

DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-6-16-28

УДК 336.764.061(045)

JEL D82, G24, G32, E22

Анализ динамики сделок IPO в банковском секторе

В.А. Беляев

МГИМО МИД России, Москва, Россия

<https://orcid.org/0000-0002-7422-5515>

АННОТАЦИЯ

IPO (первичное публичное размещение) является распространенным инструментом финансирования в мире, однако в научном сообществе мало внимания уделяется динамике IPO в банковской сфере. **Цель** исследования – критический анализ динамики сделок первичных публичных размещений кредитных организаций с 1 января 2000 по 31 декабря 2020 г. **Методология** исследования включает аналитические методы сбора и обработки информации, сравнительный, а также графический анализ базы данных, собранной автором и состоящей из 305 сделок IPO банков в период с 2000 по 2020 г. Проведено сравнение динамики сделок IPO кредитных учреждений из развитых и развивающихся стран, выявлены присущие каждому рынку характеристики и даны объяснения различиям в динамике. Выявлена кластеризация на рынке первичных публичных размещений акций кредитных учреждений и проведено сравнение кластеризации на рынке банковских IPO с общим рынком первичных публичных размещений. Показано, что кредитные учреждения по всему миру активно привлекали финансирование через сделки по первичному публичному размещению акций, совокупно разместив свои акции на сумму 218 млрд долл. США. Основной объем средств привлекли кредитные организации с развивающихся рынков – в первую очередь из Китая. За данный период на рынке банковских IPO наблюдалось 3 волны IPO, характеризующихся значительным ростом объемов размещения и доходности первого дня торгов. Данная кластеризация на рынке первичных публичных размещений акций кредитных учреждений не являлась характерной только для банковского сектора, а совпала с глобальным ростом числа сделок и доходности IPO. Сделаны **выводы**: размещение акций кредитных организаций в период «горячего» рынка наиболее перспективно с точки зрения объема и динамики привлечения средств; рынок IPO кредитных учреждений сохраняет высокий потенциал роста, прежде всего в странах Азии и СНГ.

Ключевые слова: первичное публичное размещение (IPO); IPO коммерческих банков; циклы IPO; кластеризация

Для цитирования: Беляев В.А. Анализ динамики сделок IPO в банковском секторе. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(6):16-28. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-6-16-28

Analysis of the Dynamics of IPO Transactions in the Banking Sector

V.A. Belyaev

Moscow state institute of international relations, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-7422-5515>

ABSTRACT

IPO (initial public offering) is a widespread financing instrument in the world, however, the scientific community pays little attention to the dynamics of IPOs in the banking sector. The **aim** of the study is to critically analyze the dynamics of IPO transactions of credit institutions on the horizon from January 1, 2000, to December 31, 2020. The research **methodology** includes analytical methods for collecting and processing information, comparative and graphical analysis of the database collected by the author and consisting of 305 IPOs of banks from 2000 to 2020. The study compares the dynamics of IPO transactions of credit institutions from developed and developing countries, identifies characteristics inherent in each market, and explains the differences in market dynamics. The study reveals clustering in the IPO market of credit institutions and compares clustering with the general market of initial public offerings. It is shown that lending institutions around the world have actively attracted funds through IPO, having placed their shares for a total of \$ 218 billion. The bulk of the funds were attracted by banks from emerging markets, primarily from China. During this period, there were 3 IPO waves on the banking IPO market, characterized by a significant increase in placement volumes and profitability on the first day of trading. This clustering in the IPO market of credit institutions was not typical only for the banking sector but coincided with the global growth in the number

of transactions and IPO yields. The author **concludes** that the placement of shares of credit institutions during the hot market period is the most promising in terms of the volume and dynamics of raising funds; the IPO market of credit institutions retains high growth potential, primarily in Asia and the CIS.

Keywords: Initial Public Offering (IPO); IPO of commercial banks; IPO cycles; clustering

For citation: Belyaev V.A. Analysis of the dynamics of IPO transactions in the banking sector. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(6):16-28. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-6-16-28

ВВЕДЕНИЕ

Банки являются финансовыми посредниками в экономике, от их финансового положения зависит устойчивость экономики страны и возможность стабильного экономического развития в целом. Банковский сектор является фундаментально важным для повседневного функционирования экономики, а кризис в банковской сфере может иметь непоправимые последствия для макроэкономической устойчивости из-за действия финансового акселератора [1] и, более того, может привести к глобальному экономическому кризису, как это было в 2008 г.

Ввиду своей важности для экономики банковский сектор является наиболее регулируемым со стороны надзорных органов, прежде всего центральных банков. Базельский Комитет по банковскому надзору при Банке международных расчетов выпускает рекомендации по регулированию норм достаточности капитала банков. Центральные банки и соответствующие регулирующие органы принимают во внимание данные рекомендации при формировании надзорной политики внутри страны. Требования к резервированию средств увеличились за 15 лет в 2 раза, и, более того, появились дополнительные коэффициенты для защиты от циклических колебаний экономики, что в свою очередь дополнительно ограничивает возможности банков по увеличению кредитного портфеля [2].

Продолжительный период ужесточения норм достаточности капитала банков, а также необходимость в увеличении собственного капитала для наращивания кредитного портфеля вынуждают кредитные учреждения прибегать к поиску новых источников финансирования. В данной ситуации привлечение банками дополнительных средств путем первичного публичного размещения акций на бирже является логичным решением. Привлечение дополнительных ресурсов через размещение акций на бирже имеет преимущество по сравнению с размещением облигаций, так как данный вид финансирования не является долговым и не учитывается как обязательство банка при расчете коэффициентов достаточности капитала, а также

не предполагает обязательный возврат привлеченных средств.

Помимо необходимости соблюдения нормативов достаточности капитала, банки могут привлекать средства через IPO (от англ. Initial public offering — первичное публичное размещение) для усиления своих позиций на рынке через сделки слияний и поглощений, выходы на новые рынки присутствия и развития своей филиальной сети. Механизм IPO позволяет приватизировать долю государства в кредитной организации, как это было в России в 2007 г. при проведении «народных IPO» Сбербанка и ВТБ, а также с рядом китайских банков, и, кроме того, эффективно монетизировать долю существующих акционеров банка. Другой мотивацией выхода на IPO банка является привлечение денежных средств для развития финансовых технологий.

Банковский сектор является циклическим и коррелирует с экономическим ростом в стране, что подтверждает исследование U. Albertazzi, L. Gambacorta [3]. Меры по регулированию банковского сектора, а также подход к регулированию, предлагаемый Базельским Комитетом, в свою очередь, направлены на снижение циклического фактора в банковской сфере за счет формирования дополнительных резервов.

Прибыль банков зависит от процентной ставки в стране и от роста кредитования. Во время экономического роста спрос на кредиты находится на подъеме, что положительно сказывается на росте прибыли банков. Во время кризисов банки, как правило, сами снижают выдачу кредитов, так как финансовое положение заемщиков значительно ухудшается, что ведет к падению темпов роста кредитного портфеля. Однако стимулирующая политика государства, направленная на нивелирование кризисных явлений в экономике с помощью снижения ключевой ставки и дополнительных мер поддержки банков, таких как размещение депозитов на счетах и снижение ставки резервирования, также увеличивает устойчивость банков к циклическим колебаниям экономики [4].

