

ФИНАНСОВАЯ ЭКОНОМИКА

В. В. Назарова¹,

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

ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ НЕДООЦЕНКИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ ПРИ ПЕРВИЧНОМ РАЗМЕЩЕНИИ АКЦИЙ

Вопросы недооценки акций при первичном публичном размещении являются актуальными с 1960-х гг. С тех пор разрабатываются различные теоретические концепции, объясняющие эффект недооценки: начиная с информационной асимметрии участников рынка и заканчивая культурными особенностями финансовых рынков стран размещения ценных бумаг. Цель статьи состоит в выявлении факторов, оказывающих значимое влияние на возникновение и величину недооценки акций российских компаний, выходящих на IPO. На основе анализа теоретических и практических аспектов первичного размещения в исследовании выделены семь ключевых факторов, объясняющих недооценку компаний, проведен анализ их влияния на возникновение и величину недооценки. Для проверки выдвинутых гипотез собраны данные по 138 IPO российских компаний за период с 1996 по 2015 г. На основе проведенного анализа было доказано, что как на возникновение, так и на величину недооценки первичных публичных размещений российских компаний оказывают влияние два фактора: объем размещения и положение цены размещения в ценовом коридоре, объявленном компаниями. В заключительной части статьи автор дает рекомендации по формированию стратегий выхода на IPO, которые могут быть предложены российским компаниям.

Ключевые слова: первичное размещение, феномен недооценки, акции российских компаний, российский фондовый рынок.

FACTOR ANALYSIS OF UNDERESTIMATION OF THE RUSSIAN COMPANIES IPO

The problem of IPO underpricing became relevant in the late 1960s. Since then various theories were advanced connecting this phenomenon to many factors: from information asymmetry in the market to the cultural peculiarities of the host country. The article aims to identify factors that have a significant influence on the occurrence and magnitude

¹ Назарова Варвара Вадимовна, к.э.н., доцент департамента финансов Санкт-Петербургской школы экономики и менеджмента; e-mail: nvarvara@list.ru

of underpricing of shares in Russian companies preparing their IPOs. Research and theories of foreign and Russian authors devoted to the subject were analyzed, which uncovered 7 main factors, which are further considered in terms of their influence on the occurrence and magnitude of underpricing. To test the hypotheses, data for 138 IPOs of Russian companies for 1996–2015 was collected. Analysis showed that two factors influence the occurrence and the magnitude of the underpricing of Russian companies' IPOs: the amount of accommodation and the provision of accommodation prices in the price corridor, announced by the company. In conclusion, recommendations for Russian issuers on the formation of the strategies of the IPO are made.

Key words: initial public offering, the phenomenon of underestimation, shares of Russian companies, the Russian stock market.

Введение

Наряду с заемным финансированием и финансированием за счет собственных ресурсов первичное публичное размещение акций (ИПО) рассматривается как действенный механизм привлечения финансовых ресурсов для дальнейшего развития компании. Путем продажи части капитала компании широкому кругу инвесторов привлекаются дополнительные средства, необходимые для расширения и развития инвестиционной деятельности, а сама компания получает стимул для дальнейшего роста. Степень развития рынка первичного размещения акций может рассматриваться как важный фактор, характеризующий состояние экономики и выражающий настроения и ожидания инвесторов относительно будущего. Так, замедление экономического роста и снижающийся объем доходов частных и корпоративных инвесторов отрицательно воздействуют на инвестиционную привлекательность компаний и соответственно количество выходов компаний на ИПО. В ситуации экономического роста, наоборот, стоит ожидать роста активности эмитентов и увеличения числа первичных размещений акций [Главина, с. 57–58].

Процесс ИПО как способ привлечения дополнительного финансирования имеет ряд преимуществ перед долговым финансированием. Во-первых, полученные от размещения средства не будут возвращены в виде купонных или процентных платежей (как в случае с заемным финансированием), их использование не лимитировано во времени. Во-вторых, финансирование деятельности компании через продажу акций не увеличивает ее финансовый рычаг, давая тем самым возможность привлекать кредиты на более привлекательных условиях в будущем. В-третьих, динамика рыночной стоимости акций является индикатором рыночных ожиданий развития компании. В-четвертых, можно прогнозировать рост качества корпоративного управления и прозрачности бизнеса, что улучшает имидж компании.

