

DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-5-173-186
 УДК 336.764.061(045)
 JEL D82, G24, G15, E22

Анализ динамики сделок IPO: географический и отраслевой аспекты

В.А. Беляев

МГИМО МИД России, Москва, Россия

АННОТАЦИЯ

IPO (первичное публичное размещение) является широко распространенным инструментом финансирования в мире, однако в научном сообществе недостаточно внимания уделяется анализу динамики рынка IPO. **Цель** статьи заключается в выявлении отсутствия кластеризации в отдельных отраслях во время «горячих» рынков IPO на горизонте с января 1990 по декабрь 2022 г., а также выявление волн IPO на рынке Китая. **Методология** исследования включала аналитические методы сбора и обработки информации, сравнительный, а также графический анализ базы данных, собранной автором и состоящей из более чем 16 000 сделок IPO с объемом размещения более 50 млн долл. США. В ходе исследования произведено сравнение динамики сделок IPO в Китае и в остальном мире, проведен отраслевой и географический анализ, а также предложены объяснения различий в динамике. Идентифицированы волны IPO на анализируемом горизонте и дано объяснение причинам их формирования. Компании по всему миру активно привлекали финансирование через сделки по первичному публичному размещению акций за анализируемый период, совокупно разместив свои акции на сумму более 5 трлн долл. Основной объем средств привлекли компании из развитых стран, однако в последнее десятилетие динамика рынка IPO демонстрирует значительное увеличение доли Китая и развивающихся стран. За данный период на рынке IPO наблюдалось 5 волн IPO, характеризующихся значительным ростом объемов размещения и доходности первого дня торгов. Сделан **вывод** о том, что кластеризация на рынке первичных публичных размещений акций не являлась характерной только для определенных секторов, а совпала с глобальным ростом числа сделок и доходности IPO, а кластеризация на китайском рынке IPO совпадает с динамикой общемирового рынка первичных публичных размещений.

Ключевые слова: IPO; циклы IPO; первичное публичное размещение; кластеризация

Для цитирования: Беляев В.А. Анализ динамики сделок IPO: географический и отраслевой аспекты. *Финансы: теория и практика*. 2024;28(5):173-186. DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-5-173-186

ORIGINAL PAPER

IPO Market Dynamics: Geographical and Sectoral Dimensions

V.A. Belyaev

Moscow State Institute of International Relations (MGIMO University), Moscow, Russia

ABSTRACT

The IPO (Initial Public Offering) is a widely used financing tool worldwide, but the scientific community has not extensively analyzed the dynamics of the IPO market. **The purpose** of the paper is to identify the absence of clustering in certain industries during “hot” IPO markets from January 1990 to December 2022, as well as to identify IPO waves in the Chinese market. The research **methodology** included analytical methods for collecting and processing information, comparative and graphical analysis of an author-collected database covering over 16,000 IPO transactions with a placement size of over 50 million USD. The study includes a comparison of IPO transactions in China and the rest of the world, as well as an industry and geographical analysis, with explanations for differences in dynamics. The paper also illustrates IPO waves on the analyzed horizon and explains why they formed. Companies globally raised over 5 trillion dollars through IPO transactions during the analyzed period, with developed countries raising the majority of funds. However, the dynamics of the IPO market show a significant increase in China's and developing countries' share in the last decade. During this period, five IPO waves occurred, characterized by significant growth in placement volumes and first-day trading returns. It has been **concluded** that clustering in the IPO market was not specific to certain sectors, but coincided with the global increase in the number of transactions and IPO returns, while clustering in the Chinese IPO market coincided with the dynamics of the global IPO market.

Keywords: Initial Public Offering (IPO); IPO cycles; IPO Waves; IPO clustering

For citation: Belyaev V.A. IPO market dynamics: Geographical and sectoral dimensions. *Finance: Theory and Practice*. 2024;28(5):173-186. In Russ. DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-5-173-186

ВВЕДЕНИЕ

Первичная публичная продажа акций широко-му кругу инвесторов (IPO, от англ. Initial Public Offering) является важным инструментом управления структурой капитала, а также знаковым этапом в развитии компании. Более того, сделки IPO также представляют высокий интерес как для розничных, так и институциональных инвесторов ввиду того, что доходность первого дня IPO иногда может составлять несколько десятков, а иногда и сотен процентов.

Рынок IPO за последние 30 лет претерпел ряд значительных изменений — вслед за ускорением процесса глобализации с 1990-х все большую роль на рынке IPO стали играть развивающиеся экономики. Китай стал крупнейшим финансовым центром азиатского региона, а доля китайских компаний в определенные годы на рынке IPO превышала 50% в объеме привлеченных средств. Кроме того, опережающее развитие технологий также оказало значительное влияние на структуру рынка IPO — доля компаний технологического сектора стабильно растет в объеме привлеченных средств.

Растет количество компаний, размещающих свои акции на бирже, общий объем привлеченных средств стабильно растет и в 2021 г. достиг своего рекордного размера — 600 млрд долл. США. В данной статье уделяется основное внимание критическому анализу динамики рынка IPO в период с 1990 по 2022 г. Кроме того, отдельно рассматривается формирование так называемых «горячих» рынков IPO в данный период.

Различным аспектам рынка IPO посвящены работы ряда экономистов, таких как F. Bancel [1], J. Brau [2], S. Benninga [3], однако вопросу анализа общей динамики рынка IPO на современном горизонте уделяется крайне мало внимания, несмотря на рекордный объем рынка IPO в последние годы, а основной фокус обращен на региональные рынки IPO.

ОБЗОР ИССЛЕДОВАНИЙ

Привлечение дополнительного капитала для финансирования деятельности компании или получение текущими акционерами возможности выхода из капитала компании могут являться не единственными мотивами проведения IPO. Согласно исследованию F. Bancel и U. Mittoo, проведенному среди финансовых директоров европейских компаний, такие факторы, как повышение узнаваемости и престижа компании, а также финансирование проектов

роста являются наиболее частыми целями проведения IPO. Стоит отметить, что в зависимости от размера компании и страны ведения бизнеса мотивация компаний может отличаться. Например, менеджеры крупных европейских компаний выделяют внешний мониторинг за деятельностью компании со стороны аналитиков и инвесторов как основное преимущество котирования на бирже, в то время как небольшие фирмы выходят на биржу в первую очередь для привлечения капитала для развития. Примечательно, что руководители компаний в США считают, что внешний мониторинг — это не преимущество, а основная издержка листинга на бирже. Кроме того, финансовые директора указывают на такие выгоды листинга, как возможность текущих акционеров выйти из капитала компании, а также снизить стоимость заемного финансирования компании [1].

Похожее исследование провели J. C. Brau, P. A. Ryan, I. DeGraw, в котором авторы попытались раскрыть мотивацию компаний по выходу на IPO. В своей работе они проводят опрос 380 финансовых директоров компаний, разместивших свои акции на бирже в период с 1996 по 2002 г. По результатам опроса был сформирован перечень основных причин выхода на биржу, среди которых авторы выделяют две основные: желание повысить прозрачность и улучшить репутацию компании, а также наличие подходящего времени по выходу на рынок. Иными словами, менеджмент компаний принимал решение по выходу на IPO в зависимости от наличия «горячего» рынка и возможности разместить акции компании по максимальной цене [2].