В данной статье основное внимание уделено критическому анализу динамики рынка IPO кредитных учреждений. Рамки анализа составляют



Рис. 1 / Fig. 1. Объем рынка банковских IPO и медианная доходность первого дня / IPO volume in banking and median first-day return

Источник / Source: CapitalIQ, PREQVECA. URL: www.capitaliq.com (дата обращения: 05.04.2021) / (accessed on 05.04.2021); URL: <http://www.preqveca.ru/placements/> (дата обращения: 21.03.2021) / (accessed on 21.03.2021).

20 лет, начиная с 1 января 2000 по 31 декабря 2020 г. В выборку попали IPO банков суммой размещения более 20 млн долл. США, для которых были доступны данные по динамике цен акций в первый день размещения. База собрана на основе информационных порталов CapitalIQ и PREQVECA.

Проблемам изучения рынка IPO посвящены работы ряда экономистов, таких как Н. Лианг [5], М. Дикл [6], В. Мехмуд [7], К. Сонг и других [8–26], однако вопросу IPO в банковской сфере уделяется мало внимания в научном сообществе, несмотря на всю важность данного сектора для экономики.

АНАЛИЗ ДИНАМИКИ IPO В БАНКОВСКОЙ СФЕРЕ

База данных, собранная автором, насчитывает 305 сделок IPO кредитных учреждений, совершенных с 2000 по декабрь 2020 г. Общая сумма привлеченных средств в ходе проведения IPO банков составляет 218 млрд долл. (рис. 1, 2).

Стоит отметить, что на рынке явно прослеживаются три волны IPO, характеризующиеся высоким объемом размещения акций, а также более высокой доходностью размещений в первый день торгов. Примечательно, что эти волны IPO совпали с общим ростом сделок IPO в указанные годы и не характерны только для банковского сектора. Данный факт соотносится с результатами исследования J. Helwege, N. Liang о том, что кластеризация IPO в отдельных отраслях не характерна для «горячего» или «холодного» рынка, а во время компании «горячего» рынка из разных отраслей стремятся провести размещение своих

акций на бирже [5]. Всего за данный период наблюдалось три волны IPO: 2005–2007, 2010–2011, 2014–2017 гг. [6].

Средний размер IPO кредитных учреждений за 20 лет составил 711 млн долл., а медианное значение — 150 млн долл. При этом средний размер сделки на развивающихся рынках значительно превышал средний объем привлеченных средств кредитными организациями из развитых стран — 1 100 млн долл. против 309 млн долл. Более того, средняя доходность первого дня торгов также выше у банков из развивающихся стран — 34% против 5%. Количество сделок объемом более 1 млрд долл. на развивающихся рынках составило 29 против 10 на развитых.

Более высокая доходность IPO компаний из развивающихся рынков характерна не только для банковской сферы. Согласно исследованию W. Mehmood, R.-M. Rashid, A. H. Tajuddin, доходность первого дня IPO компаний из развивающихся стран в среднем превосходила доходность IPO компаний из развитых стран [7]. Согласно исследованию K. R. Song и Y. Lee, средняя динамика IPO компаний из развитых стран составляла около 15%, в то время как средний показатель для компаний из развивающихся стран равнялся 60%. Стоит отметить, что наиболее высокую динамику показывали акции компаний из азиатского региона [8]. Результаты этих исследований также подтверждаются данными по банковским IPO (рис. 3).

В географическом разрезе основной объем привлечения средств в ходе IPO пришелся на Китай (рис. 3) — местные банки совокупно привлекли

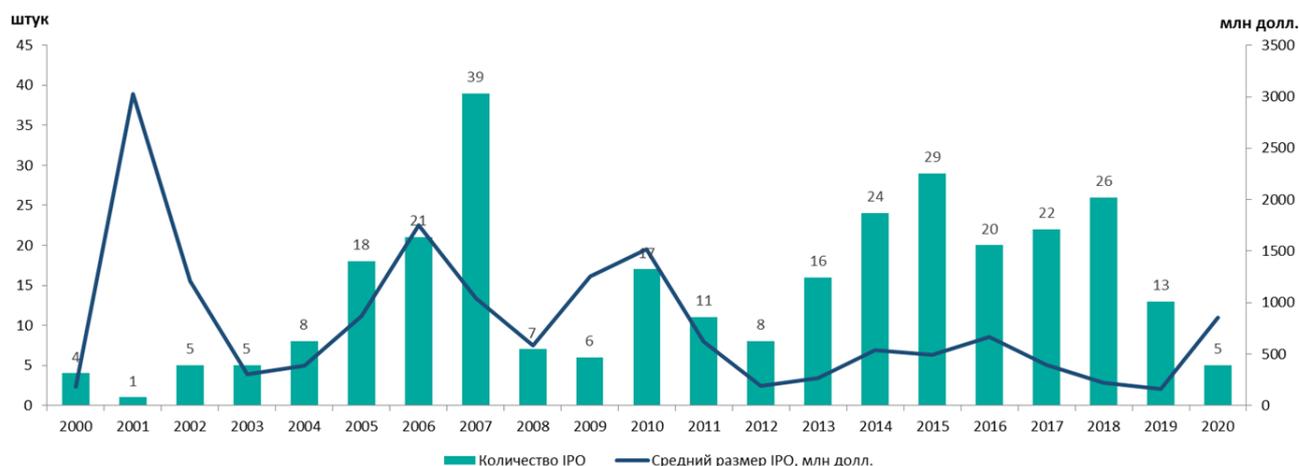


Рис. 2 / Fig. 2. Количество банковских IPO / Number of IPOs in banking

Источник / Source: CapitalIQ, PREQVECA. URL: www.capitaliq.com (дата обращения: 05.04.2021) / (accessed on 05.04.2021); URL: <http://www.preqveca.ru/placements/> (дата обращения: 21.03.2021) / (accessed on 21.03.2021).



Рис. 3 / Fig. 3. Доля рынка банковских IPO по странам за период 2000–2020 гг. / Share of IPO market in banking by country in 2000–2020

Источник / Source: построено автором на основе данных CapitalIQ, PREQVECA / built by the author based on data from CapitalIQ, PREQVECA. URL: www.capitaliq.com (дата обращения: 05.04.2021) / (accessed on 05.04.2021); URL: <http://www.preqveca.ru/placements/> (дата обращения: 21.03.2021) / (accessed on 21.03.2021).

около половины всего объема рынка банковских IPO, при этом была проведена 51 сделка, что составляет 16% от общего количества сделок в выборке (рис. 4). Китайские банки оказали значительное влияние на рынок банковских IPO, однако стоит отметить, что динамика размещений как китайских банков, так и банков в остальном мире совпадала с общемировыми волнами IPO, наблюдавшимися на рынке. Существуют различия в динамике размещений внутри самих волн, однако основной объем при-

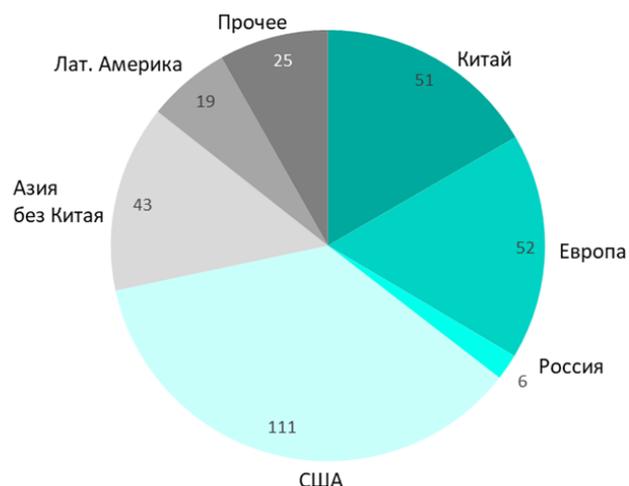


Рис. 4 / Fig. 4. Количество банковских IPO по странам за период 2000–2020 гг. / Number of IPOs in banking by country in 2000–2020

Источник / Source: построено автором на основе данных CapitalIQ, PREQVECA / built by the author based on data from CapitalIQ, PREQVECA. URL: www.capitaliq.com (дата обращения: 05.04.2021) / (accessed on 05.04.2021); URL: <http://www.preqveca.ru/placements/> (дата обращения: 21.03.2021) / (accessed on 21.03.2021).