История IPO российских компаний начинается с 1996 г., когда на Нью-Йоркской фондовой бирже стали торговаться американские депозитарные расписки (АДР) на акции «ВымпелКома», ведущей телекоммуникационной компании в России. В первый день торгов цена на АДР выросла на 41,40% с 20,5 до 28,999 долл. [РБК.Quote]. Вплоть до конца 2004 г. случаи выхода на IPO российских компаний были единичными, а размер привлекаемого капитала в большинстве случаев не превышал 100 млн долл. Крупнейшими IPO в период формирования рынка IPO в России стали размещения компаний: МТС (353 млн долл. за 15,4% акций), «Вимм-Биль-Данн» (200 млн долл. за 17,6% акций) и «Мечел» (353 млн долл. за 11,5% акций) [IPO Watch Europe]. Процесс выхода на IPO российских компаний активизировался лишь с 2005 г. В период с 2005 по 2015 г. 126 российских компаний вышли на IPO, а рекордным годом по количеству IPO стал 2007 г., когда отечественные компании предложили акции почти на 30 млрд долл., тогда как совокупный объем рынка Великобритании составил 22 млрд долл., а Германии — 11 млрд долл. Вследствие обострения внешнеполитических отношений и начавшегося экономического спада в России с начала 2014 г. сложилась крайне неблагоприятная конъюнктура, вынудившая некоторые компании (см. табл. 1), планировавшие выход на IPO, пересмотреть свои планы не только в 2014, но и в 2015 г. В 2014 г. только одна компания разместила собственные акции на бирже: продовольственный ритейлер «Лента» продал 22% собственных акций на сумму 952 млн долл., закрыв книгу заявок за несколько дней до одобрения Советом Федерации ввода российских войск в Крым. В 2015 г. также только одна компания провела IPO: «Объединенная вагонная компания» разместила на Московской бирже 12,2% своих акций на сумму 156 млн долл. [РБК.Quote; База данных IPO и SPO].

Таблица 1

**Крупнейшие несостоявшиеся IPO российских компаний
в 2014, 2015 гг.**

Компания	Отрасль	Биржа	Доля	Планируемый объем IPO
Metro Cash, Carry	Розничная торговля	LSE	25%	1 млрд евро
Московский Кредитный Банк	Финансовые услуги	LSE	40%	500 млн долл.
«Детский мир-Центр»	Розничная торговля	LSE	25%	337 млн долл.

Источник: составлено по [РБК.Quote; База данных IPO и SPO].

Таким образом, среди российских компаний можно констатировать отрицательную динамику выходов на публичное размещение акций в 2014 и 2015 гг. В то же время зарубежные компании показывают рост: в 2015 г. в Европе 364 компании в ходе IPO суммарно привлекли 57,4 млрд евро (больших размеров европейский рынок достигал только в докризисном 2007 г.); в США объем рынка первичных размещений составил 32,5 млрд долл. при 173 случаях первичных размещений; в Китае – 61,7 млрд долл. при 92 случаях (см. рис. 1) [EY Global IPO Trends; IPO Watch Europe].

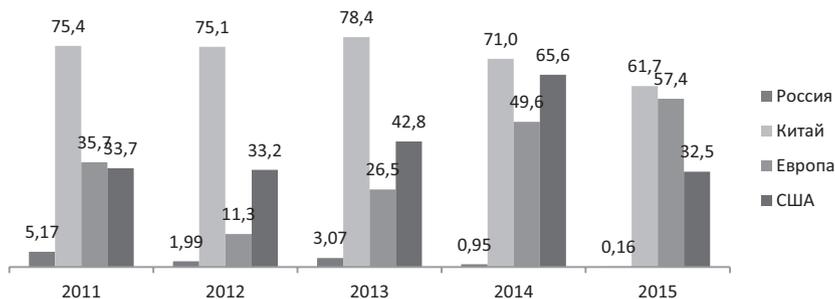


Рис. 1. Динамика объемов рынка IPO в мире (2013–2015 гг.), млрд долл.
 Источник: составлено по [EY Global IPO Trends 2015; IPO Watch Europe 2015].

