные в предыдущих исследованиях**

Исследование	Исследователь(и)	Факторы, выявленные в исследовании
Эмпирический анализ факторов, оказывающих влияние на занижение стоимости акций при первичном размещении (2011)	А. Ажиханов	1. Принадлежность компании к иностранному государству; 2. Размер компании-эмитента; 3. Репутация андеррайтера.

Исследование	Исследователь(и)	Факторы, выявленные в исследовании
Who knows what when? — The information content of pre-IPO market prices (2002)	G. Loffler P. Panther E. Theissen	Предпродажная торговля акциями компании-эмитента.
Методика оценки эффективности IPO российских компаний (2017)	Ю. Бутяева	1. Индекс изменения цены размещения (PRI); 2. Ширина ценового диапазона (WRP); 3. Фактор, характеризующий конъюнктуру рынка (RTSI15); 4. Количество площадок размещения; 5. Фактор использования андеррайтером опциона на дополнительное размещение.
Факторный анализ недооценки российских компаний при первичном размещении акций (2017)	В. Назарова	1. Объем размещения; 2. Ценовая политика размещения акций компании; 3. Значение EBITDA; 4. Рентабельность активов (ROA).
IPO underpricing and after-market liquidity (2006)	A. Ellul M. Pagano	Ликвидность вторичного рынка.
Почему компании становятся публичными? Теория и практика (2009)	А. Бухвалов	Намеренное занижение цен.
Влияние динамики фондового рынка на феномен недооценки российских компаний при первичных публичных размещениях (2009)	В. Бойко	Динамика фондового рынка.
The first step of the capital flow from institutions to entrepreneurs (2011)	A. Groh H. Liechtenstein	Высокий уровень коррупции.
The impact of corporate governance measures on the performance of West African IPO firms (2011)	B. Hearn	1. Развитие экономики страны; 2. Стадия делового цикла; 3. Развитость институтов; 4. Особенность юридической системы.
Analysis of influencing factors of IPO underpricing in ChiNext (2012)	J. Zhou L. Lao	1. Возраст компании; 2. Коэффициент P/E; 3. Коэффициент ROE; 4. Коэффициент PFGR (темпы роста прибыли бизнеса); 5. Эффект финансового рычага.

Исследование	Исследователь(и)	Факторы, выявленные в исследовании
Do differences in institutional and legal environments explain cross-country variations in IPO underpricing? (2013)	C. Hopp A. Dreher	Законы страны, регулирующие права инвесторов.
ИПО российских компаний на российских и западных фондовых биржах (2017)	Ю. Бутяева	Индекс РТС.
Первичное публичное размещение акций российских компаний с венчурным капиталом (2017)	О. Карпенко	Наличие венчурного капитала.
Underpricing of initial public offerings in experimental asset markets (2020) Individual speculative behavior and overpricing in experimental asset markets (2019)	Füllbrunn, Nicklisch, Charness, Neugebauer,	Несовершенство рынка. Потенциальное занижение цены со стороны вторичного рынка.

Источник: составлено автором.

Недооценка и переоценка российских компаний на рынках размещения

Необходимо уделить внимание феномену первичной переоценки. Переоценка акций в первый день размещения подразумевает положительную разницу между ценой закрытия и ценой размещения. J. Kagan (2019) считает, что завышение цен намного хуже, чем занижение: акция, которая закрывает свой первый день ниже цены размещения, будет помечена как неудачная.

Переоценка происходит чаще всего из-за асимметрии информации. Информированные инвесторы подают заявку только на покупку недооцененных акций. В то время как неосведомленные инвесторы могут подать заявку как на недооцененные, так и на переоцененные акции.

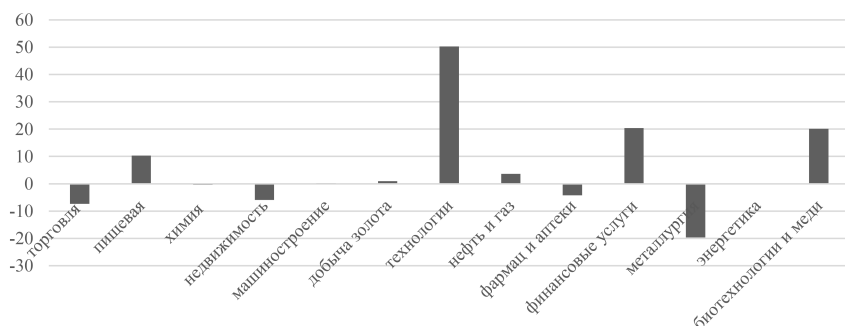
Такие действия инвесторов создают ситуацию, когда средняя доходность первого дня, обусловленная получением акций, ниже, чем средняя доходность первого дня, обусловленная подачей заявки на покупку. Таким образом, неосведомленные инвесторы сталкиваются с «проклятием победителя»: вероятность того, что им будут выделены акции в новых выпусках по завышенной цене, выше, чем в выпусках по заниженной цене (Gregoriou, 2006). Чтобы удержать неосведомленных инвесторов, участвующих в рынке IPO, инвестиционные банки занижают цену, чтобы обе-

спечить им неотрицательную, скорректированную на рыночную доходность норму прибыли.

На сегодняшний день феномен первичной переоценки, тесно связанный с первичной недооценкой, присутствует в IPO отечественных компаний как на внутренних, так и на внешних площадках. Переоценка российских эмитентов происходит по разным причинам, более распространенными являются:

- намеренное завышение цен андеррайтерами;
- высокие темпы роста компании до первичного размещения;
- решение менеджмента компании о завышении цен.

В период с 1996–2019 гг. было осуществлено 148 первичных публичных размещений акций российских компаний как на внутренних, так и на внешних площадках. Средняя недооценка акций остальных компаний-эмитентов составила 2,79%.



*Рис. 1. Недооценка/переоценка акций российских компаний при IPO, в %
Источник: составлено автором на основе (IPO российских компаний..., 2020).*

Самая большая недооценка отечественных компаний наблюдалась в отрасли «Технологии, телекоммуникации и медиа» и составила 50,3%. Такой показатель первичной недооценки характерен в данной отрасли для зарубежных эмитентов. В отрасли «Металлургия и горное дело» отмечена переоценка в 19,7%, что стало самым высоким показателем.