влеченных средств пришелся на горячие рынки IPO (рис. 5).

Экономика Китая отличается высокими темпами роста и банки активно привлекали ресурсы через размещение акций на финансовых рынках. Китайские банки провели рекордные по объему сделки не только для банковского сектора, но и для всего рынка IPO на тот момент — Industrial and Commercial Bank of China и Agricultural Bank of China привлекли в ходе размещения акций более

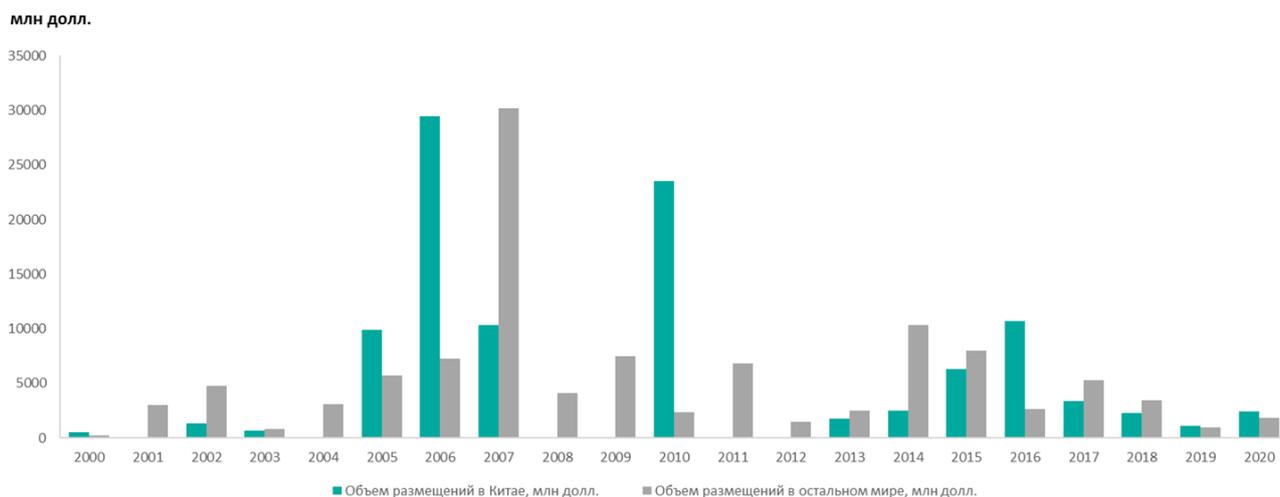


Рис. 5 / Fig. 5. Объем банковских IPO в Китае и в остальном мире / IPO volume in China and the rest of the world

Источник / Source: построено автором на основе данных CapitalIQ, PREQVECA / built by the author based on data from CapitalIQ, PREQVECA. URL: www.capitaliq.com (дата обращения: 05.04.2021) / (accessed on 05.04.2021); URL: <http://www.preqveca.ru/placements/> (дата обращения: 21.03.2021) / (accessed on 21.03.2021).

19 млрд долл. каждый. Средний размер сделки IPO в Китае за данный период составил 2 млрд долл., а медианное значение составило 700 млн долл., что значительно выше средних значений по рынку за данный период. Стоит отметить, что доходность первичных размещений китайских банков также значительно превосходила доходность IPO кредитных учреждений в остальном мире — средняя и медианная доходность составила 24 и 14% соответственно (рис. 6).

Выходу на биржу китайских банков предшествовал длительный процесс реформирования и реструктурирования кредитных учреждений. После вступления Китая в ВТО в 2002 г. правительство Китая взяло курс на либерализацию банковской сферы. Цель государственной политики в области банков заключалась в повышении эффективности работы банков в плане генерации прибыли и снижения уровня невозвратных кредитов. Многие банки имели на балансе высокий процент просроченных кредитов, объем которых мог достигать до 11–15% от активов. Большинство проблемных кредитов было передано в специально созданные фонды плохих активов, а сами банки докапитализированы за счет государственных резервов и выпуска государственных облигаций. Китайское правительство использовало инструмент IPO как эффективный способ для снижения доли участия государства в капитале кредитных учреждений. Данный процесс происходил в рамках либерализации локального рынка и реформирования финансового сектора с целью увеличения его стабильности и прозрачности. Другим фактором, увеличивавшим привлекательность

акций банковского сектора для инвесторов, а также прозрачность финансовой системы, являлось введение актуальных на данный период нормативов Базеля II [9–11].

Спрос на акции китайских кредитных учреждений во время выхода на IPO в основном был представлен локальными инвесторами и финансовыми институтами и значительно превосходил предложение — книги заявок часто переподписывались несколько раз, а зачастую и несколько десятков раз [11]. Стоит отметить, что столь высокие показатели доходности в первый день торгов акциями банков в Китае объясняются спецификой локального рынка и характерны не только для банковской сферы [12].

По количеству проведенных IPO первое место занимают США, однако в общем объеме привлеченных средств США находятся на 4-м месте. Основные крупнейшие банки США, как и в Европе, провели листинг на бирже еще до 2000 г., однако банковская система США характеризуется значительным количеством относительно крупных региональных банков, которые активно размещали свои акции на бирже. Наиболее ликвидный финансовый рынок и относительно низкие транзакционные издержки по выходу на биржу также способствовали привлечению финансирования с помощью инструмента IPO [13].

Однако средний размер сделок IPO в США является одним из самых низких — 153 млн долл., а медианное значение составляет всего 55 млн долл., что в 3 раза меньше средних значений по миру. Средняя доходность первого дня торгов акций банков на бирже в США составила 4%. Стоит