В рамках данной статьи была предпринята попытка обобщить и проанализировать существующие исследования российских и зарубежных авторов, посвященные проблематике феномена недооценки, выделить из них наиболее релевантные специфике российских размещений. На основе выявления ключевых факторов и драйверов недооценки выявить наиболее значимые параметры недооценки первичных публичных размещений применительно к российским компаниям.

В первой части работы даны определения понятия недооценки и феномена недооценки. Далее на основе сравнительного анализа российских и зарубежных исследований, посвященных проблематике феномена недооценки, было выделено семь основных факторов, предположительно оказывающих влияние на недооценку первичных публичных размещений российских компаний. Выделенные факторы рассматривались с точки зрения их влияния на возникновение недооценки, а затем – с точки зрения их влияния на величину недооценки. С помощью модели бинарного выбора тестировалась их статистическая значимость.

Недооценка акций компании имеет место, когда компания и банк-андеррайтер оценили размещенный пакет акций ниже, чем сформированная рыночная цена. Другими словами, размещение недооцененных акций приводит к росту стоимости размещенного пакета и соот-

ветственно капитализации компании в первый день торгов [Hanley, p. 240].

Феномен недооценки заключается в систематическом превышении цены размещения над ценой закрытия в первый день торгов. Данный феномен характерен как для различных стран, так и для различных отраслей экономики.

Относительное отклонение цены закрытия торгов в первый день от цены размещения рассчитывается как разница между ценой закрытия и ценой размещения. Таким образом, может быть предложена следующая формула величины недооценки акций [Hanley, p. 239]:

$$\text{Недооценка акции компании} = \frac{\text{Цена закрытия} - \text{Цена размещения}}{\text{Цена размещения}}. \quad (1)$$

Так, например, в США размер недооценки в среднем составляет около 11%, если не учитывать среднее значение недооценки во время так называемого «пузыря доткомов» (Dot-com bubble)¹, когда акции в первый день росли на 66%. В России среднее значение недооценки ниже и находится в пределах 4%, что является самым низким значением в мире (см. рис. 2) [Ritter].

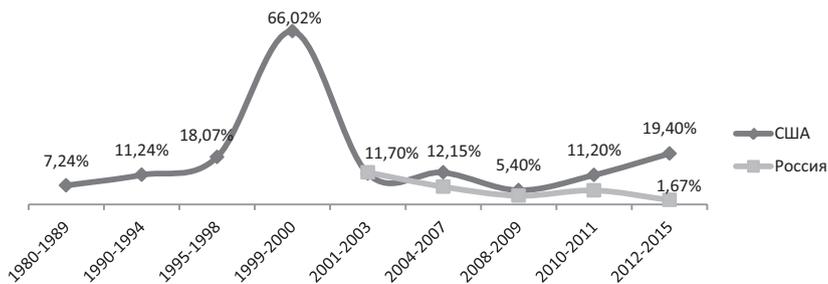


Рис. 2. Сравнительная динамика размера недооценки акций в России и США

Источник: составлено по [Ritter].

Обзор исследований

С конца 1960-х гг. эффект недооценки акций не раз становился предметом исследования. Так, например, Рейли зафиксировал почти

¹ Экономический пузырь, существовавший в период с 1995 по 2001 г., кульминация которого пришлась на 10 марта 2000 г., когда индекс NASDAQ достиг 5132,52 пункта (дневной пик) в течение торгов и упал более чем в полтора раза при закрытии. Резкое увеличение индекса связано с переоценкой акций интернет-компаний, с которыми многие экономисты и инвесторы связали начало «новой экономики». В реальности интернет-бизнес не оправдал связанные с ним ожидания: многие компании были признаны неэффективными, часть обанкротились и перестали существовать.

десятипроцентный рост стоимостей акций в течение первой недели торгов среди 53 компаний, вышедших на рынок первичных размещений с 1963 по 1965 г. Последовавшие исследования подтвердили наличие эффекта недооценки при IPO: в своих статьях Столл и Карли, Лог, Ибботсон показали, что систематически цена закрытия после первого дня торгов превышает изначальную цену размещения. Постепенно стали появляться различные теории и гипотезы, объясняющие феномен возникновения недооценки при первичном размещении. В их число входят следующие: информационная асимметрия на рынке, сигнальная теория, теория «горячего» и «холодного» периодов, теория собственности и контроля, поведенческая теория и теория о сильном влиянии внешних факторов [Ibbotson, p. 264–271; Logue, p. 101–102; Reilly; Stoll, p. 317–322]. Рассмотрим ключевые теории, объясняющие недооценку акций. Их сравнительный анализ представлен в табл. 2.