Однако стоит отметить, что ряд исследований показал, что потребность в капитале зачастую не является основной причиной, по которой компании принимают решение выйти на IPO. S. Benninga, M. Helmantel и O. Sarig в своем исследовании демонстрируют, что необходимость в привлечении средств для финансирования капитальных затрат часто не является достаточным основанием для размещения компанией своих акций на бирже [3]. Выводы, сделанные в работе W. Kim и M. S. Weisbach, также подтверждают данную гипотезу: компании зачастую склонны выходить на IPO не с целью привлечения финансирования для реализации инвестиционных проектов, а для использования конъюнктуры рынка с целью продажи своих акций по завышенной цене [4]. Аналогичные выводы делает также и A. Alt. Результаты исследования автора подтверждают

тот факт, что компании выходили на рынок для того, чтобы воспользоваться удачным моментом для привлечения финансирования на выгодных условиях в момент «горячего» рынка [5].

Однако, несмотря на все названные преимущества проведения листинга на бирже, данный процесс связан также со значительными прямыми и косвенными издержками.

К прямым издержкам относятся: комиссионное вознаграждение организаторов размещения (инвестиционных банков, юридических консультантов, аудиторов и т.д.); листинговые взносы; издержки на техническую подготовку компании к листингу (подготовка специальных отчетов, создание департамента по взаимодействию с инвесторами, привлечение независимых директоров и т.д.).

К косвенным издержкам относятся: время топ-менеджмента, потраченное на подготовку к IPO; недооценка акций компании при выходе на биржу.

К издержкам, которые несет компания после выхода на биржу, относятся: затраты на взаимодействие с миноритарными акционерами (возможные судебные тяжбы, «инвестиционный активизм»); комиссия биржи; затраты на департамент IR; время топ-менеджмента, потраченное на взаимодействие с инвесторами. Кроме того, стоит учитывать, что длительный процесс подготовки к IPO не гарантирует его успешного проведения.

R. G. Ibbotson и J. F. Jaffe первыми обратили внимание на кластеризацию сделок на рынке первичных размещений акций компаний. Авторы определяют «горячий» рынок как ситуацию на рынке, когда средняя доходность акций компаний, вышедших на IPO, в первый месяц торгов аномально высокая по сравнению с доходностью рынка в целом [6].

В научной литературе значительное внимание уделяется вопросу «горячих» волн IPO, однако до сих пор нет единого мнения о причинах их возникновения. Многочисленные исследования посвящены взаимосвязи «горячих» рынков IPO и динамике фондового рынка. Например, L. Pastor и P. Veronesi предприняли попытку объяснить изменение количества IPO в зависимости от доходности фондового рынка и прибыльности компаний. Авторы пришли к выводу, что «горячим» волнам IPO предшествует более высокая доходность фондового рынка по сравнению с холодными периодами на рынке IPO [7]. Работа F. Batnini и M. Hammami подтверждает наличие положительной связи между динамикой фондового рынка и количеством сделок IPO — рост фондового рынка

на протяжении 6 месяцев положительно влияет на принятие решений о подготовке компании к IPO [8].

Другая важная переменная, влияние которой на рынок IPO исследовалось также достаточно часто, — динамика экономического роста. Основная гипотеза, которую стремились обосновать и проверить авторы, заключалась в том, что во время высокого роста экономики компании нуждаются в дополнительном финансировании и используют размещение акций на бирже в качестве источника средств для увеличения производственных мощностей. В своей работе M. Lowry анализирует связь между количеством IPO, динамикой ВВП, ростом реальных инвестиций, изменением числа компаний, а также реальным средним темпом роста выручки. Согласно результатам исследования, данные факторы являются значимыми и при объяснении динамики объемов IPO [9].

Многие исследователи темы цикличности рынка IPO связывают формирование «горячих» рынков с увеличением склонности инвесторов к риску [8, 10–12]. Рост доходности первого дня во время «горячих» рынков является косвенным подтверждением более высокой склонности к риску среди инвесторов. Кроме того, удачное размещение одной компании может подтолкнуть к выходу на IPO другие компании из данного сектора [13].

АНАЛИЗ ДИНАМИКИ РЫНКА IPO

Для проведения детального анализа рынка первичных публичных размещений компаний автор сформировал базу данных, которая включает в себя ключевую информацию о проведенных сделках: название компании, дату проведения сделки, географическую принадлежность компании, сектор экономики, размер размещения и доходность первого дня. База данных включает в себя IPO с размером размещения более 50 млн долл. Источником информации являлась система Bloomberg Terminal и база данных PREQVECA. Общее число сделок в используемой базе составило 16 тыс. на общую сумму 5376 млрд долл.

За анализируемый период на рынке наблюдалось 5 «горячих» волн IPO — периодов, когда объем привлеченных средств, а также количество сделок IPO значительно увеличивалось по сравнению с предыдущими периодами (рис. 1). Средняя продолжительность таких «горячих» волн IPO составляла 2 года. Такие переменные, как доходность первого дня, а также средний размер сделки IPO также имели тенденцию к увеличению во время «горячих» рынков (рис. 2).

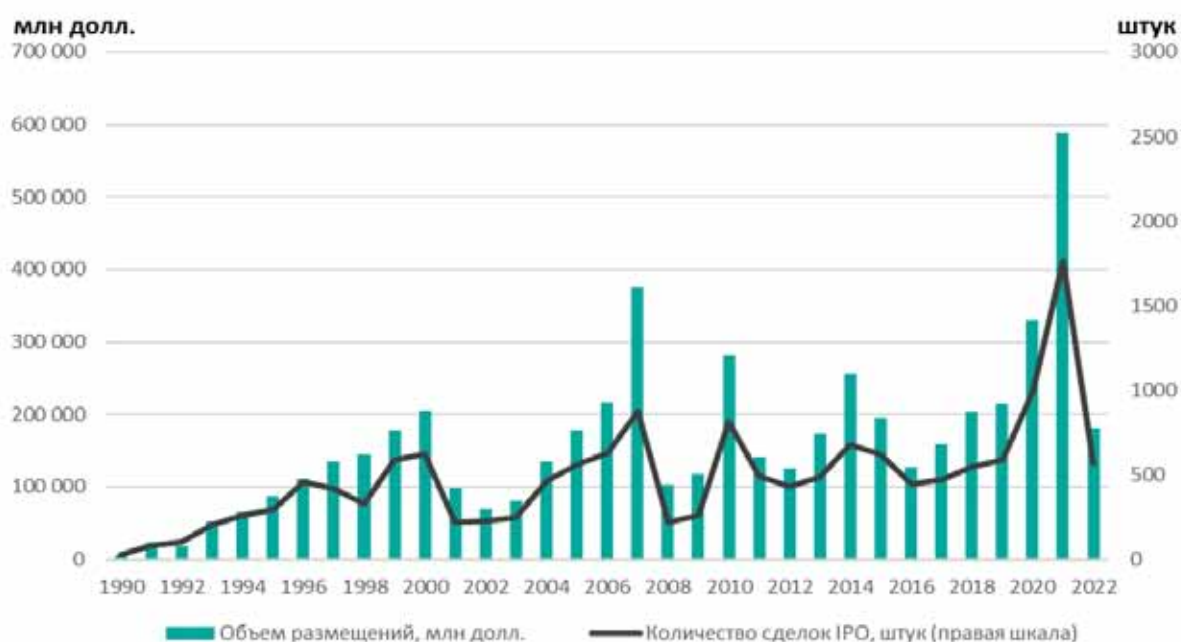


Рис. 1 / Fig. 1. Объем рынка и количество сделок IPO / IPO Volume and Number of IPO Transactions
Источник / Source: Bloomberg Terminal, PREQVECA.