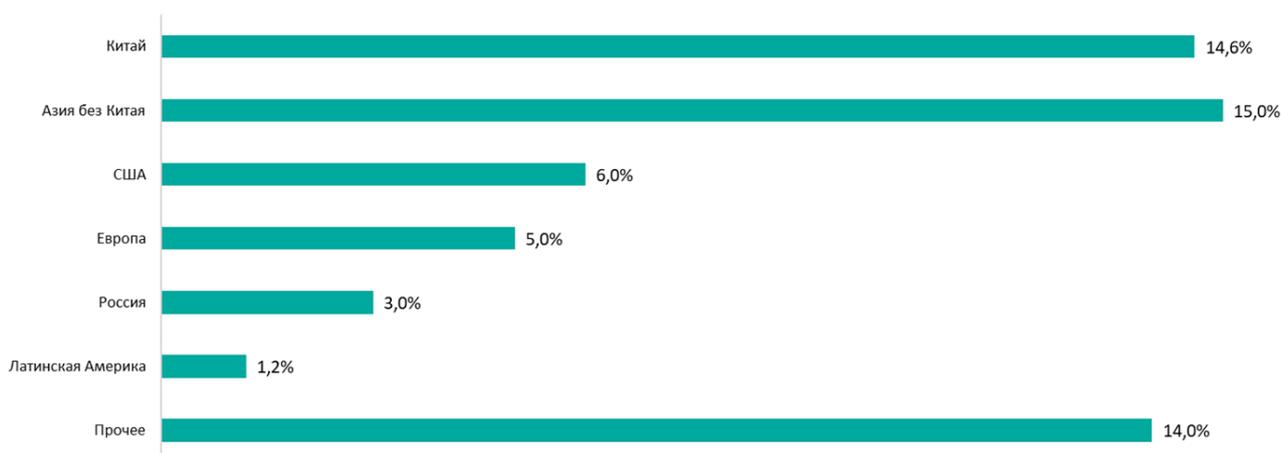


Рис. 6 / Fig. 6. Медианная доходность первого дня торгов банковских IPO / Median first-day return on IPOs in banking

Источник / Source: построено автором на основе данных CapitalIQ, PREQVECA / built by the author based on data from CapitalIQ, PREQVECA. URL: www.capitaliq.com (дата обращения: 05.04.2021) / (accessed on 05.04.2021); URL: <http://www.preqveca.ru/placements/> (дата обращения: 21.03.2021) / (accessed on 21.03.2021).

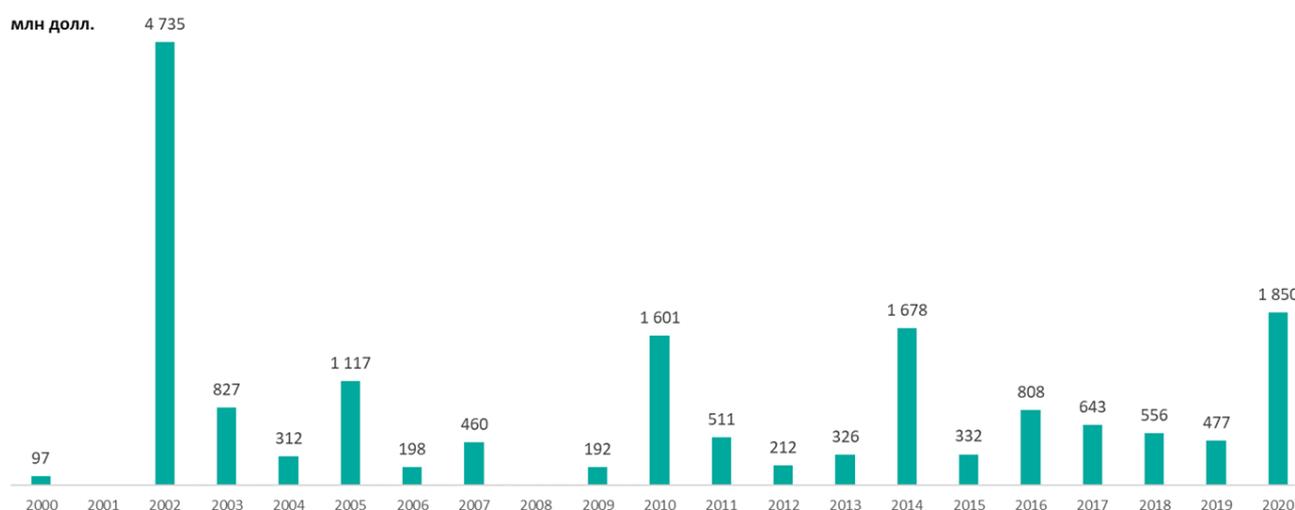


Рис. 7 / Fig. 7. Объем банковских IPO в США / IPO volume in the USA

Источник / Source: построено автором на основе данных CapitalIQ, PREQVECA / built by the author based on data from CapitalIQ, PREQVECA. URL: www.capitaliq.com (дата обращения: 05.04.2021) / (accessed on 05.04.2021); URL: <http://www.preqveca.ru/placements/> (дата обращения: 21.03.2021) / (accessed on 21.03.2021).

отметить, что в США количество IPO, в результате которых по окончании первого дня торгов акции банка эмитента опускались ниже цены размещения, достаточно велико — 26 сделок (23% всех сделок) и средняя просадка составила 21%. Примечательно, что американские банки достаточно стабильно выходили на рынок IPO, вне зависимости от состояния цикла рынка (рис. 7). Всего два американских банка привлекли в ходе IPO более 1 млрд долл. — CIT Group в 2002 г. разместил акции на 4 600 млн долл. и Eastern Bankshares в 2020 г. привлек 1 792 млн долл.

Европейские кредитные организации занимают заметную долю рынка банковских IPO за данный период, несмотря на тот факт, что основные крупнейшие размещения акций европейских банков прошли до 2000 г. (BNP в 1993 г., Banca Nazionale del Lavoro в 1998 г., Credit Lyonnais в 1999 г.). Совокупно европейские банки привлекли 33,5 млрд долл., среднее и медианное значение сделки составило 643 и 316 млн долл. соответственно, что близко к общемировым показателям и значительно больше показателей в США (рис. 8). Банковская система Европы менее концентрирована, чем в Китае, а также

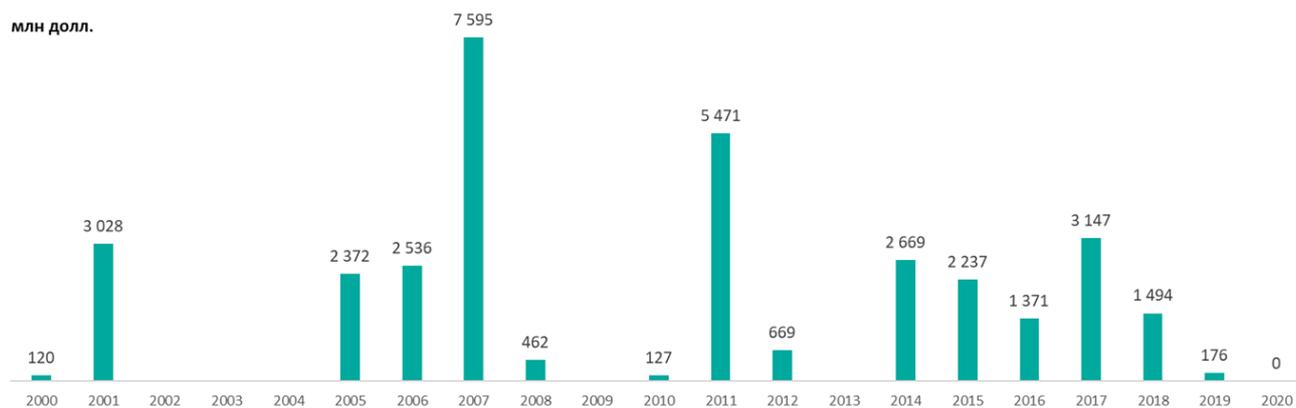


Рис. 8 / Fig. 8. Объем банковских IPO в Европе / IPO volume in the EU

Источник / Source: построено автором на основе данных CapitalIQ, PREQVECA / built by the author based on data from CapitalIQ, PREQVECA. URL: www.capitaliq.com (дата обращения: 05.04.2021) / (accessed on 05.04.2021); URL: <http://www.preqveca.ru/placements/> (дата обращения: 21.03.2021) / (accessed on 21.03.2021).