Таблица 2

Обзор исследований

Модели информационной асимметрии	1. Сигнал эмитента рынку о собственном качестве: привлечение менее информированных инвесторов к размещению
	2. Сигнал рынку о собственном качестве через престиж банка-андеррайтера
	3. Заниженная цена размещения как способ борьбы с конкурентами на первичном рынке и сокращения издержек, связанных с выходом на IPO
	4. Теория «горячих» и «холодных» периодов: возникающая переоценка акций рынком
Модели собственности и контроля	Занижение цены размещения как способ сохранения контроля над компанией
Поведенческие модели	1. Недооценка возникает из-за желания руководства эмитента увеличить собственную выгоду по истечении периода lock-up
	2. Недооценка возникает как следствие отсутствия обеспокоенности менеджмента проблемами недооценки
	3. Недооценка – следствие комбинации набора некоторых культурных факторов

Источник: составлено автором.

Модели информационной асимметрии

В своих работах Бэрн рассматривает феномен недооценки в контексте взаимоотношений «принципал — агент», предполагая, что эмитенту (принципалу) выгодней занизить цену размещения, чтобы обеспечить качественное исполнение работы банком-андеррайтером (аген-

том), поскольку комиссионные доходы банка складываются из объема IPO и стоимости акций. Эта теория была оспорена Мускареллой и Весупеном, которые, изучая IPO непосредственно самих инвестиционных банков, обнаружили рост стоимости акций, размещением которых банки занимались самостоятельно. Поэтому, по утверждению авторов, эффект недооценки не может быть объяснен в полной мере только теорией Бэрона [Baron, p. 956–958, 970–973; Muscarella, p. 131–132].

Иной взгляд на проблематику недооценки акций предложен в работах, связывающих возникновение занижения стоимости с асимметрией информации на рынке. Так, Рок предложил модель, согласно которой на рынке присутствуют инвесторы, обладающие более качественной и полной (инсайдерской) информацией о будущем фирмы по сравнению с эмитентами и банками-андеррайтерами. Обладающие менее полной информацией инвесторы вынуждены покупать акции компаний, выставивших низкие цены, так как ассоциируют такие ценные бумаги с возможными изменениями в будущем. Таким образом, согласно данной теории, через недооценку акций компания сигнализирует рынку о своем качестве, пытаясь устранить преимущество инвесторов-инсайдеров. Теория Рока была эмпирически подтверждена Кохом и Уолтером на фондовых рынках Сингапура [Koh, p. 366–368; Rock, p. 200–208].

Сигнальная теория предполагает, что самый информированный участник рынка – это эмитент. В такой ситуации для привлечения инвесторов высококачественный эмитент вынужден устанавливать цену размещения ниже, тем самым давая сигнал рынку о высоком качестве бумаг и возможных перспективах роста цены в будущем. Величина дисконта при размещении может быть компенсирована последующими размещениями, ростом стоимости бумаг на позитивных новостях и высоким обеспечением предполагаемых выпусков. В то же время подтверждение высокой склонности к последующим выходам на фондовые площадки и склонности к выплате дивидендов после осуществления IPO в работах Майкли и Шоу не представлено [Michaely, p. 313–315; Welch, p. 442]. Бенвенисте и Шпиндт, Бенвенисте и Вильгельм, Шпат и Шривастава, Корнели и Гольдрейх, Максимович и Пихлер разработали теорию «бук-билдинга»¹, согласно которой в процессе изучения спроса андеррайтеры получают информацию о потенциальном спросе непосредственно от институциональных инвесторов. Это помогает банку-андеррайтеру точнее определить оптимальный коридор цены размещения. При высоком спросе банк-андеррайтер выставляет предельную цену коридора. Так, акции с ценой размещения в верхней

¹ «Бук-билдинг» – изучение спроса на акции через общение с потенциальными инвесторами и составление книги заявок на покупку акций при IPO.