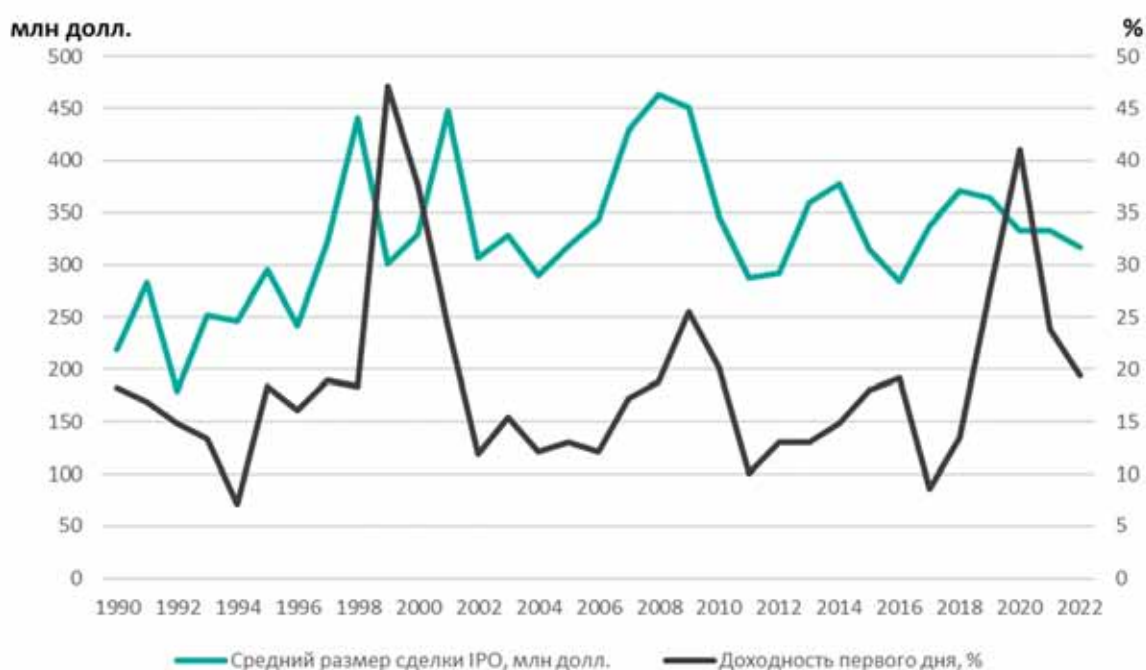


Рис. 2 / Fig. 2. Доходность первого дня и средний размер сделки IPO / First-Day Return and Average IPO Transaction
Источник / Source: Bloomberg Terminal, PREQVECA.

Анализ используемых данных свидетельствует о том, что корреляция между объемом привлеченных средств и средней доходностью первого дня находится на уровне 32%, что не позволяет говорить об однозначной взаимосвязи между данными переменными, однако графический анализ

показывает явное увеличение средней доходности первого дня в период 4 из 5 «горячих» волн IPO за анализируемый период (рис. 3).

За анализируемый период наблюдалось 5 волн IPO — 1999–2000, 2005–2007, 2010–2011, 2013–2016, 2020–2021 гг. Первая волна IPO за данный период

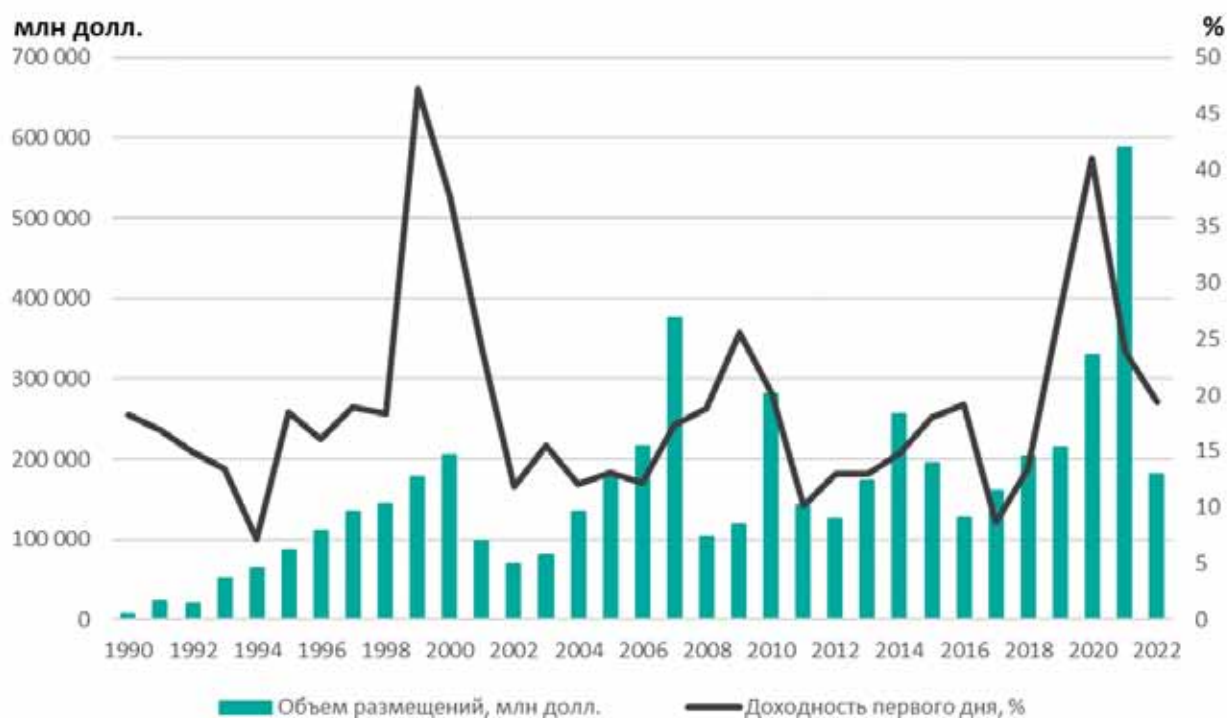


Рис. 3 / Fig. 3. Объем рынка IPO и доходность первого дня / IPO Volume and First-Day Return

Источник / Source: Bloomberg Terminal, PREQVECA.

была вызвана ажиотажем на рынке интернет-компаний. Склонность инвесторов к риску в данный период была рекордной, о чем свидетельствует средняя доходность первого дня IPO, которая поднималась до 45% в 2000 г. — абсолютный рекорд для рынка IPO (рис. 3). Стоит отметить, что объем рынка IPO за данный период увеличился не так значительно, как средняя доходность или количество сделок IPO, которые выросли в данный период в 2 раза — до 600 сделок в год по сравнению с 300 в среднем до начала волны IPO. Основная доля компаний на рынке IPO была представлена эмитентами из США (39%) и Европы (35%), которые совокупно привлекли 284 млрд долл. — 74% от общего объема IPO в это время. Данная волна сопровождалась значительным ростом индекса NASDAQ — с 1999 по сентябрь 2000 г. индекс вырос на 128%. «Горячая» волна IPO закончилась вместе с началом кризиса «доткомов» (от англ. «.com»), когда индекс NASDAQ обвалился за 2 года на 77% от своих максимальных значений сентября 2000 г. из-за переоценки компаний, связанных с интернетом, и завышенными ожиданиями быстрого роста доходов. Многие из этих компаний не имели реальных бизнес-моделей и не могли обеспечить устойчивую прибыль.

Следующая волна IPO 2005–2007 гг. стала рекордной для рынка IPO за всю его историю к тому

моменту. Среди основных причин формирования волны IPO была возросшая склонность инвесторов к риску из-за экономического подъема в мире, который был вызван во многом двузначным темпом роста китайской экономики, а также рядом успешных крупных размещений — прежде всего китайских банков (China Construction Bank на 9 млрд долл. в 2005 г. и Industrial & Commercial Bank of China на 19 млрд долл. в 2006 г.). В данный период российский рынок IPO также находился на своих рекордных отметках — в 2007 г. в ходе IPO Сбербанк и ВТБ привлекли совокупно более 16 млрд долл.