Рассматривая биржи, где происходило размещение акций российских компаний, следует отметить первичную недооценку/переоценку на различных площадках. Чаше всего технологические эмитенты выходят на рынок США, так как это наиболее развитый рынок в данной отрасли. На бирже NYSE акции российских компаний были недооценены в среднем на 43,32%. Переоценка отечественных компаний происходит в основном на внутренних рынках. В то же время отмечена переоценка и на самой популярной площадке для внешнего размещения — London Stock Exchange.

Феномен первичной переоценки компании явление неопределенное. Иногда андеррайтеры переоценивают акции компании при IPO наме-

ренно. Чаще всего переоценка негативно сказывается на первичных показателях компании после размещения акций на бирже: инвесторы теряют уверенность в компании и отказываются от последующего приобретения акций.

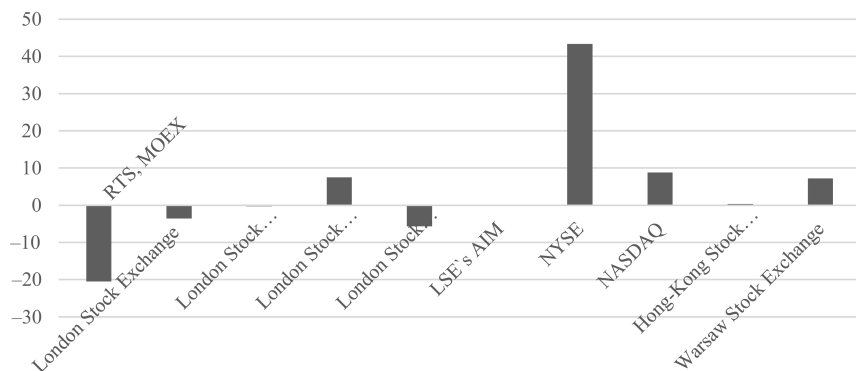


Рис. 2. Недооценка/переоценка акций российских компаний при IPO российских компаний на площадках размещения

Источник: составлено автором на основе (IPO российских компаний..., 2020).

Одним из факторов, включенных в регрессионную модель, стал фактор принадлежности компании к высокотехнологичному сектору. Технологические компании активно представлены на фондовом рынке, несмотря на то что эти компании зачастую продолжают называть стартапами и ассоциировать с высокими рисками. Ввиду отсутствия уверенности у инвесторов в будущей прибыльности акций, высокой волатильности результатов компаний существует недооценка стоимости акций высокотехнологичных компаний.

Исследование О. Мотовилова, И.Самылова (2019) показало, что в первый день торгов недооценка выше у российских компаний, относящихся к высокотехнологичной отрасли. Авторы связывают это со специфическими рисками, свойственными компаниям высоких технологий, относительно коротким жизненным циклом высокотехнологичной продукции, зависимостью от уровня развития инновационной инфраструктуры и финансовых институтов, влиянием внешних факторов. По результатам исследования авторов получен такой вывод: если компания ранее не относилась к отрасли высоких технологий, то при переходе компании из любой другой отрасли в данную — недооценка в среднем возрастает на 0,07 долл. В результате анализа авторами факторов, которые приводят к недооценке акций российских эмитентов при IPO, лишь один фактор из всех рассмотренных оказывает влияние на 5%-ном уровне значимости — параметр, отвечающий за отрасль, к которой относится компания.

По данным информационно-аналитического портала PREQVECA в период с 2007 по 2017 г. первичное публичное предложение реализовали 86 российских компаний, учитывая размещения не только на отечественных, но и на зарубежных биржах. Самая высокая недооценка наблюдалась в высокотехнологичных отраслях, где в отрасли «Технологии, телекоммуникации и медиа» она составила 48,79%.

В исследовании С. Федотова (2014) отмечается особая роль «биржевых секторов для компаний малой и средней капитализации», созданных специально для торговли ценными бумагами компаний, ориентированных на инновации, и показывается, что они в среднем чаще проводят первичное публичное размещение акций, чем компании, не входящие в эту категорию (Федотов, 2014).

В работе S. Gao, T. Chieh-Tse Hou (2019) изучаются факторы, определяющие занижение цен на первичное публичное размещение акций высокотехнологичных компаний, с акцентом на переменные, связанные с асимметрией информации, настроениями инвесторов и корпоративным управлением. Это исследование показывает, что динамика рынка, объем торгов в первый день, сигнальная гипотеза положительно связаны с занижением стоимости акций высокотехнологичных компаний.

В большинстве исследований мало внимания уделяется разнице занижения цен акций в ходе IPO между высокотехнологичными и невысокотехнологичными секторами на развивающихся рынках. В основном акцент делается на влияние таких факторов, как мотивация инвесторов, стратегия выпуска и долгосрочная эффективность (Carpenter et al., 2003; Kim, Pukthuanthong-Le, 2008). У высокотехнологичных компаний, как правило, более неустойчивые операционные денежные потоки по сравнению с нетехнологическими компаниями, что негативно влияет на возможность погашения заемного финансирования. Таким образом, IPO являются привлекательным инструментом привлечения финансирования высокотехнологичными фирмами.

В работе Beck (2017) используется модель линейной регрессии для анализа факторов, определяющих занижение цен на рынке первичного публичного размещения высокотехнологичных компаний. Модель показывает, что на занижение цены влияют цена предложения, качество андеррайтера и размер фирмы как меры риска.

На сегодняшний день роль высокотехнологичных компаний в развитии рынков велика. Для наглядной демонстрации важности определения отраслевой принадлежности был введен фактор принадлежности компании к ИТ-сектору.

Методология исследования

Гипотезы. Ключевая цель исследования состоит в определении факторов, которые оказывают воздействие на первичную недооценку россий-

ских компаний на внешних и внутренних биржах. Приведем гипотезы, соответствующие цели исследования.

Гипотеза 1: *ширина ценового диапазона положительно влияет на недооценку. Предполагается, что недооценка выше, если ценовой диапазон шире.* Данная гипотеза была предложена на основании следующего предположения: увеличение расстояния между границами ценового диапазона, т.е. рост волатильности цены, может предполагать рост неопределенности относительно будущей доходности и цены акции. Это свидетельствует о нестабильности и некой рискованности вложений. Повышение рискованности ценной бумаги и сложности прогнозирования доходности вложений могут привести к снижению спроса на ценные бумаги и возможной недооценке акций при размещении.