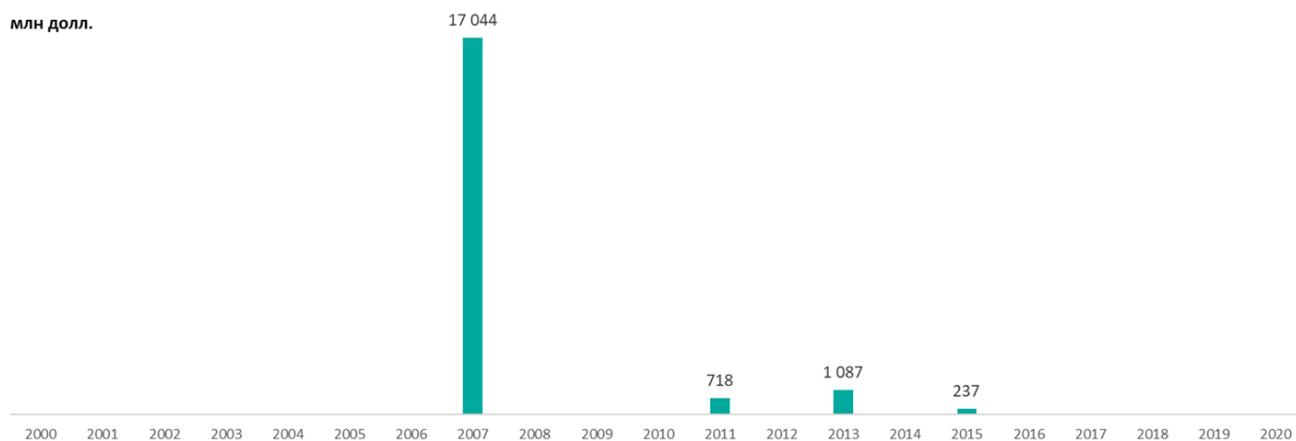


Рис. 9 / Fig. 9. Объем банковских IPO в России / IPO volume in Russia

Источник / Source: построено автором на основе данных CapitalIQ, PREQVECA / built by the author based on data from CapitalIQ, PREQVECA. URL: www.capitaliq.com (дата обращения: 05.04.2021) / (accessed on 05.04.2021); URL: <http://www.preqveca.ru/placements/> (дата обращения: 21.03.2021) / (accessed on 21.03.2021).

характеризуется достаточно большим количеством региональных банков.

Российские банки совокупно привлекли 19 млрд долл., основная часть из которых была привлечена в 2007 г., когда состоялось размещение акций Сбербанка, ВТБ, а также банка «Санкт-Петербург». В данный год на долю России в совокупном объеме рынка банковских IPO пришлось около 20% от всех привлеченных средств. Данные размещения прошли достаточно успешно, учитывая тот факт, что в первый день торгов цена акций кредитных организаций находилась выше цены размещения, однако доходность все равно была ниже средней по миру за данный период. После финансового кризиса только один банк, ведущий свою основную деятельность в России, провел IPO с размером более 1 млрд долл. — в 2013 г. Тинькофф привлек 1 080 млн

долл., разместив свои акции на Лондонской бирже. Последнее IPO в банковском секторе России за данный период произошло в 2015 г., когда банк МКБ разместил свои акции на сумму 237 млн долл (рис. 9).

Всего 6 российских банков провели листинг за анализируемый период на бирже, а 88% всех привлеченных средств пришлось на два банка: Сбербанк и ВТБ. Стоит отметить, что практически все размещения акций российских кредитных учреждений являлись успешными и банки смогли привлечь заявленные объемы денежных средств. Несмотря на более низкую доходность первого дня торгов по сравнению с мировыми значениями, средняя доходность для России составила 4,17%, медианная — 2,89% против 21% и 6,8% для мира соответственно. Акции лишь одного банка снизились ниже цены размещения по окончании первого

млн долл.



Рис. 10 / Fig. 10. Объем банковских IPO в Азии без Китая / IPO volume in Asia ex-China

Источник / Source: построено автором на основе данных CapitalIQ, PREQVECA / built by the author based on data from CapitalIQ, PREQVECA. URL: www.capitaliq.com (дата обращения: 05.04.2021) / (accessed on 05.04.2021); URL: <http://www.preqveca.ru/placements/> (дата обращения: 21.03.2021) / (accessed on 21.03.2021).

торгового дня — котировки НОМОС-банка (ФК Открытие) потеряли 0,5%.

Помимо китайских банков, высокую активность по выходу на IPO проявили кредитные организации из других стран Азиатского региона и прежде всего — из Японии (рис. 10). За данный период японские банки провели 9 IPO, совокупно разместив свои акции на 12 млрд долл. Стоит отметить, что средний размер IPO японских банков был достаточно высокий — 1,3 млрд долл., а медианное значение составило 480 млн долл. Примечательно, что крупнейшие размещения провели банки, основные акционеры которых были американские фонды прямых инвестиций — данные фонды покупали контрольные или блок-пакеты акций японских банков, находившихся на грани банкротства, и после глубокой реструктуризации проводили IPO.

IPO индийских банков отличались низким размером по сравнению с общемировыми показателями, среднее значение составило 171 млн долл. Всего 12 банков разместили свои акции на бирже за данный период, при этом активность индийских банков по выходу на IPO значительно возросла в последние 5 лет. Исследование А. В. Sinha, В. М. Singh, М. Singh [14] также указывает на увеличение количества IPO в Индии в последние несколько лет. Авторы связывают данное явление с достижением новых рекордных значений индексов на индийском фондовом рынке и высокими темпами роста экономики. Примечательно, что в то время как активность на рынке IPO с 2017 г. снижалась, на локальном рынке Индии наблюдалось увеличение количества IPO. Банковский сектор Индии имеет значительный потенциал по выходу на IPO, учитывая тот факт, что всего лишь 5 банков из топ-10 по величине активов

разместили свои акции на бирже, а также учитывая значительные темпы роста банковского сектора в последние годы и сохраняющиеся перспективы для развития. Совокупно банки из азиатского региона без учета Китая привлекли с помощью IPO за 20 лет 16,6 млрд долл. (рис. 10).

«ГОРЯЧИЕ» РЫНКИ IPO

В процессе IPO учувствуют несколько сторон, каждая из которых стремится реализовать свои цели. Задача компании-эмитента заключается в максимизации привлекаемых средств от реализации своих акций широкому кругу инвесторов. Несмотря на потенциальный конфликт интересов, цель андеррайтера во многом совпадает с целью компании-эмитента, так как от максимизации спроса и цены за акции компании зависит и доход самого андеррайтера. С точки зрения компании-эмитента и андеррайтера успешное IPO будет заключаться в полной аллокации продаваемых акций по оценке, устраивающей акционеров компании-эмитента. Для инвестора основная цель от участия в IPO заключается в получении дохода от покупки акций компании. Рост стоимости акций в течение торгов будет одним из основных факторов, определяющих успешность IPO для инвестора. Другими словами, успешная сделка IPO характеризуется балансом достижения целей всех вовлеченных сторон.