Стоит отметить, что в данный период наблюдался значительный рост среднего размера сделки IPO во многом благодаря ряду мегасделок банков из Китая — 3 китайских банка (Industrial & Commercial Bank of China, China Construction Bank, China CITIC Bank) привлекли совокупно более 43 млрд долл. Средний размер сделки в мире увеличился в данный период до 420 млн долл. по сравнению с 300 млн долл. до начала волны IPO. Средняя доходность первого дня IPO также выросла до 20% по сравнению с 12% до начала «горячего» рынка. Данная волна закончилась из-за наступления мирового финансового кризиса, вызванного банкротством ряда американских банков и стремительного падения фондового



Рис. 4 / Fig. 4. Количество IPO по странам за период 1990–2022 гг. / Number of IPO by Country in 1990–2022

Источник / Source: Bloomberg Terminal, PREQECA.

рынка — индекс S&P500 в 2008 г. упал на 37%, а в минимальной точке падение составляло 53%, многим компаниям пришлось отложить IPO на более поздний срок.

Улучшение макроэкономической ситуации после прохождения острой фазы мирового финансового кризиса и возвращения ведущих экономик к траектории роста привело к третьей волне IPO, которая произошла в 2010–2011 гг. Объем привлеченных средств увеличился в 2,5 раза и количество сделок увеличилось в 4 раза по сравнению с кризисными для рынка IPO 2008–2009 гг. Значительную роль в данный период опять сыграло размещение китайского банка Agricultural Bank of China, который привлек рекордные на тот момент 19,2 млрд долл. Данная волна IPO продолжалась всего один год и завершилась из-за таких событий, как долговой кризис в Греции, острая фаза военного конфликта в Ливии, а также авария на атомной станции в Японии [14].

Третья волна IPO проходила в период с 2013 по 2016 г. и ее начало положило успешное размещение акций китайской компании Alibaba, которая в ходе IPO привлекла рекордные 25 млрд долл. Стоит отметить, что данная волна по объему привлеченных средств была меньше волны 2005–2007 гг., основная причина кроется в том, что данный период сопровождался рядом значительных геополитических событий, которые снижали склонность инвесторов к риску. Например, выход Великобритании из ЕС, снижение темпов

роста ВВП Китая и обвал цен на нефть, а также президентские выборы в США.

Волна IPO 2020–2021 гг. оказалась рекордной за всю историю рынка IPO с точки зрения объемов привлеченных средств и количества проведенных IPO. Совокупно за два года на рынке IPO было привлечено почти 1 трлн долл. и более 2700 компаний провели первичный листинг своих акций. Доходность первого дня торгов также была значительно выше средних значений за предыдущие периоды и достигала 41% в 2020 г., что лишь незначительно ниже рекорда 1999 г. Данная волна IPO пришлась на пандемию COVID-19, которая сопровождалась значительным падением промышленного производства и обвалом фондового рынка — индекс S&P500 обвалился за месяц с февраля по март 2020 г. на 33%. Однако экстренные меры, предпринятые центральными банками, в первую очередь ФРС, привели к значительному увеличению ликвидности на рынке, что оказало ощутимую поддержку финансовым рынкам. Понижение ключевых ставок во всем мире в данный период с целью поддержки промышленности также увеличило склонность инвесторов к риску, которые в поисках более высокодоходных инвестиций отдавали предпочтение также участию в IPO. Ускорение инфляции на фоне проблем в глобальных цепочках поставок, а также начало ужесточения денежно-кредитной политики центральными банками в целях борьбы с инфляцией привели к снижению аппетита к риску инвесторов и окончанию «горячего» рынка IPO.



Рис. 5 / Fig. 5. Объем IPO по странам за период 1990–2022 гг. / IPO Volume by Country in 1990–2022

Источник / Source: Bloomberg Terminal, PREQVECA.

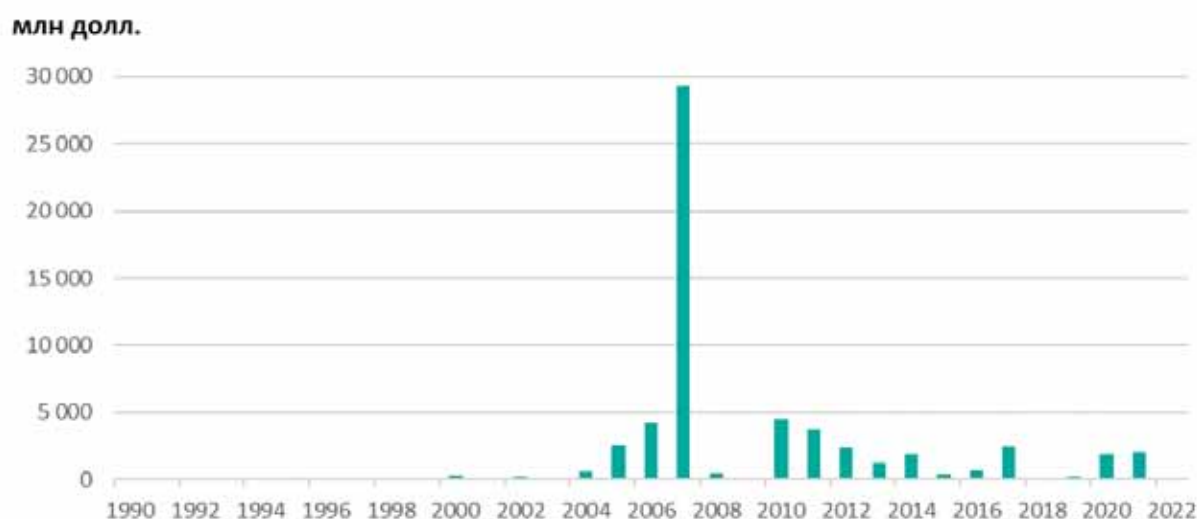


Рис. 6 / Fig. 6. Объем IPO в России 1990–2022 гг. / IPO Volume in Russia 1990–2022

Источник / Source: Bloomberg Terminal, PREQVECA.

В географическом разрезе на рынке IPO доминировали компании из США, Китая и Европы (рис. 4, 5). США занимают лидирующую позицию как с точки зрения привлеченных средств, так и в количестве проведенных IPO. Стоит отметить, что доля США в количестве проведенных IPO больше доли США в объеме привлеченных средств, что говорит о том, что средний размер сделки IPO в США был ниже по сравнению со среднемировым — 152 млн долл. против 336 млн долл. Обратная ситуация наблюдается для сделок IPO в Европе, где размер сделок IPO был больше среднемирового показателя (424 млн долл.). Боль-

шое число сделок IPO в США может отличаться более простой процедурой выхода компаний на IPO и более ликвидным рынком по сравнению с другими регионами.