Гипотеза 2: *недооценка тем выше, чем выше значение эталонного рыночного индекса. Рыночный индекс является качественным показателем, так как его значения известны за длительный период.* Подобная гипотеза уже тестировалась в работе В. Бойко (2009). В его статье (2009) было выдвинуто предположение, что на недооценку влияют изменения индекса российской торговой системы за периоды одна неделя и месяц до момента первичного размещения. Использование индекса торговой системы связано как с возможностью отследить общую динамику фондового рынка с учетом влияния внешних макроэкономических факторов, так и с наличием долгосрочной динамики индекса за ряд лет. В данном исследовании период был выбран 15 дней (рабочих дней биржи) до начала IPO. В ходе исследования была доказана положительная корреляция между величинами недооценки и относительного изменения индекса российской торговой системы для компаний, размещение которых прошло на российском фондовом рынке. Это можно объяснить влиянием конъюнктуры российского рынка ценных бумаг на результаты первого дня торгов. Стоит предположить, что данное отрицательное влияние усиливается при долгосрочном инвестировании, так как рискованность вложений, степень неопределенности, уровень волатильности цен акций на российском фондовом рынке на длительном интервале будут только расти.

Гипотеза 3: *цена размещения положительно влияет на недооценку: чем выше заявленная цена, тем выше вероятность появления недооценки.* При первичном размещении стоимость акций находится под влиянием разнонаправленных факторов: завышенной цены предложения и заниженной цены спроса. В результате действия данных факторов формируется средняя цена предложения. Превышение цены над справедливой стоимостью возникает под влиянием инвесторов, которые ожидают высокую недооценку ценных бумаг, следовательно, рост их спроса на бумаги может привести к повышению стоимости размещения акций. Предполагается, что институциональный инвестор владеет полной информацией о компании и имеет возможность корректно оценить ее перспективы,

именно поэтому организатор размещения закладывает процент недооценки в ценовой диапазон с целью выяснить ожидания инвесторов. В результате влияния набора факторов формируется некоторое «приспособление» к рыночным условиям, и, как следствие, возникает недооценка акций при первичном размещении. Впервые обоснование существования феномена частичного приспособления приведено в работе Бенвенисте и Спиндта (Benveniste, 1989).

Гипотеза 4: *показатель ROA отрицательно влияет на недооценку: чем выше рентабельность активов компании за ближайший к размещению акций на бирже год, тем ниже недооценка.* Инвесторы обращают внимание на состояние компании-эмитента и показатель эффективности использования активов. Значение переменной рентабельности активов свидетельствует о высокой отдаче на вложенные средства в терминах чистой прибыли или посленалоговой операционной прибыли, иными словами, о повышении эффективности и результативности компании от использования активов. Инвестируя в более эффективные компании, инвестор потенциально сможет заработать доход, равный сумме курсовой разницы акций и дивидендных выплат (Назарова, 2017). Высокие показатели рентабельности активов свидетельствуют о возможностях роста компаний и эффективном использовании активов/капитала, что положительно сказывается на росте курсовой стоимости акций.

Гипотеза 5: *недооценка ниже, если размещение прошло на двух и более площадках.* Акции компании-эмитента будут менее недооценены, если будут размещены на нескольких биржах. Для распределения рисков компании выбирают несколько площадок размещения, что позволяет диверсифицировать требования по раскрытию информации, уровень затрат, быть интересными различным группам инвесторов. Можно предположить, что представление компании на нескольких площадках позволяет снизить риск влияния «специфических требований и предпочтений инвесторов», расширить круг потенциальных инвесторов, получить большую узнаваемость на биржевых площадках.

Гипотеза 6: *недооценка компаний, принадлежащих к технологической отрасли, выше, чем компаний других отраслей.* Высокотехнологичные компании, как правило, имеют более волатильные денежные потоки, высокие затраты на исследования и разработки приводят к снижению прибыли, компании часто сталкиваются с трудностями по выплате долга. В первые годы существования высокотехнологичные компании могут не иметь стабильных показателей рентабельности и высокой доли материальных активов. Рискованность вложения в такую отрасль высока, что приводит к недооценке компаний-эмитентов, относящихся к высокотехнологичным (Ноч, 2019).

Гипотеза 7: *недооценка ниже, если андеррайтером является компания «Большой четверки».* Престижность андеррайтера отрицательно влияет

на первичную недооценку компании. Можно предположить, что привлечение андеррайтера из «Большой четверки» дает дополнительные гарантии проверки надежности компании и определения параметров оценки акций. С позиции авторов это объясняется тем, что престижные андеррайтеры предоставляют лучшее покрытие и проверку надежности компании, что снижает возможную волатильность и неопределенность относительно будущих изменений цен акций компании-эмитента.

В данном случае мы можем говорить о положительном влиянии репутации компаний, зарекомендовавших себя как «аудиторы» отчетности компании, принимающих участие в большом числе IPO и знающих все потенциальные риски первичного размещения. Компании «Большой четверки», дорожащие сформированной репутацией и мнением инвесторов, предъявляют повышенные требования к проверке финансовой отчетности, рисков, надежности компании-эмитента и к определению базовых параметров при выходе компании на фондовый рынок, что особенно важно при первичном размещении высокорискованных компаний технологичных отраслей. Подобная гипотеза, но без учета отраслевой принадлежности компании, была выдвинута в работе О. В. Мотовилова, И. О. Самылова (2019), но не была подтверждена.

База данных.

Изначально был составлен список всех российских эмитентов за период с 01.01.1996 по 31.12.2019. Список состоял из 148 компаний, завершивших первичные размещения на конец заявленного периода. С помощью ресурсов reqvca.ru, finam.ru, ru.investing.com и финансовых отчетов компаний за период, предшествующий размещению, были собраны данные о компаниях из списка.

При определении андеррайтера было отмечено, что эмитент выбирает несколько организаций для проведения IPO. Если хотя бы один из андеррайтеров компании входит в группу «Большой четверки», то компания имеет престижного андеррайтера, и эта информация указывается в базе данных.

Российские эмитенты имеют тенденцию к размещению на площадках разных стран одновременно. Для дальнейшей работы с данными компании с несколькими размещениями были отнесены к одной стране по принципу наибольшего размещения акций на бирже данной страны.