Во время «горячего» рынка шансы того, что цели всех сторон будут достигнуты, являются наивысшими, так как данные периоды отличаются высоким спросом на предлагаемые акции со стороны инвесторов, за счет чего достигается полная аллокация акций компании. Высокая доходность

акций компании в первый день торгов вызывает особое внимание как всех участвующих в процесс первичного публичного размещения сторон, так и научного сообщества [15].

Высокую доходность акций в первый день торгов принято связывать не только с высоким интересом инвесторов к акциям компании, но также и с целенаправленной недооценкой компании-эмитента в ходе IPO для обеспечения полной аллокации продаваемых акций. Несмотря на то что высокую доходность акций в первый день торгов можно интерпретировать как недополученные средства компанией-эмитентом, подобные размещения считаются успешными, так как в ходе IPO реализуется весь объем предлагаемых акций, а инвесторы получают доход от участия в размещении, что отвечает интересам всех вовлеченных сторон.

Многие авторы в процессе исследования проблем рынка первичных публичных размещений используют понятие «горячих» и «холодных» рынков IPO, однако необходимо отметить, что определение «горячих» рынков у исследователей разнится и зачастую авторы используют свою собственную методологию. Как правило, под «горячими» рынками IPO исследователи понимают ситуацию, в ходе которой цена акций компаний в первый день или месяц торгов характеризуется высоким ростом, а также количество компаний, выходящих на биржу, значительно увеличивается в короткий промежуток времени. Данные периоды отличаются повышенной склонностью инвесторов к риску, а также более высоким спросом на акции компаний-эмитентов. Учитывая цикличную природу рынков IPO, данный период представляет собой подъем волны IPO, за которым следует спад или «холодный» рынок. «Холодный» рынок отличается низкой доходностью акций компаний-эмитентов в первый день торгов, а также значительно более низким количеством сделок IPO.

R. G. Ibbotson и J. F. Jaffe определяют «горячий» рынок как ситуацию, в ходе которой средняя доходность в первый месяц торгов акций компаний, вышедших на биржу, аномально высокая по сравнению с доходностью рынка в целом. При этом стоит отметить, что доходность «холодных» рынков, согласно методологии авторов, не обязательно должна быть отрицательной [16].

К. Пензин выделяет три цикла на рынке IPO в зависимости от динамики цен в первый день торгов [17]:

- «горячий» рынок IPO — цена открытия более чем на 15% превышает цену размещения;

- «теплый» рынок IPO — цена открытия менее чем на 15% превышает цену размещения;
- «холодный» рынок IPO — цена открытия ниже цены размещения.

В данной работе под «горячими» рынками IPO понимается ситуация на рынке, в ходе которой объем IPO и медианная доходность первого дня торгов значительно увеличиваются по сравнению с предыдущим периодом.

Первая волна IPO наблюдалась в 2005–2007 гг., данный период являлся рекордным по объемам привлеченных средств не только для банковского сектора, но и для других отраслей. Данный период был обусловлен высокой склонностью инвесторов к риску на фоне позитивных ожиданий от роста мировой экономики [18, 19]. Медианная доходность первого дня торгов акций кредитных учреждений увеличилась в данный период до 10,2% против медианного значения за 20 лет в 6,8%.

Половина объема привлеченных средств в банковской сфере в данный период приходится на банки из Китая, которые совокупно привлекли 50 млрд долл. Стоит отметить, что в данный период прошли самые большие размещения акций российских банков: IPO Сбербанка и ВТБ на общую сумму 17 млрд долл.

Несмотря на горячий рынок IPO в данный период, динамика цен акций российских банков в первый день торговли на бирже после размещения оказалась хуже рынка — медианная доходность размещений российских банков составила 4%, что ниже медианной доходности для первичных размещений акций кредитных организаций за данный период в 10%.

Данная волна IPO характеризуется тем, что 80% сделок в данный период были проведены кредитными учреждениями из развивающихся рынков. Медианная доходность IPO в первый день торгов для сделок из развивающихся рынков в 2005–2007 гг. была также значительно выше медианной доходности IPO банков из развитых стран — 14,3% против 7%. Примечательно, что в данный период разместили свои акции 10 банков из Бразилии и 9 размещений прошло в 2007 г., учитывая, что за 20 лет всего 12 бразильских банков вышли на биржу. Однако, несмотря на высокое количество размещений бразильских банков, нельзя назвать данные IPO удачными, так как доходность большинства размещений была отрицательной в первый день торгов, а медианная доходность составила 0%.

После финансового кризиса 2008 г. количество IPO кредитных организаций значительно сократилось и рынку потребовалось несколько лет, чтобы

вернуться на докризисные уровни. Однако стоит отметить, что, несмотря на низкий совокупный объем привлеченных средств, первичные размещения акций банков, проходившие в 2008–2009 гг., в целом были успешны — из 13 сделок в данный период только 3 размещения завершили первый торговый день в отрицательной зоне.

Исследование R. Li, W. Liu, Y. Liu, S.-B. Tsai, а также работа С.-Y. Hsu, J. Yu, S.-Y. Wen подтверждают тот факт, что доходность акций компаний в первый день размещения их на бирже значительно упала после финансового кризиса 2008 г., а восстановление рынка IPO заняло около 3-х лет [20, 21].

Вторая волна IPO произошла в 2010 г. и продолжалась всего один год. Объем привлеченных средств и количество сделок увеличилось в несколько раз по сравнению с предыдущими годами, однако почти 75% всех привлеченных средств в этот год пришлось на размещение Agricultural Bank of China, который привлек 19,2 млрд долл. Стоит отметить, что данная волна также не была характерна только для банковского сектора: данные, собранные в работе U. Güçbilmez, демонстрируют значительный рост сделок IPO и в других секторах по всему миру в период 2010–2011 гг. [22].

Данный подъем рынка объяснялся восстановлением глобальной экономики после финансового кризиса 2008 г., а также отложенным выходом на биржу компаний, планировавших первичное размещение акций до кризиса. В данный период восстановились и достигли новых рекордов основные мировые фондовые индексы, а также усилилась склонность инвесторов к риску, что увеличивало шансы компаний на успешное размещение акций на бирже. Однако такие события, как военный конфликт в Ливии, долговой кризис в ЕС на фоне проблем в Греции, а также авария на атомной станции в Японии, усилили волатильность и оказали негативное влияние на рынок, что привело к изменению настроений инвесторов и завершению «горячего» периода на рынке IPO. «Холодный» рынок IPO продлился до 2014 г. и характеризовался значительным падением как общего объема сделок, так и средней величины сделки IPO в банковском секторе. Данный спад также совпал с долгосрочным снижением цен на товарно-сырьевом рынке, что снизило склонность инвесторов к риску [23, 24].

Третья волна IPO проходила в период 2014–2017 гг. Данная волна первичных размещений акций характеризуется более низкими объемами привлеченных средств по сравнению с «горячим» рынком 2004–2007 гг. — всего в данный период банками было привлечено 49 млрд долл. Как и в пре-

дыдущие периоды основная доля привлеченных средств пришла на Китай — местные банки совокупно привлекли 22 млрд долл. Данные, собранные в статье M. Á. Acedo-Ramírez, A. C. Díaz-Mendoza, F. J. Ruiz-Cabestre [23], а также Л. В. Токун, А. Г. Берг [25] указывают на наличие «горячего» рынка в мире в период с 2014 по 2017 г.