Компании из России за данный период провели 77 сделок IPO с размером привлеченного капитала более 50 млн долл., что в общем количестве сделок составляет меньше 1%, однако в общем объеме привлеченных средств российские компании привлекли чуть больше 1%, так как средний размер сделки составил 776 млн долл., что значительно больше среднемирового уровня. Данная динамика объясняется крупными размещениями акций

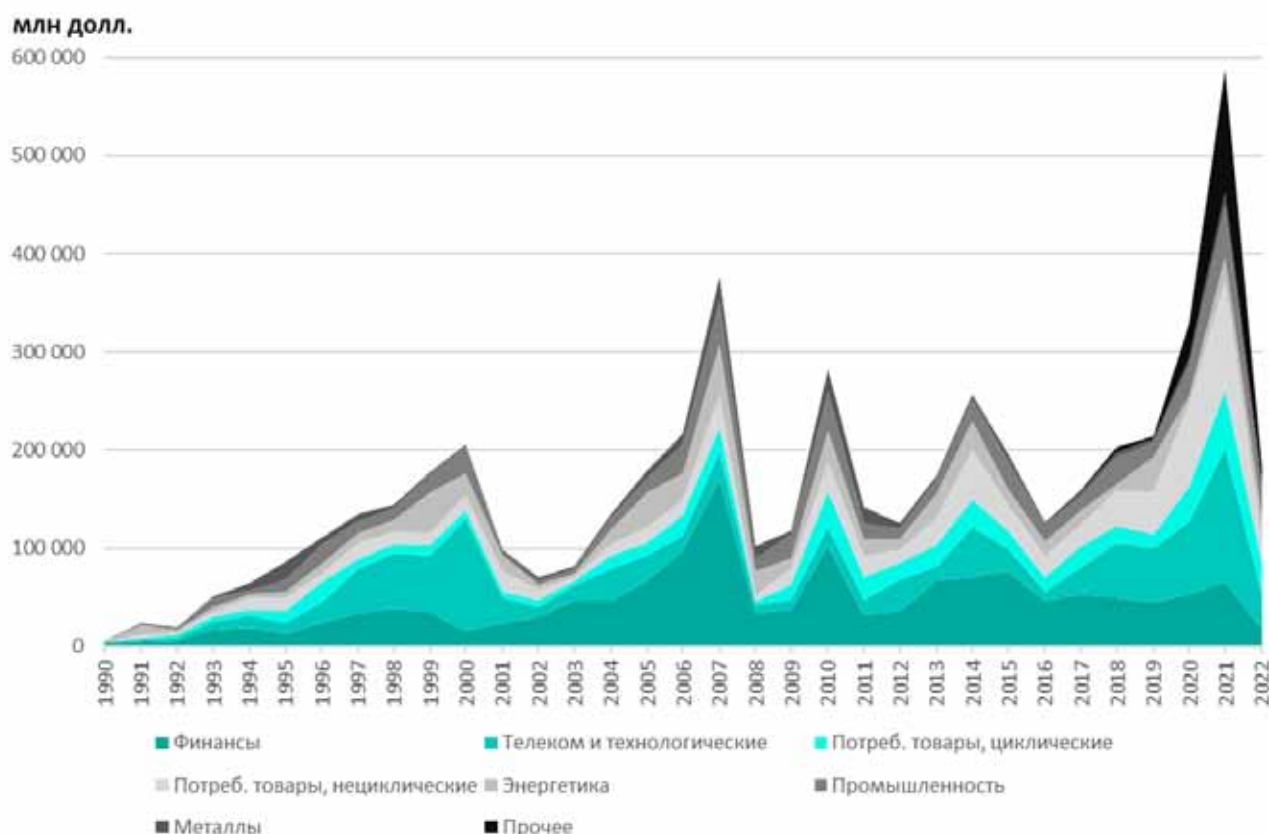


Рис. 7 / Fig. 7. Объем IPO по секторам 1990–2022 гг. / IPO Volume by Sector 1990–2022

Источник / Source: Bloomberg Terminal, PREQVECA.

Сбербанк и ВТБ в 2007 г. Данный год оказался наиболее удачным для российского рынка IPO, в остальное время объем привлеченных акций российскими компаниями не превышал 5 млрд долл. в год (рис. 6). Стоит отметить, что ряд российских «голубых» фишек (Газпром, Роснефть и т.д.) не проводил IPO в классическом смысле этого слова, а акции этих компаний начали торговаться на бирже в середине 90-х гг. за счет прямого листинга.

Значительный интерес представляет анализ динамики привлеченных средств в разрезе секторов экономики. Наибольшую долю средств за анализируемый период привлекли компании из финансового сектора, в основном банки. Совокупно финансовые институты привлекли 1470 млрд долл., или 27% от общего рынка IPO. Стоит отметить ярко выраженное увеличение объемов привлеченных средств финансовыми институтами во время трех из пяти наблюдаемых волн IPO и слабую динамику в период «горячего» рынка 1999–2000 и 2020–2021 гг. Сравнительно низкий объем привлеченных средств во время волны IPO 2020 г. объясняется тем фактом, что в банковский сектор, с одной стороны, поступало достаточно много дешевой ликвидности от центральных

банков, в связи с чем финансовые институты не нуждались в дополнительном финансировании. С другой стороны, во время пандемии COVID банки ужесточили требования к заемщикам ввиду увеличения глобальной неопределенности вокруг перспектив экономики, что негативно сказывалось на прогнозах по прибыли финансового сектора. Кроме того, страховые компании оказались в сложном положении, так как в данный период реализовался ряд дорогостоящих рисков, что также значительно ухудшало перспективы по прибыли данного сектора [15, 16].

Технологический сектор, в свою очередь, продемонстрировал сильную динамику во время «горячих» рынков 1999–2000 и 2020–2021 гг. (рис. 7). Если первая волна IPO была вызвана бумом интернет-компаний, то в период пандемии COVID-19 компании технологического сектора снова активно стали выходить на рынок IPO, так как спрос на ряд IT-продуктов значительно вырос в связи с экстренным переходом работы большей части компаний на удаленный формат работы, а инвесторы готовы были платить значительные премии за данные компании, что давало акционерам и менеджменту технологических компаний

отличную возможность привлечь финансирование на выгодных условиях. Доходность первого дня в период 2020–2021 гг. для компаний технологического сектора составляла 37% по сравнению с 21% для всех остальных секторов. Совокупно технологический сектор привлек 20% от общего объема рынка IPO за анализируемый период, или 1047 млрд долл. В отличие от финансового сектора, технологические компании проводили первичный листинг акций не так стабильно в течение данного периода.

Стоит отметить работу J. Helwege и N. Liang, в которой авторы анализируют рынок IPO за 1975–2000 гг. и приходят к выводу об отсутствии признаков кластеризации в определенных секторах экономики. Иными словами, во время «горячего» рынка компании из всех секторов экономики стремятся провести размещение акций, даже несмотря на тот факт, что инвесторы могут отдавать предпочтение компаниям из определенного сектора [11]. Используемые автором эмпирические данные свидетельствуют о том, что во время волны IPO 1999–2000 гг. компании технологического сектора привлекли 44% от общего объема рынка первичных публичных размещений, однако динамика привлеченных объемов компаний из других секторов выросла незначительно. Похожая ситуация наблюдалась на рынке IPO в 2005–2007 гг., когда на финансовый сектор пришлось 42% от общего рынка IPO в данный период, однако динамика привлеченных средств компаниями из других секторов также значительно увеличилась. Например, объем привлеченных средств компаниями из энергетической сферы увеличился с 14 млрд долл. до начала волны IPO в 2003 г. до 51 млрд долл. на пике «горячего» рынка в 2007 г. Похожая динамика наблюдалась и в более поздние волны IPO. Таким образом, данные автора подтверждают гипотезу J. Helwege и N. Liang об отсутствии ярко выраженной кластеризации на рынке IPO во время «горячих» волн в определенных секторах экономики. Компании из нескольких секторов действительно могут привлекать основную долю общего объема рынка IPO, однако компании из других секторов также склонны к проведению листинга в данные периоды.