В процессе составления базы были исключены компании, не предоставляющие информацию хотя бы по одному из приведенных ранее пунктов. Итоговая выборка состояла из 86 российских эмитентов, завершивших IPO на внутренних или на внешних рынках к началу 2020 г.

Для более детального рассмотрения факторов, влияющих на недооценку российских компаний, было принято решение разделить данные по внутренним и внешним рынкам. Так, будут протестированы две выборки:

- 1) российские компании, разместившие акции на внутренних площадках (биржевые индексы MOEX, RTS), — 47 эмитентов;
- 2) российские компании, разместившие акции на внешних площадках (LSE, NYSE, NASDAQ и т.д.), — 39 эмитентов.

Регрессионная модель.

Модель регрессии включала в себя следующие факторы:

1. Ширина ценового диапазона (WPR — width of price range):

$$WPR = \frac{(P_H - P_L)}{P_E}, \quad (2)$$

где P_H — верхняя граница ценового диапазона; P_L — нижняя граница ценового диапазона; P_E — середина ценового диапазона.

2. Показатель MC — market condition, характеризующий рыночную конъюнктуру в течение 15 дней до начала процесса IPO:

$$MC_{15} = \frac{MC_{(t)}}{MC_{(t-15)}} - 1, \quad (3)$$

где $MC_{(t)}$ — значение эталонного рыночного индекса по ценам закрытия в день размещения акций, зависит от принадлежности к рынку; $MC_{(t-15)}$ — значение эталонного рыночного индекса по ценам за 15 дней до начала процесса IPO, зависит от принадлежности к рынку.

3. Цена размещения ($PRICE$) — цена, зафиксированная в первый день торгов.

4. Рентабельность активов (ROA — return on assets) рассчитывается на основе информации из отчетности компании за последний период перед IPO по формуле:

$$ROA = \frac{NI}{TA}, \quad (4)$$

где NI — net income, чистая прибыль компании; TA — total assets, совокупный объем активов.

5. Количество площадок размещения ($NUMMARKET$). Дамми-переменная, когда «1» — одна площадка размещения; «0» — две и более площадки размещения.

6. Принадлежность к технологической отрасли ($FIELD$). Дамми-переменная, когда «0» — компания, принадлежащая к другим отраслям, «1» — компания, принадлежащая к отрасли инноваций и высоких технологий.

7. Наличие у компании престижного андеррайтера ($UNDERWR$). Дамми-переменная, когда «0» — андеррайтер, относящийся к другим фирмам, «1» — андеррайтер, относящийся к «Большой четверке».

8. Недооценка в первый день (UN), которая определяется по формуле (1).

Выбор параметров модели основан на обобщении параметров, полученных по результатам литературного обзора, на основе выдвинутых гипотез и позволяет выявить наиболее значимые факторы, приводящие к недооценке компаний высокотехнологичных отраслей. К специфическим факторам, относящимся к оценке высокотехнологичных компаний, следует отнести широкий разброс параметров ценового диапазона, что связано с рискованностью и неопределенностью финансовых результатов высокотехнологичных компаний; выраженное влияние репутации андеррайтера, который берет на себя контроль за параметрами компании; влияние отраслевой специфики, связанной с высокой волатильностью финансовых показателей высокотехнологичных компаний. К дополнительным критериям следует отнести количество площадок размещения, так как в силу влияния внешних факторов и рыночной конъюнктуры акции компаний высоких технологий являются перспективным вложением не только для внутренних, но и для внешних инвесторов.

Краткое описание переменных, присутствующих в выборке, представлено в табл. 3.

Результаты регрессионного анализа

На первом этапе были построены две парные линейные регрессии (UN_{in1} , UN_{out1}) включающие все переменные из списка выбранных факторов:

- 1) $UN_{in1} = const + \beta_1 WPR + \beta_2 MC + \beta_3 PRICE + \beta_4 ROA + \beta_5 NUMMARKET + \beta_6 FIELD + \beta_7 UNDERWR + \varepsilon;$
- 2) $UN_{out1} = const + \beta_1 WPR + \beta_2 MC + \beta_3 PRICE + \beta_4 ROA + \beta_5 NUMMARKET + \beta_6 FIELD + \beta_7 UNDERWR + \varepsilon.$

Таблица 3

Описание переменных

Зависимые переменные		
Переменная	Тип	Описание
UN	Количественная	Размер недооценки в первый день размещения. Рассчитывается как отношение разности цены закрытия в первый день и цены первичного размещения к цене первичного размещения.
Независимые переменные		
WPR (ширина ценового диапазона)	Количественная	Отношение разницы верхней границы и нижней границы ценового диапазона к середине ценового диапазона.

MC (рыночная конъюнктура)	Количественная	Показатель, определяющий рыночную конъюнктуру рынка за 15 дней до размещения, рассчитывается как разница отношения значения эталонного рыночного индекса по ценам закрытия и индекса за 15 рабочих дней биржи до начала размещения и единицы.
PRICE (цена размещения)	Количественная	Размер цены, зафиксированный в первый день торгов при размещении акций.
ROA (величина рентабельности активов)	Количественная	Показатель рентабельности активов компании-эмитента за ближайший к первичному размещению год, рассчитывается как отношение чистой прибыли к совокупному объему акций компании.
NUMMARKET (количество площадок размещения)	Бинарная	Характеризует наличие нескольких площадок размещения, где «1» — одна площадка размещения, «0» — две и более площадок размещения.
FIELD (отраслевая принадлежность)	Бинарная	Характеризует принадлежность компании к высокотехнологичной отрасли, где «1» — компания принадлежит к отрасли инноваций и высоких технологий, «0» — не принадлежит.
UNDERWR (престижность андеррайтера)	Бинарная	Характеризует принадлежность андеррайтера компании к «Большой четверке», где «1» — существует принадлежность, «0» — принадлежности нет.

Источник: составлено автором.

Оценка коэффициентов данных линейных моделей была проведена методом наименьших квадратов (МНК). Проверка значимости коэффициентов регрессий заключалась в тестировании гипотезы о значимости или незначимости отличия оценок коэффициентов от нуля. В случае отсутствия влияния этого отличия на качество модели переменные, соответствующие таким результатам (предикторные), были исключены из регрессионной модели. Первые результаты по работе с предложенными моделями представлены в табл. 4.