Данная волна IPO была вызвана общим подъемом фондового рынка после спада, наблюдавшегося в 2012–2013 гг. Начало «горячего» рынка пришлось на успешное проведение крупнейшего в мире размещения акций китайской компании Alibaba на 25 млрд долл., за которым последовал общий подъем активности на рынке IPO. Статистика также показывает, что большинство размещений в данный период пришлось на азиатские рынки, и наибольший рост пришелся на рынки Китая и Индии [26].

Несмотря на горячий рынок IPO, данный период характеризовался значительным количеством геополитических рисков как в Европе, так и в США и на Ближнем Востоке, что часто приводило к переносу сделок IPO и усиливало волатильность фондовых индексов. Такие факторы, как первое за 20 лет снижение роста ВВП Китая ниже 7%, выход Великобритании из ЕС, значительное падение цены на нефть, а также президентские выборы в США, оказали значительное влияние на рынок в данный период. Ожидание замедления темпов роста мировой экономики привело к стагнации на фондовом рынке и к снижению числа IPO.

С 2017 по 2020 г. наблюдалось снижение объемов в денежном выражении размещений акций кредитных организаций, несмотря на сохраняющееся высокое количество сделок. Данное снижение во многом также было вызвано геополитическими факторами, прежде всего выходом Великобритании из Евросоюза и опасениями инвесторов по поводу дальнейших перспектив роста экономики ЕС.

Банки из Китая продолжили занимать доминирующее положение на рынке банковских IPO — всего за данный период было проведено 16 сделок по размещению акций китайских банков на общую сумму в 9,2 млрд долл. В данный период на рынке IPO активизировались кредитные учреждения из США, количество размещений которых составило 27, но средний размер сделок оставался также сравнительно низким — 130 млн долл.

Обострение эпидемиологической ситуации ввиду распространения COVID-19 во всем мире и ввод повсеместных карантинных мер привели к снижению сделок IPO. Несмотря на сложную ситуацию в мире, во второй половине 2020 г. на фоне увеличения ликвидности на фондовом рынке

в результате значительных вливаний со стороны регуляторов наблюдалось восстановление фондовых индексов, и два банка из Китая и США успешно провели крупные размещения своих акций на сумму 1,7 млрд долл. каждый.

С восстановлением экономики и ускорением инфляции во всем мире ожидается, что центробанки могут начать сворачивать программы монетарного стимулирования экономики, что приведет к росту процентных ставок, что, в свою очередь, может позитивно сказаться на прибылях банков [27].

Стоит отметить, что большинство крупнейших банков из развивающихся стран также провели первичные размещения своих акций на бирже за последние 20 лет, однако до сих пор остается большой потенциал для размещения акций банков из Азиатского региона. Кроме того, в настоящее время активно развиваются финансовые технологии, и стартапы из данного сектора являются прямыми конкурентами классических банков, так как зачастую имеют банковские лицензии. Размещение акций компаний из данного сектора может стать следующим этапом развития рынка IPO кредитных учреждений.

В России всего 6 банков провели размещение своих акций на бирже, из них 3 кредитные организации входят в топ-10 крупнейших банков по активам, что говорит о сохраняющемся потенциале для проведения сделок IPO, учитывая высокий уровень развития банковского сектора в стране. Одним из возможных вариантов развития рынка банковских IPO в России может стать листинг банков, прошедших санацию ЦБ.

ВЫВОДЫ

Привлечение средств через сделки IPO является одним из наиболее привлекательных источников финансирования для кредитных учреждений в условиях все более строгих требований к достаточности капитала и необходимости дополнительных средств для увеличения кредитного портфеля.

Банки с развивающихся рынков привлекли в ходе первичных публичных размещений наибольший объем средств за данный период — 156 млрд долл. Развивающиеся рынки показывали высокие темпы роста экономики, чем была обусловлена высокая потребность кредитных организаций в дополнительных финансовых ресурсах. Кроме того, лидерство в привлечении капитала банков с развивающихся рынков также объясняется тем фактом, что основные крупнейшие банки из США и Европы провели

первичные размещения своих акций на бирже еще до 2000 г.

Наибольший объем привлеченных средств пришелся на банковский сектор Китая — местные банки совокупно привлекли 106 млрд долл. В данный период проходил активный процесс либерализации китайского финансового сектора, а Китай использовал механизм IPO как эффективный способ повысить эффективность и прозрачность банковской системы страны, а также снизить долю участия государства в экономике. Несмотря на тот факт, что крупнейшие банки Китая уже провели IPO, данный рынок сохраняет свой потенциал ввиду быстрого роста финансового сектора и наличия большого числа крупных региональных банков. Даже в периоды кризиса китайские банки занимали лидирующую позицию на рынке банковских IPO.

Доходность размещений кредитных организаций с развивающихся рынков также оказалась выше, чем у банков из развитых стран — медианная доходность первого дня размещения для развивающихся рынков составила 10% против 5,5% для развитых стран. Наибольшую доходность первого дня торгов IPO также показали китайские банки — медианное значение доходности первого дня торгов составило за данный период 14,7%.

За данный период на рынке IPO кредитных организаций наблюдалось 3 волны IPO, которые характеризовались более высокими объемами размещения акций, а также более высокой доходностью в первый день размещения. Стоит отметить, что данные волны IPO были характерны не только для банковского сектора, а для всего рынка первичных публичных размещений в целом, что подтверждает теорию J. Helwege, N. Liang об отсутствии кластеризации в отдельных отраслях при формировании «горячего» рынка IPO. Банковские IPO имеют высокую связь с общим настроением на рынке первичных публичных размещений, и кластеризация IPO в отдельные периоды только в банковской сфере на протяжении исследуемого периода не наблюдалась.

Размещение акций банков в период «горячего» рынка является более перспективным с точки зрения успешного проведения сделки, учитывая тот факт, что доходность и объем размещений в данные периоды значительно увеличивается, что подтверждает выводы R. G. Ibbotson, J. F. Jaffe [16] о том, что компания-эмитент получает наибольший доход от продажи акций в период, следующий за периодом низкой доходности на рынке, т.е. в период «горячего» рынка. Медианная доходность для банковского

сектора в период «горячего» рынка составляет 8,3%, против 4,5% в периоды «холодного» рынка, а медианный размер привлеченных средств составляет 175 млн долл., что также значительно превышает медианный объем в период «холодного» рынка, равный 112 млн долл.

За последние 20 лет свои акции разместили на бирже большинство крупнейших банков из Азиатского региона, однако до сих пор остается большой потенциал для проведения IPO кредитных организаций из СНГ, Индии, а также ряда быстрорастущих стран Азиатского региона. Финтех компании, которые зачастую становятся прямыми конкурентами банков, также могут стать точкой роста рынка IPO кредитных учреждений.

Дальнейшие перспективы работы над данной темой включают анализ оценок стоимости кредитных организаций при размещении своих акций на бирже по мультипликатору P/B (Price to book value)

и сравнение данного показателя в зависимости от периода рынка. Данный анализ позволит проверить гипотезу о том, что размещение акций компании в период «горячего» рынка является более перспективным с точки зрения текущих акционеров компании, так как вероятность успешного проведения сделки IPO по более высоким мультипликаторам в данный период увеличивается вслед за общей оценкой рынка.