РЫНОК IPO КИТАЯ

Начиная с эпохи правления Дэн Сяопина, Китай взял курс на привлечение иностранных инвестиций в страну. Китайская экономика проходила через процесс постепенной либе-

рализации и встраивания в мировую экономику. После вступления Китая в ВТО в 2001 г. данный процесс значительно ускорился, как и приток прямых иностранных инвестиций в экономику, — с 40 млрд в 2000 г. до более 100 млрд в 2010 г.¹ Вступление в ВТО также налагало определенные обязанности на Китай, такие как снижение тарифных барьеров на импорт товаров и услуг, уменьшение государственной поддержки экспорта, расширение доступа иностранных компаний к китайскому рынку и т. д. Кроме того, одним из важных условий было повышение прозрачности банковского сектора в Китае и расширение доступа иностранных банков на местный рынок.

Китайское правительство приложило значительные усилия по реформированию банковского сектора — был создан фонд плохих активов, куда были переданы проблемные кредиты крупнейших государственных банков, а сами банки докапитализированы (1180 млрд юаней в 2004–2005 гг. и 30 млрд долл. для Agricultural Bank of China в 2009 г.). Китай использовал инструмент IPO как эффективный способ снизить долю государства в банковской системе, повысить прозрачность и привлечь новые ресурсы для развития сектора. Первичные размещения акций крупнейших государственных банков Китая стали основным драйвером местного рынка первичных публичных размещений и помимо банков государство приватизировало через IPO доли в других активах [17–19].

Китайский рынок IPO показал стремительный рост своего объема, а доля китайских компаний в общем объеме рынка IPO приближалась к 50% в 2009 и 2010 гг., а в 2022 г. даже превзошла данную отметку (рис. 8). Если в период 1990–2000 гг. доля Китая составляла всего лишь 5% от объема рынка IPO в данный период, то в 2000–2010 гг. она увеличилась до 25%, а в период 2010–2022 гг. составила уже до 29%.

Важно подчеркнуть, что, несмотря на то, что основной спрос на размещения китайских компаний на локальных площадках приходится со стороны местных инвесторов, китайские компании склонны следовать общемировым трендам и предпочитают выходить на IPO в периоды «горячих» рынков (рис. 8). Более того, стоит отметить, что доля Китая на рынке IPO значительно увеличилась именно в периоды «горячих» рынков, что говорит о высокой чувствительности китайского

¹ China Statistic Yearbook, 1979–2010. URL: http://www.stats.gov.cn/sj/ndsjsj/2010/left_.htm (дата обращения: 16.05.2023).

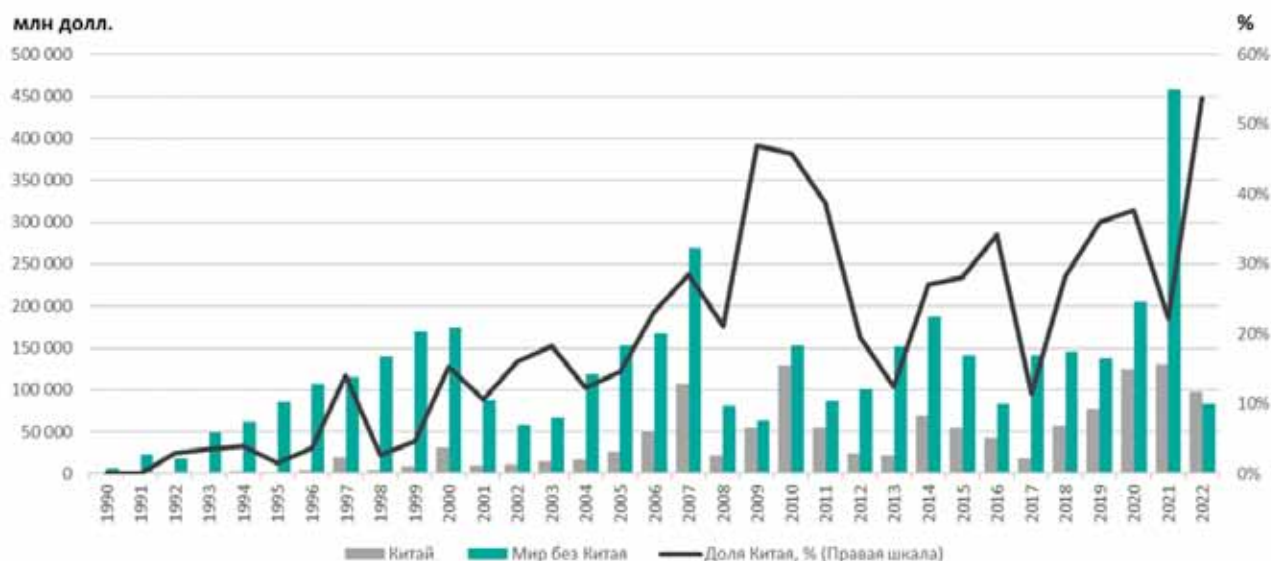


Рис. 8 / Fig. 8. Объем IPO в Китае и в остальном мире, доля Китая в общем объеме рынка / IPO Volume in China and RoW, Share of China

Источник / Source: Bloomberg Terminal, PREQECA.

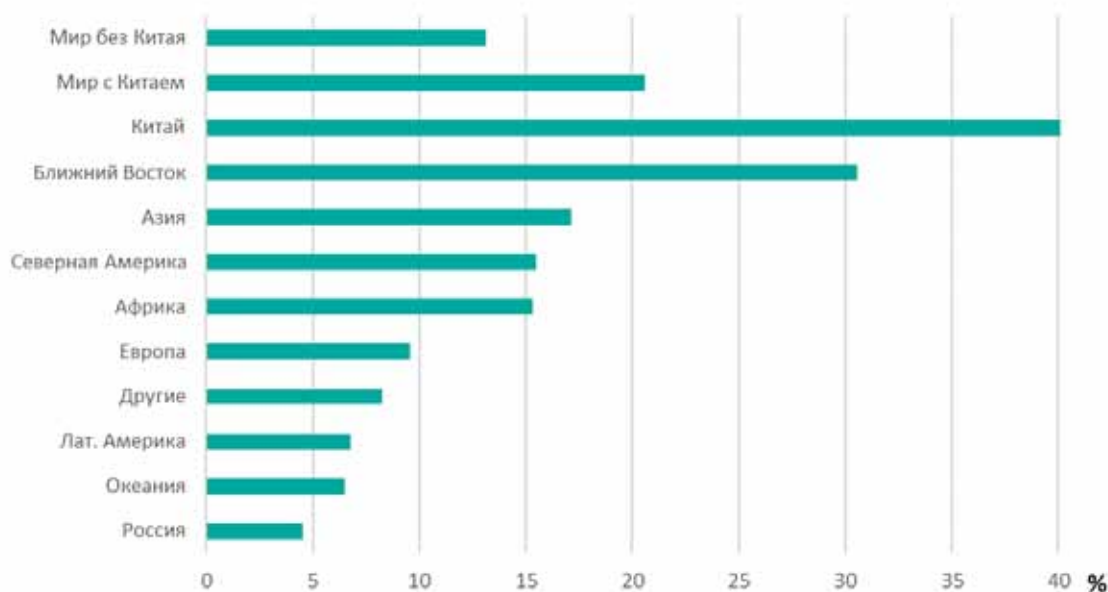


Рис. 9 / Fig. 9. Средняя доходность первого дня по странам с 1990 по 2022 г. / Average First Day Return by Country

Источник / Source: Bloomberg Terminal, PREQECA.

рынка IPO к настроениям на глобальных финансовых площадках.