Из полученных результатов были сделаны выводы о низких качествах моделей и высокой корреляции переменных. Для улучшения этих показателей был уменьшен перечень изучаемых факторов. Переменные *WPR* и *NUMMARKET* были исключены по причине наличия сильной корреляции с другими переменными. Переменная *UNDERWR* была исключена ввиду незначимости во всех моделях. Такой результат объяснили R. Carter, F. Dark, A. Singh (1998) в исследовании о влиянии престижности андеррайтеров на недооценку. Для распределения рисков эмитенты выбирают несколько инвестиционных организаций. Следовательно, рос-

сийские компании привлекают андеррайтеров, образуя «инвестиционный синдикат», что не позволяет оценить влияние престижности андеррайтера на первичную недооценку.

Таблица 4

Результаты МНК построенных моделей UN_{in1} , UN_{out1}

Независимая переменная	Стандартная ошибка	Коэффициент
Модель UN_{in1}		
WPR	0,2034	–0,0637
MC	0,6594	0,8372
PRICE	0,00004	0,0001**
ROA	0,1267	0,0583
NUMMARKET	0,0347	–0,0144
FIELD	0,0419	0,1143**
UNDERWR	0,0345	–0,0299
Модель UN_{out1}		
WPR	0,0955	–0,1170
MC	0,1408	0,6037***
PRICE	0,0003	–0,0001
ROA	0,1295	0,0713
NUMMARKET	0,0167	0,0013
FIELD	0,0308	0,0626*
UNDERWR	0,0202	0,0122

(*** — $P_{Value} < 0,01$; ** — $P_{Value} < 0,05$; * — $P_{Value} < 0,1$).

Источник: составлено автором.

После исключения переменных модели приняли вид:

$$1) UN_{in2} = const + \beta_1 PRICE + \beta_2 ROA + \beta_3 MC + \beta_4 FIELD + \varepsilon;$$

$$2) UN_{out2} = const + \beta_1 PRICE + \beta_2 ROA + \beta_3 MC + \beta_4 FIELD + \varepsilon.$$

Предпосылками начала исследования регрессионных моделей методом наименьших квадратов являются гомоскедастичность, когда дисперсия каждого отклонения случайных остатков одинакова для всех значений, и отсутствие автокорреляции, когда значения остатков распределены независимо друг от друга. Следует проверить данные на наличие автокорреляции и гомоскедастичности. В исследовании были применены тесты Бройша—Годфри для проверки автокорреляции случайных ошибок регрессионных моделей и тест Бройша—Пагана для тестирования на наличие гетероскедастичности. В случае отсутствия зависимостей была от-

мечена репрезентативность выборки, что демонстрировало возможность использования МНК для получения качественных результатов.

1. Модель UN_{in2} (модель внутренних рынков размещения).

По результатам теста Бройша—Годфри был сделан вывод о принятии нулевой гипотезы об отсутствии автокорреляции на 10%-ном уровне значимости. По результатам теста Бройша—Пагана было определено, что модель свободна от гетероскедастичности. Качество модели выше, чем у UN_{out2} , и составляет $R^2 UN_{in2} = 0,4124$.

2. Модель UN_{out2} (модель внешних рынков размещения).

Из полученных результатов теста Бройша—Годфри сделан вывод о принятии нулевой гипотезы об отсутствии автокорреляции на 10% уровне значимости. По результатам теста Бройша—Пагана нулевая гипотеза о наличии гомоскедастичности принимается на 10%-ном уровне значимости (значение P -value больше 0,1). Коэффициент $R^2 UN_{out2}$ равен 0,2751. Низкое значение коэффициента детерминации, показывающего долю дисперсии зависимой переменной (UN_{out2}), объясняемой заданной моделью, обусловлено малой выборкой и отсутствием достаточного количества объясняющих факторов.

В табл. 5 представлены результаты тестирования моделей методом наименьших квадратов. Необходимо обратить внимание, что при размещении акций на внутренних и внешних рынках влияние на первичную недооценку оказывает невысокое значение факторов. Такой феномен можно объяснить недостаточностью информации, незрелостью российского рынка, а также отсутствием достаточного количества объясняющих факторов.

Таблица 5

Результаты МНК построенных моделей UN_{in2} , UN_{out2}

Независимая переменная	Стандартная ошибка	Коэффициент
Модель UN_{in2}		
PRICE	0,0001	0,0002
ROA	0,1205	−0,0275
MC	0,1425	0,6030***
FIELD	0,0243	0,0478*
Модель UN_{out2}		
PRICE	0,0000	0,0001**
ROA	0,1153	0,0209
MC	0,6205	0,7952
FIELD	0,0362	0,1057***

(*** — $P_{Value} < 0,01$; ** — $P_{Value} < 0,05$; * — $P_{Value} < 0,1$).

Источник: составлено автором.

Российские эмитенты подвергаются недооценке на зарубежных площадках при принадлежности к отрасли высоких технологий (*FIELD*) и при определении цены размещения (*PRICE*). В то время как на внутренних рынках фактор эталонного рыночного индекса (*MC*), а также фактор принадлежности к отрасли (*FIELD*) влияют на разницу в цене первого дня при *IPO*.

В целях определения существенности влияния факторов на недооценку российских эмитентов на внутренних и внешних рынках необходимо провести детальный анализ.

PRICE.

Из регрессионного анализа был сделан вывод, что цена размещения положительно влияет на недооценку отечественных компаний при размещении акций на зарубежных рынках. Данный вывод сопоставим с результатами исследования Ю. Бутяевой (2017).

Когда размещение происходит внутри страны, этот фактор несущественен. Цена размещения не оказывает воздействия на первичную недооценку в условиях отечественного рынка из-за наличия феномена переоценки. В четверти случаев размещения на отечественных рынках происходит переоценка. Инвесторы считают переоценку фактором, негативно влияющим на успех первичного размещения.

ROA.

Влияние *ROA* на недооценку оказалось незначимым на обоих рынках, в то время как этот показатель является значимым, если анализ проводится независимо от принадлежности к рынку (Назарова, 2017).