Другим развитием данной темы является анализ сделок SPO (Secondary public offering – вторичное размещение акций) кредитных организаций. Анализ сделок SPO позволит проверить гипотезу о том, что банки, чьи акции уже котируются на бирже, продолжают прибегать к размещению своих акций как к инструменту финансирования своей деятельности уже после проведения IPO, а также позволит проверить корреляцию объемов SPO и фазы рынка.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S. The financial accelerator and the flight to quality. *The Review of Economics & Statistics*. 1996;78(1):1–15. DOI: 10.2307/2109844
2. Golubeva O., Duljic M., Keminen R. The impact of liquidity risk on bank profitability: Some empirical evidence from the European banks following the introduction of Basel III regulations. *Accounting and Management Information Systems*. 2019;18(4):455–485. DOI: 10.24818/jamis.2019.04001
3. Albertazzi U., Gambacorta L. Bank profitability and the business cycle. *Journal of Financial Stability*. 2009;5(4):393–409. DOI: 10.1016/j.jfs.2008.10.002
4. Richter B., Zimmermann K. The profit-credit cycle. *SSRN Electronic Journal*. 2019. DOI: 10.2139/ssrn.3292166
5. Helwege J., Liang N. Initial public offerings in hot and cold markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2004;39(3):541–569. DOI: 10.1017/S 0022109000004026
6. Dicle M., Levendis J. IPO activity and market volatility. *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*. 2018;7(1):2–13. DOI: 10.1108/JEPP-D-17-00017
7. Mehmood W., Rashid R.-M., Tajuddin A.H. A review of IPO underpricing: Evidences from developed, developing and emerging markets. *Journal of Contemporary Issues and Thought*. 2021;11(1):1–19. URL: <https://ejournal.upsi.edu.my/index.php/JCIT/article/view/5504/3067>
8. Song K.R., Lee Y. Long-term effects of a financial crisis: Evidence from cash holdings of East Asian firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2012;47(3):617–641. DOI: 10.1017/S 0022109012000142
9. Allen F., Qian J., Shan S.C., Zhao M. The IPO of Industrial and Commercial Bank of China and the ‘Chinese Model’ of privatizing large financial institutions. *The European Journal of Finance*. 2014;20(7–9):599–624. DOI: 10.1080/1351847X.2012.671780
10. Jiang C., Yao S. Banking reform and efficiency in China: 1995–2008. *SSRN Electronic Journal*. 2010. DOI: 10.2139/ssrn.1601230
11. McGuinness P.B., Keasey K. The listing of Chinese state-owned banks and their path to banking and ownership reform. *The China Quarterly*. 2010;201:125–155. DOI: 10.1017/S 030574100999110X
12. Azevedo A., Guney Y., Leng J. Initial public offerings in China: Underpricing, statistics and developing literature. *Research in International Business and Finance*. 2018;46:387–398. DOI: 10.1016/j.ribaf.2018.04.011
13. U-Din S., Tripe D.W.L., Kabir H. Market power and efficiency in banking: The case of USA and Canada. *SSRN Electronic Journal*. 2018. DOI: 10.2139/ssrn.3118703
14. Sinha A.B., Singh B.M., Singh M. India’s IPO listing scenario and post listing IPO performance with a special emphasis on banking and non-banking financial companies. *NCRD’s Business Review*. 2019;4(1). URL: <http://ncrdsims.edu.in/site/views/pdfs/Business%20Review%202019/1.%20INDIA%E 2%80%99S%20IPO%20 LISTING%20SCENARIO%20AND%20POST%20LISTING%20IPO%20PERFORMANCE%20WITH%20A%20>

- SPECIAL%20EMPHASIS-ON-BANKING-AND-NON-BANKING-FINANCIAL-COMPANIES-%20Akinchan-Singh-Sinha.pdf
15. Беляев В. А. Цикличность на рынке IPO: история и факторы возникновения. *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2021;14(2):190–207. DOI: 10.24891/fa.14.2.190
Belyaev V. A. The cyclical behavior of the IPO market: History and drivers. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Science and Experience*. 2021;14(2):190–207. (In Russ.). DOI: 10.24891/fa.14.2.190
 16. Ibbotson R. G., Jaffe J. F. “Hot issue” markets. *The Journal of Finance*. 1975;30(4):1027–1042. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1975.tb01019.x
 17. Пензин К. В. На пути к российским IPO. *Деньги и кредит*. 2005;(6):51–61.
Penzin K. V. Towards IPO in Russia. *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2005;(6):51–61.
 18. Du D., Zhao X. Financial investor sentiment and the boom/bust in oil prices during 2003–2008. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 2017;48(2):331–361. DOI: 10.1007/s11156-016-0553-5
 19. Greenwood R., Shleifer A. Expectations of returns and expected returns. *The Review of Financial Studies*. 2014;27(3):714–746. DOI: 10.1093/rfs/hht082
 20. Li R., Liu W., Liu Y., Tsai S.-B. IPO underpricing after the 2008 financial crisis: A study of the Chinese stock markets. *Sustainability*. 2018;10(8):2844. DOI: 10.3390/su10082844
 21. Hsu C.-Y., Yu J., Wen S.-Y. The analysts' forecast of IPO firms during the global financial crisis. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 2013;3(3):673–682. URL: <http://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/420/pdf>
 22. Güçbilmez U. IPO waves in China and Hong Kong. *International Review of Financial Analysis*. 2015;(40):14–26. DOI: 10.1016/j.irfa.2015.05.010
 23. Acedo-Ramírez M.Á., Díaz-Mendoza A. C., Ruiz-Cabestre F. J. IPO underpricing in the second and main markets: The case of the London Stock Exchange. *International Finance*. 2019;22(1):103–117. DOI: 10.1111/inf.12137
 24. Drechsel T., Tenreyroab S. Commodity booms and busts in emerging economies. *Journal of International Economics*. 2018;112:200–218. DOI: 10.1016/j.jinteco.2017.12.009
 25. Токун Л. В., Берг А. Г. Выбор «окна времени» при проведении IPO российских компаний. *Вестник Университета (Государственный университет управления)*. 2020;(3):111–117. DOI: 10.26425/1816-4277-2020-3-111-117
Tokun L. V., Berg A. G. Choice of “time window” in carrying out IPO of Russian companies. *Vestnik Universiteta (Gosudarstvennyi universitet upravleniya)*. 2020;(3):111–117. (In Russ.). DOI: 10.26425/1816-4277-2020-3-111-117
 26. Shmarlovskaya G., Nichkasova Y., Sadvokasova K. Trends, problems and prospects of the IPO's market development. *Bulletin of National Academy of Sciences of the Republic of Kazakhstan*. 2018;4(374):86–98.
 27. Bordo M. D., Levy M. D. Do enlarged fiscal deficit cause inflation? The historical record. *Economic Affairs*. 2021;41(1):59–83. DOI: 10.1111/ecaf.12446

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Владимир Андреевич Беляев — соискатель на базовой кафедре Газпромбанка «Экономика и банковский бизнес» Международного института энергетической политики и дипломатии, МГИМО МИД России, Москва, Россия

Vladimir A. Belyaev — post-graduate student at the Department of Gazprombank “Economics and Banking Business”, International Institute of Energy Policy and Diplomacy, MGIMO University (Moscow State Institute of International Relations), Moscow, Russia
v.a.belyaev@gmail.com

Статья поступила в редакцию 18.05.2021; после рецензирования 01.06.2021; принята к публикации 17.08.2021.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 18.05.2021; revised on 01.06.2021 and accepted for publication on 17.08.2021.

The author read and approved the final version of the manuscript.