Однако стоит отметить, что китайский рынок IPO имеет ряд отличительных особенностей, одна из которых — высокая доходность первого дня размещения (рис. 9, 10). Исследователи связывают данное явление с особенностями государственного регулирования процесса подготовки и проведе-

ния IPO, что сказывается на цене размещения компаний. Более низкий уровень неудачных IPO по сравнению с остальным миром привлекает инвесторов для участия в новых размещениях с целью получения высокой доходности при минимальном риске. При этом долгосрочная динамика акций компаний, выходящих на биржу в Китае, остается отрицательной [20, 21]. Согласно базы

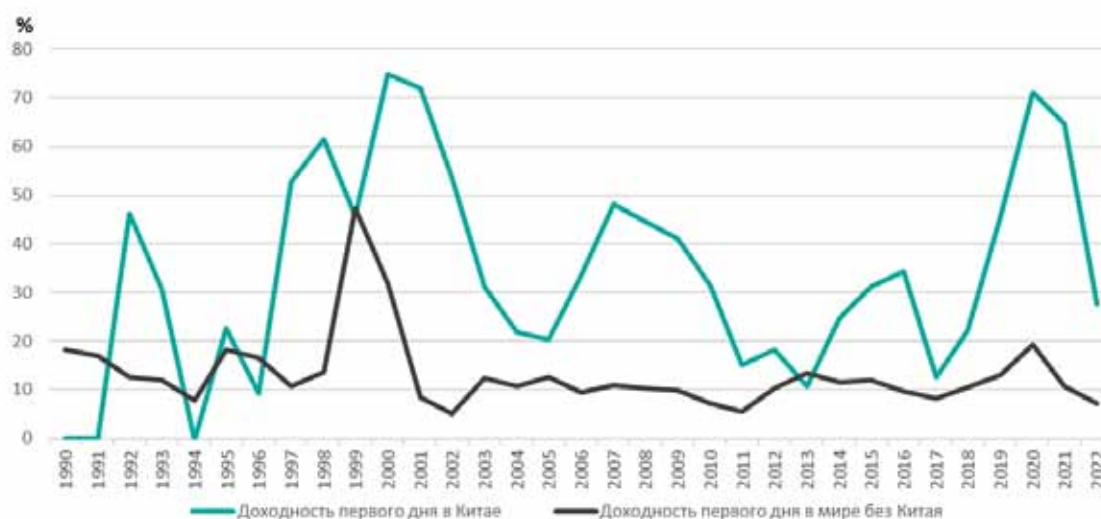


Рис. 10 / Fig. 10. Доходность первого дня в Китае и в остальном мире / First-Day Return in China and RoW

Источник / Source: Bloomberg Terminal, PREQVECA.

данных автора, доля IPO китайских компаний с отрицательной доходностью первого дня составляет 18% против 26% для компаний из остального мира. Например, в Европе доля IPO с отрицательной доходностью первого дня составляет 27%, а в США — 24%.

Как отмечено ранее, средняя доходность размещений в Китае на порядок выше по сравнению с остальным миром и данная динамика сохраняется и сегодня. Процесс выхода компаний на IPO в Китае претерпел ряд регуляторных изменений, которые непосредственно влияли на доходность первого дня IPO китайских компаний, размещавшихся на местных площадках. Согласно исследованию A. Azevedo, Y. Guney, J. Leng, в Китае осуществлялся последовательный переход от механизма аллокации в виде продажи акций по фиксированной цене к букбилдингу, что в конечном итоге снизило доходность первого дня на местном рынке. Авторы также приводят данные, согласно которым доходность первого дня размещений компаний с государственным участием также выше по сравнению с частными компаниями, проводящими IPO в Китае. Данный феномен авторы объясняют тем, что максимизация цены размещения для государства часто не является основной целью проведения IPO, в отличие от частных компаний. Значительное влияние на китайский рынок IPO также оказала система квот, при которой Комиссия по регулированию ценных бумаг Китая (CSRC — Chinese Securities Regulatory Commission) определяла для каждой провинции, какие компании должны провести IPO, однако

в рамках этой системы спрос на акции компаний обычно значительно превышал предложение, что приводило к высокой доходности первого дня торгов [22].

Примечательно, что китайский рынок IPO следовал за глобальными волнами на рынке первичных публичных размещений еще до вступления страны в ВТО — на рис. 11 отчетливо видно увеличение объема привлеченных средств во время «горячего» рынка IPO 1999–2000 гг. Однако большая часть данного роста объемов привлеченных средств объясняется успешным размещением китайской телекоммуникационной компании China Unicom на Гонконгской и Нью-Йоркской биржах, в ходе которого компания привлекла рекордные на тот момент для китайского рынка 10,5 млрд долл.

Стоит также отметить, что китайский рынок IPO показал значительную устойчивость в период мирового финансового кризиса 2008 г., и последовавшая волна IPO на рынке в 2010–2011 гг. оказалась по объему привлеченных средств для китайского рынка даже больше, чем волна IPO 2006–2008 гг. Данное явление объясняется слабым влиянием мирового кризиса на китайскую экономику по сравнению с остальным миром — рост ВВП Китая в 2008 г. составил 9,7%, замедлившись с 14,2% в 2007 г., а в 2010 г. снова стал двузначным, увеличившись до 10,6%².

² База данных Всемирного банка. URL: <https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0037712> (дата обращения: 16.05.2023).

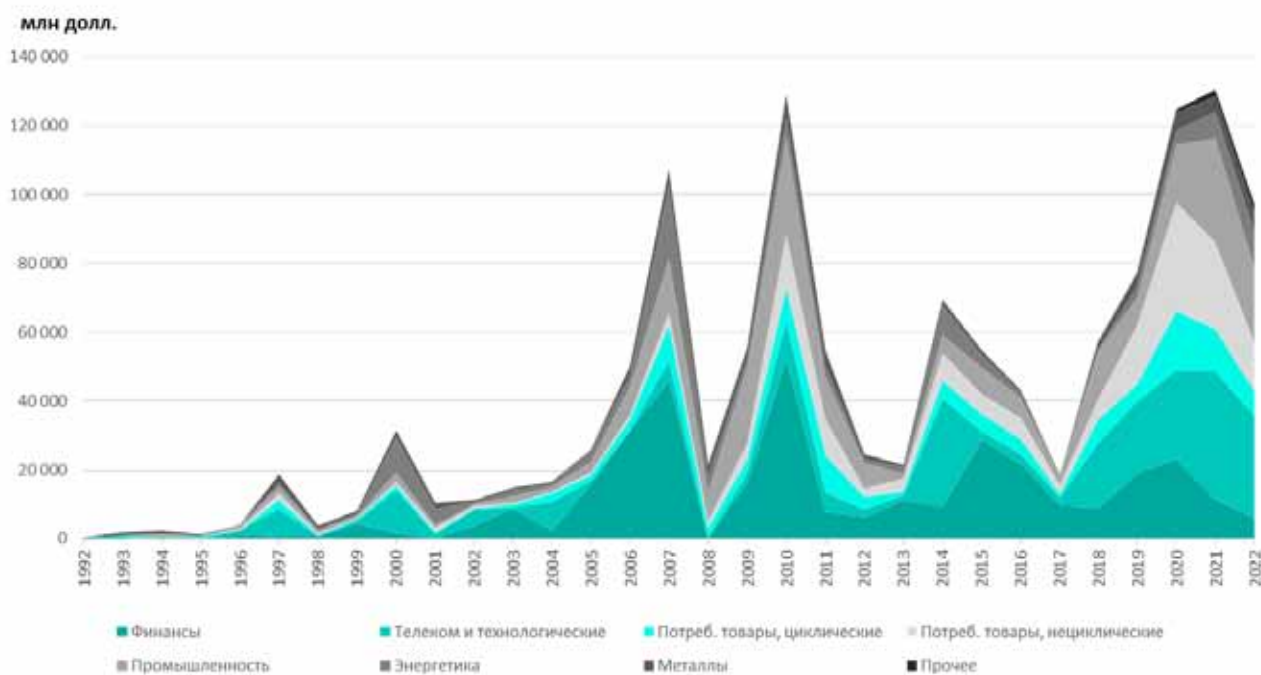


Рис. 11 / Fig. 11. Объем рынка IPO Китая по секторам / IPO Volume in China by Sector

Источник / Source: Bloomberg Terminal, PREQVECA.