Стоит отметить, что российские компании начали представлять ежегодную отчетность по международным стандартам (МСФО) только с 2004 г. по «Концепции развития бухгалтерского учета и отчетности в РФ на среднесрочную перспективу». В данном документе было определено составление индивидуальной отчетности компании по национальным стандартам, базирующимся на МСФО, а составление консолидированной отчетности — по международным учетным стандартам. Только в 2010 г. отчетности российских компаний нормативно были определены Федеральным законом Российской Федерации от 27.07.2010 № 208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности».

Данные о рентабельности активов отечественных компаний 1996—2019 гг. имеют пробелы ввиду отсутствия точных стандартов финансовой отчетности на протяжении 20 лет, что повлияло на определение влияния фактора *ROA* на первичную недооценку.

MC.

Значимость переменной *MC* была зафиксирована в модели внутренних рынков размещения, что подтверждает теорию, выдвинутую В. Бойко (2009). Величина недооценки положительно зависит от эталонного ры-

ночного индекса при размещении внутри страны, в то время как на зарубежных площадках фактор MC статистически не значим.

Для начала рассмотрим значения индексов внутренних (RTS, MOEX) и внешних (LSE, NYSE, NASDAQ) рынков на рис. 3. Можно сделать вывод, что зарубежные площадки имеют тенденцию к быстрому развитию по сравнению с российскими.

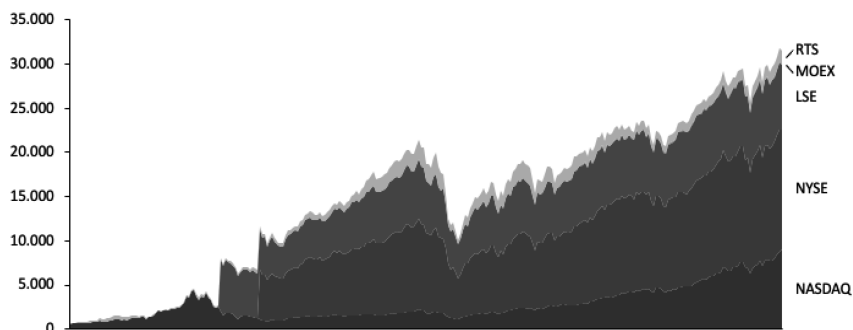


Рис. 3. Значения индексов внутренних и внешних рынков с 1996–2019 гг.

Источник: составлено автором на основе (База данных портала Investing.com, 2020).

При первичном размещении на отечественной площадке существует зависимость переменной UN от MC , причиной тому служит нестабильное развитие российского рынка. Чем лучше ситуация на рынке, тем больше недооценка. Такой феномен объясняется наличием рисков. Инвесторы настороженно подходят к информации об улучшении состоянии российского рынка. Из этого следует, что российскому эмитенту нужно определить «правильное» время первичного размещения акций, чтобы недооценка не была очень высокой и процесс IPO прошел успешно.

Эксперты в области рынков отмечают, что российский рынок IPO развивается низкими темпами по ряду причин (Носов, 2013):

- конфликт интересов инвесторов и акционеров;
- неразвитость инфраструктуры учета и клиринга, а именно отсутствие центрального депозитария;
- проблемы в законодательных актах РФ, регулирующих процесс IPO;
- раскрытие внутрикорпоративной информации в ходе размещения акций на отечественной бирже;
- затянутость процесса первичного размещения (от 1,5 до 3 лет);
- высокие дополнительные затраты для выполнения всех условий размещения.

Российские эмитенты предпочитают становиться публичными на зарубежных площадках, этому способствуют лучшие условия для проведе-

ния IPO. Внешние рынки развиваются динамично, следовательно, первичная недооценка не зависит от их состояния на момент размещения.

FIELD.

Переменная отраслевой принадлежности, а именно технологических отраслей стала значимой в обеих моделях. Следовательно, на внутренних и внешних рынках недооценка зависит от отрасли компании.



Рис. 4. Суммарная выручка крупнейших IT-компаний

Источник: составлено автором на основе (Ранкинг TAdviser100, 2019).

Отрасль информационных технологий является перспективной и развивается быстрыми темпами как в России, так и за рубежом. Согласно ранкингу *tadviser.ru* «100 крупнейших IT-компаний России», суммарная выручка всех компаний на начало 2019 г. составила 1477 млрд руб., что на 9% больше по сравнению с предыдущим годом. И этот показатель стабильно растет, что показано на рис. 4.

Недооценку в данной отрасли связывают с компенсацией за информационные пробелы. Молодая IT-компания, которая еще не популярна среди инвесторов, может предложить «дисконт», чтобы привлечь внимание покупателей акций. Дисконт подразумевает недооценку, которая будет компенсирована в период следующих торгов.

Следует обратить внимание, что коэффициент недооценки выше на зарубежных торговых площадках. Сегодня большинство российских IT-компаний изначально ориентируют свой продукт на иностранный рынок и планируют проводить IPO на зарубежных фондовых рынках. Но в силу нехватки исторических финансовых данных о российских эмитентах происходит высокая недооценка на зарубежных биржах по сравнению с российскими торговыми площадками.

По результатам регрессионного анализа сделаем выводы по ранее предложенным гипотезам.

Результаты выдвинутых гипотез

Гипотеза	Вывод
Гипотеза 1: ширина ценового диапазона положительно влияет на недооценку.	Показатель <i>WPR</i> оказался статистически незначимым и был исключен впоследствии из регрессии для ее же улучшения.
Гипотеза 2: недооценка тем выше, чем выше значение эталонного рыночного индекса.	В модели размещения на внутренних рынках индекс оказался значимым, что подтверждает выдвинутую гипотезу. В то время как для зарубежных площадок этот показатель оказался незначимым.
Гипотеза 3: цена размещения положительно влияет на недооценку.	Переменная оказалась значимой только в модели внешних рынков размещения, и гипотеза была подтверждена, несмотря на низкий коэффициент перед данной переменной.
Гипотеза 4: показатель <i>ROA</i> отрицательно влияет на недооценку.	По причине отсутствия данных МСФО у многих российских компаний показатель <i>ROA</i> оказался незначимым.
Гипотеза 5: недооценка ниже, если размещение прошло на двух и более площадках.	Данная переменная оказалась существенно незначима и была исключена из модели ввиду отсутствия положительного результата.
Гипотеза 6: недооценка компании, принадлежащей к технологической отрасли, выше, чем компаний других отраслей.	Гипотеза была подтверждена в обеих моделях.
Гипотеза 7: недооценка ниже, если андеррайтером является компания «Большой четверки».	Показатель <i>UNDERWR</i> оказался незначимым.