Как было сказано выше, финансовый сектор сыграл ведущую роль в развитии рынка IPO в Китае в период 2000–2010 гг. — на данный сектор пришлось 38% всего привлеченного объема, а в период 2010–2022 гг. доля финансового сектора составила 28%. Доля индустриальных компаний всегда находилась на стабильном уровне около 19%, а доля технологических компаний значительно выросла: если до 2010 г. она составляла всего 11%, то с 2010 по 2022 г. выросла до 21%. Как и в остальном мире технологический сектор показал наибольший рост в период волны IPO 2021–2022 гг., когда спрос на услуги данных компаний значительно вырос на фоне пандемии COVID-19.

Учитывая падение темпов роста китайской экономики до 5% в последние годы, а также возросшие геополитические риски и связанный с ними рост числа санкций и ограничений со стороны США и Европы, которые, помимо прочего, осложняют доступ китайским компаниям к глобальным финансовым рынкам, можно предположить, что это может оказать негативное влияние на рынок китайских IPO в среднесрочной перспективе. Помимо этого, непредсказуемая политика китайского регулятора в отношении местных компаний, планирующих провести первичный листинг своих акций, также часто является крайне негативным фактором для развития местного рынка IPO (на-

пример, разбирательства по поводу планируемого IPO Ant Group в 2020 г., запрет на регистрацию новых пользователей Didi после листинга на NYSE в 2021 г. и т.д.).

Принимая во внимание изменение отраслевой структуры рынка китайских IPO, можно предположить, что в следующее десятилетие на рынке будут доминировать технологические компании, а не компании из финансового сектора. Китайский банковский сектор был локомотивом рынка IPO последние 20 лет, отметившись рядом рекордных сделок по объему привлеченных средств, однако практически все крупнейшие банки Китая уже провели листинг и потенциал для дальнейшего роста объемов IPO в секторе ограничен. На смену традиционным финансовым институтам на рынке IPO могут прийти финансовые технологические компании (как, например, уже упомянутая Ant Group, которая планировала привлечь рекордные 34,5 млрд долл. в 2020 г.). Китайская экономика переходит от экстенсивного к более качественному развитию и стоит ожидать, что структура рынка IPO также изменится в сторону более технологических компаний. Данная тенденция подтверждается и эмпирическими данными — доля китайских технологических компаний в последние 10 лет неуклонно растет в структуре привлеченного капитала на рынках IPO (рис. 11).

ВЫВОДЫ

Анализ собранной автором базы данных подтверждает отсутствие кластеризации в отдельных отраслях во время «горячих» рынков IPO. Иными словами, данная работа подтверждает гипотезу J. Helwege и N. Liang на новом временном горизонте — во время «горячих» рынков IPO компании из разных отраслей стремятся разместить свои акции на бирже.

Другим важным выводом работы является иллюстрация высокой корреляции мирового и китайского рынков IPO во время «горячих» волн. Данные автора также демонстрируют растущую

долю китайских компаний в общем объеме привлеченных средств на рынке первичных публичных размещений. Волны IPO на китайском рынке совпали с общемировой динамикой рынков первичных публичных размещений.

Размещение китайских банков оказывало значительную поддержку мировому рынку IPO в последние 20 лет, однако учитывая тот факт, что практически все крупнейшие банки Китая уже разместили свои акции на бирже, а также уход от экстенсивного развития экономики, отраслевая структура рынка IPO Китая изменится в сторону технологических компаний в следующие 10 лет.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Bancel F., Mittoo U. R. Why do European firms go public? *European Financial Management*. 2009;15(4):844–884. DOI: 10.1111/j.1468-036X.2009.00501.x
2. Brau J. C., Ryan P. A., DeGraw I. Initial public offerings: CFO perceptions. *The Financial Review*. 2006;41(4):483–511. DOI: 10.1111/j.1540-6288.2006.00154.x
3. Benninga S., Helmantel M., Sarig O. The timing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*. 2005;75(1):115–132. DOI: 10.1016/j.jfineco.2003.04.002
4. Kim W., Weisbach M. S. Motivations for public equity offers: An international perspective. *Journal of Financial Economics*. 2008;87(2):281–307. DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.09.010
5. Altı A. IPO market timing. *The Review of Financial Studies*. 2005;18(3):1105–1138. DOI: 10.1093/rfs/hhi022
6. 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
7. Pástor L., Veronesi P. Rational IPO waves. *The Journal of Finance*. 2005;60(4):1713–1757. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2005.00778.x
8. Batnini F., Hammami M. IPO waves: How market performances influence the market timing of IPO? *The Journal of Applied Business Research*. 2015;31(5):1679–1692. DOI: 10.19030/jabr.v31i5.9382
9. Lowry M. Why does IPO volume fluctuate so much? *Journal of Financial Economics*. 2003;67(1):3–40. DOI: 10.1016/S 0304-405X(02)00230-1
10. Rajan R., Servaes H. Analyst following of initial public offerings. *The Journal of Finance*. 1997;52(2):507–529. DOI: 10.1111/J.1540-6261.1997.tb04811.X
11. 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
12. Benveniste L. M., Busaba W. Y., Wilhelm W. J. Information externalities and the role of underwriters in primary equity markets. *Journal of Financial Intermediation*. 2002;11(1):61–86. DOI: 10.1006/jfin.2000.0310
13. 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
14. 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
15. Elnahass M., Trinh V. Q., Li T. Global banking stability in the shadow of COVID-19 outbreak. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 2021;72:101322. DOI: 10.1016/j.intfin.2021.101322
16. Berger A. N., Demirgüç-Kunt A. Banking research in the time of COVID-19. *Journal of Financial Stability*. 2021;57:100939. DOI: 10.1016/j.jfs.2021.100939
17. 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

18. 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
19. Jiang C., Yao S. Banking reform and efficiency in China: 1995–2008. *SSRN Electronic Journal*. 2010. DOI: 10.2139/ssrn.1601230
20. Song S. Tan J., Yi Y. IPO initial returns in China: Underpricing or overvaluation? *China Journal of Accounting Research*. 2014;7(1):31–49. DOI: 10.1016/j.cjar.2013.12.001
21. Tian L. Regulatory underpricing: Determinants of Chinese extreme IPO returns. *Journal of Empirical Finance*. 2011;18(1):78–90. DOI: 10.1016/j.jempfin.2010.10.004
22. 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

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Владимир Андреевич Беляев — кандидат экономических наук, научный сотрудник Международной научной лаборатории «Новые тренды в международных финансах», МГИМО МИД России, Москва, Россия

Vladimir A. Belyaev — Cand. Sci. (Econ.), Research Fellow at the International Research Laboratory “New Trends in International Finance”, Moscow State Institute of International Relations (MGIMO University), Moscow, Russia

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

v.a.belyaev@gmail.com

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of interest statement: the author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 13.06.2023; после рецензирования 16.07.2023; принята к публикации 27.07.2023.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 13.06.2023; revised on 16.07.2023 and accepted for publication on 27.07.2023.

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