Источник: составлено автором.

Заключение

В процессе первичного размещения акций рынок выступает в лице инвестиционного сообщества для компании-эмитента. Успех IPO зависит от уровня потребности инвестиционного сообщества в объектах инвестирования. Следовательно, российским эмитентам необходимо учитывать рыночные условия. Вначале подготовки публичного размещения менеджмент отечественной компании выбирает площадку для выхода. После определения внешнего или внутреннего направления поднимается вопрос о показателях компании после размещения, в частности о первичной недооценке. Чтобы недооценка компании была минимизирована, следует

обратить внимание на факторы, оказывающие влияние на показатель в зависимости от выбора рынка размещения акций российского эмитента.

По результатам проведенного исследования было определено, что на величину недооценки отечественной компании при размещении на внутреннем рынке оказывают воздействие такие факторы, как принадлежность к высокотехнологичной отрасли, и показатель, характеризующий рыночную конъюнктуру. В то время как при проведении IPO на внешних рынках российскому эмитенту следует обращать внимание не только на отраслевую принадлежность, но и на цену размещения. Показатели престижности андеррайтера, размещения на нескольких площадках, рентабельности активов и ширины ценового диапазона оказались незначимыми. Еще один вывод, полученный в ходе исследования, относится к рынку размещения. В предыдущих работах исследователи рассматривали выход российской компании на любой рынок и определяли факторы, влияющие на недооценку. При распределении данных по принадлежности к внутренним или внешним площадкам были получены более точные результаты по воздействующим факторам.

В дальнейшем для улучшения качества регрессионной модели следует расширить набор используемых факторов, затронув параметры, предлагаемые в зарубежных исследованиях. В силу недостаточности или отсутствия информации по российским компаниям, завершившим процесс IPO, в настоящее время не все факторы, предложенные в зарубежных исследованиях, могут быть применены к российским компаниям. Если в течение последующих лет произойдет большее число первичных размещений и они будут сопровождаться высоким показателем раскрытия информации, возможно будет протестировать результаты исследований зарубежных специалистов применительно к российскому рынку.

Список литературы

Ажиханов, А. Б. (2011). Эмпирический анализ факторов, оказывающих влияние на занижение стоимости акций при первичном размещении. *Финансы и кредит*, 11, 59–72.

Белобородский, А. А. (2010). IPO: оценка эффектов и анализ затрат. *Российское предпринимательство*, 9 (2), 27–31.

Бойко, В. В. (2009). Влияние динамики фондового рынка на феномен недооценки российских компаний при первичных публичных размещениях. *Финансы: теория и практика*, 4, 52–55.

Бутяева, Ю. А. (2017). Методика оценки эффективности IPO российских компаний. *European science*, 6 (28), 48–53.

Бухвалов, А. В. (2009). Почему компании становятся публичными? Теория и практика. *Российский журнал менеджмента*, 7, 69–78.

Карпенко, О. А. (2017). Первичное публичное размещение акций российских компаний с венчурным капиталом. *Вопросы инновационной экономики*, 7 (4), 391–406.

Ишмаметов, Э. А. (2013). Статистический анализ факторов доходности первично размещенных акций российских компаний на фондовом рынке. *Вестник московского университета. Серия 6. Экономика*, 5, 84–89.

Мотовилов, О. В., Самылов, И. О., & Сеидова, М. Ш. (2019). Выбор биржевой площадки для IPO инновационно-ориентированной компании. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика*, 35 (3), 419–447. <https://doi.org/10.21638/spbu05.2019.305>

Назарова, В. В. (2017). Факторный анализ недооценки российских компаний при первичном размещении акций. *Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика*, 4, 29–51.

Федотов, С. Н. (2014). Биржевые секторы для компаний малой и средней капитализации и их роль в процессе финансирования инновационного бизнеса. *Аудит и финансовый анализ*, 1, 245–250.

Akerlof, G. (1970). The market for “Lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The quarterly journal of economics*, 84 (3), 488–500. <http://dx.doi.org/10.2307/1879431>

Baron, P. (1982). A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues. *The journal of finance*, XXXVII, 4, 955–976. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1982.tb03591.x>

Beaulieu, M. C., & Mrissa Bouden, H. (2020). Does idiosyncratic risk matter in IPO long-run performance? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 55, 935–981. <https://doi.org/10.1007/s11156-019-00864-x>

Beck, J. (2017). Determinants of IPO Underpricing: Tech vs Non-Tech Industries, *Major Themes in Economics*, 19, 39–55.

Benveniste, L., & Spindt, P. (1989). How Investment Bankers Determine The Offer Price and Allocation of New Issues, *Journal of Financial Economics*. 124, 343–361. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90051-2](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(89)90051-2)

Bozhkov, S., Lee, H., Sivarajah, U., Despoudi, S., & Nandy, M. (2020). Idiosyncratic risk and the cross-section of stock returns: the role of mean-reverting idiosyncratic volatility. *Annals of Operations Research*, 294, 419–452. <https://doi.org/10.1007/s10479-018-2846-7>

Carpenter, M. A., Pollock, T. G., & Leary, M. M. (2003). Testing a model of reasoned risk taking: Governance, the experience of principals and agents, and global strategy in high technology IPO firms. *Strategic Management Journal*, 24(9), 803–820. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.338>

Carter, R., Dark, F., & Singh, A. (2002) Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks. *The journal of finance*, 53 (1), 285–311. <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.104624>

Charness, G., & Neugebauer, T. (2019). A test of the modigliani-miller invariance theorem and arbitrage in experimental asset markets. *The Journal of Finance*, 74(1), 493–529. <http://dx.doi.org/10.1111/jofi.12736>

Ellul, A., & Pagano, M. (2006). IPO underpricing and after-market liquidity. *Preview of financial studies*, 19 (2), 381–421. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhj018>

Füllbrunn, S., Neugebauer, T., & Nicklisch, A. (2020) Underpricing of initial public offerings in experimental asset markets. *Experimental Economics*, 23, 1002–1029. <https://doi.org/10.1007/s10683-019-09638-7>

Janssen, D. J., Füllbrunn, S., & Weitzel, U. (2019). Individual speculative behavior and overpricing in experimental asset markets. *Experimental Economics*, 22, 653–675.

Gao, S., & Hou, TC-T. (2019). An Empirical Examination of IPO Underpricing Between High-technology and Non-high-technology Firms in Taiwan. *Journal of Emerging Market Finance*, 18(1), 23–51. doi:10.1177/0972652719831535

Greroriou, G. (2006). *Allocation hypothesis*. Initial Public Offerings (IPO): an international perspective of IPOs.

Groh, A., & Liechtenstein, H. (2011) The first step of the capital flow from institutions to entrepreneurs. *European financial management*, 17, 532–559.

Hearn, B. (2011). The impact of corporate governance measures on the performance of West African IPO firms. *Emerging markets review*, 12 (2), 130–151. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2011.02.004>

Hopp, C. (2013). Do differences in institutional and legal environments explain cross-country variations in IPO underpricing? *Applied economics*, 45 (4), 435–454. <http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2011.605760>

Hou, T., & Gao S. (2019). An Empirical Examination of IPO Underpricing Between High-technology and Non-high-technology Firms in Taiwan. *Journal of emerging market finance*, 18, 23 – 51.

Kagan, J. (2019). Underpricing. Сайт Investopedia.com. [https:// www. investopedia. com/terms/u/underpricing.asp](https://www.investopedia.com/terms/u/underpricing.asp)

Kim, J., & Pukthuanthong-Le, K. (2008). Leverage and IPO under-pricing: High-tech versus low-tech IPOs. *Management Decision*, 46(1), 106–130. <http://dx.doi.org/10.1108/00251740810846770>

Loffler, G., Panther, P., & Theissen, E. (2002). Who knows what when? — The information content of pre-IPO market prices. *Journal of financial intermediation*, 14 (4), 466 – 484.

Loughran, T., & Ritter, J. (2002). Why has IPO underpricing changed over time? *Financial management journal*, 33(3), 5–37. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.331780>

Nocera, J. (2013). *Rigging the IPO game*. Сайт nytimes.com. [opinion/ sunday/nocera-rigging-the-ipo-game.html](http://opinion/sunday/nocera-rigging-the-ipo-game.html)

Pulliam, S., Smith, R., & Siconolfy, M. (2007). US Investors Face an Age of Murcky Pricing. *Wall street journal*, A11.

Ray, R. (2006). Managerial rationality and agency problem in the IPO market. *EFA 2006 Zurich meetings paper*.

Ritter, R. J. (1984). The ‘Hot Issue’ market of 1980’. *The journal of financial economics*, 15, 215–240. <http://dx.doi.org/10.1086/296260>

Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of financial economics*, 15, 187–212. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90054-1](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(86)90054-1)

Stuart, M. D., & Willis, R. H. (2020). Use of independent valuation specialists in valuing employee stock options: evidence from IPOs. *Review of Accounting Studies*, 25, 438–473. <https://doi.org/10.1007/s11142-020-09534-z>

Tinic, M. (1988). Anatomy of initial public offerings of common stock. *The journal of finance*, 43, 332. <http://dx.doi.org/10.2307/2328137>

Zhou, J., & Lao, L. (2012). Analysis of influencing factors of IPO underpricing in ChiNext. *Physics procedia*, 33, 846–851. <http://dx.doi.org/10.1016/j.phpro.2012.05.144>

База данных «Участие в IPO». Дата обращения 16.04.2021, [http://www. finam. ru](http://www.finam.ru)

База данных Investing.com. Дата обращения 05.05.2020, <https://ru.investing.com>

Ранкинг TAdviser100 (2019). Дата обращения 05.05.2020, <http://www.tadviser.ru/index.php>

Недооценка компании. Дата обращения 05.05.2020, <https://fin-accounting.ru/private-equity/output-of-investment/ipo-process/underestimation-of-the-company>

References

Azhikhanov, A. B. (2011). An empirical analysis of the factors influencing the undervaluation of shares during the initial offering. *Finance and Credit*, 11, 59–72.

Beloborodsky, A. A. (2010). IPO: Impact Assessment and Cost Analysis. *Russian entrepreneurship*, 9(2), 27–31.

Boyko, V. V. (2009). Influence of stock market dynamics on the phenomenon of underestimation of Russian companies during initial public offerings. *Finance: theory and practice*, 4, 52–55.

Butyaeva, Yu. A. (2017). Methods for assessing the effectiveness of IPO of Russian companies. *European science*, 6 (28), 48–53.

Bukhvalov, A. V. (2009). Why do companies go public? Theory and practice. *Russian Management Journal*, 7, 69–78.

Karpenko, O. A. (2017). Initial public offering of shares of Russian companies with venture capital. *Innovation Economy Issues*, 7(4), 391–406.

Ishmametov, E. A. (2013). Statistical analysis of the factors of profitability of the initially placed shares of Russian companies on the stock market. *Bulletin of the Moscow University. Series 6. Economics*, 5, 84–89.

Motovilov, O. V., Samylov, I. O., & Seidova, M. Sh. (2019). Choosing an exchange platform for an IPO of an innovation-oriented company, *Vestnik of St. Petersburg University. Economics*, 35(3), 419–447. <https://doi.org/10.21638/spbu05.2019.305>

Nazarova, V. V. (2017). Factor analysis of the underestimation of Russian companies in the initial public offering, *Moscow University Bulletin. Series 6. Economics*, 4, 29–51.

Fedotov, S. N. (2014). Exchange-traded sectors for small and mid-cap companies and their role in the process of financing innovative business. *Audit and Financial Analysis*, 1, 245–250.

The database «Participation in the IPO». Accessed 16.04.2021, <http://www.finam.ru>

Database Investing.com. Accessed 05.05.20, <https://ru.investing.com>

TAdviser 100 ranking (2019). Accessed 05.05.20, <http://www.tadviser.ru/index.php>

Underestimation of the company. Accessed 05.05.20, <https://fin-accounting.ru/private-equity/output-of-investment/ipo-process/underestimation-of-the-company>

Information and analytical portal PREQVECA. Accessed 05.05.20, <http://www.preqveca.ru/placements>