части диапазона, согласно исследованию авторов, имеют больший рост сразу после IPO. В обмен на предоставленную информацию институциональные инвесторы получают компенсацию в виде кумулятивной величины недооценки и высокой доли собственности в данном перспективном размещении [Aggarwal, p. 1438–1440; Cornelli, p. 35.2359–2364; Maksimovic, p. 490; Spatt, p. 714–718].

Поведенческие модели

Ряд авторов предлагали поведенческие теории, согласно которым эмитент и андеррайтер занижают цену размещения, способствуя осуществлению сомнительных практик и руководствуясь исключительно собственными интересами. Например, Аггарвал, Кригман и Вомак обнаружили негативную корреляцию между недооценкой и долей руководства в структуре владения эмитента, объяснив это наблюдение тем, что руководство намеренно недооценивает акции компании для увеличения личного благосостояния после истечения периода «lock-up». Таким образом, искусственное занижение цены подталкивает инвесторов к покупке акций по низкой цене, что по причине роста спроса приведет и к увеличению котировок, затем, после завершения периода запрета на перепродажу акций, менеджеры избавляются от части собственной доли в компании по предельной цене. Гриффит предположил, что недооценка используется исключительно для повышения богатства менеджеров эмитента. Лjungkvist и Вильгельм выдвинули гипотезу, согласно которой одной из причин недооценки, помимо размывания доли CEO и увеличения фрагментации структуры владения, является желание руководства эмитента увеличить благосостояние узкого круга лиц, приближенного к компании [Aggarwal, p. 1430–1435; Griffith, p. 624; Ljungqvist, p. 731–732].

В то же время влияние на возникновение недооценки могут оказывать внешние, неконтролируемые факторы. Например, согласно исследованию Хоппа и Дреера, уровень недооценки растет при росте акционерного капитала, степени¹ развитости фондового рынка и общем экономическом росте. С другой стороны, чем более развита регулятивная база, защищающая права акционеров, и чем прозрачнее и понятнее стандарты финансовой отчетности, тем уровень недооценки ниже. Коста, Кроуфорд и Джейкоб развили теорию подверженности величины недооценки влиянию со стороны внешних факторов и исследовали зависимость недооценки акций от культурных особенностей страны, в которой проходило первичное размещение. На вы-

¹ В качестве показателя развития экономики и фондового рынка отдельно взятой страны на момент t авторы взяли соотношение текущей капитализации рынка акций к уровню ВВП страны на момент t .

борке из более чем 21 тыс. IPO, прошедших в 39 странах, авторы показали зависимость величины недооценки от культурных особенностей страны, используя три параметра количественной характеристики культур Хофстеде: дистанцированность власти, избегание неопределенности и ориентированность на будущее [Хофстеде, с. 15–18; Costa, p. 115–119; Норр, p. 449–450; Michelacci, p. 471–474]. Интересна практика влияния «общего вектора рынка», приведенная в работе Браунгильдера и Ван Аардта. Размещение в «горячий» период характеризуется высокими доходностями, большим количеством проводимых размещений, ажиотажным спросом со стороны инвесторов и ростом стоимости акций в первый день торгов. Браунгильдер и Ван Аардт в исследовании размещений на Южноафриканской бирже статистически подтвердили зависимость возникновения и размера недооценки от типа периода. Поэтому, принимая во внимание то обстоятельство, что экономики Южной Африки и России находятся примерно на одинаковых стадиях развития и характеризуются низкой диверсификацией эмитентов, в выдвигаемых гипотезах фактор рынка будет рассмотрен как значимый фактор влияния [Brownhilder, p. 899–901].

Анализ существующих подходов к определению эффекта недооценки акций при первичном размещении показал, что процесс IPO многогранен и зависит как от внешних, так и внутренних факторов. Множественность факторов не позволяет дать однозначный ответ, в каких случаях первичное размещение будет сопровождаться недооценкой, а в каких цена будет справедлива. В гипотезах, предложенных ниже, автор делает попытку обобщить ключевые выводы приведенных исследований и найти системообразующие факторы. В настоящее время при анализе деятельности компаний — претендентов на IPO причины и последствия недооцененности акций при размещении часто игнорируются, что снижает эффективность самого процесса и усложняет построение инвестиционных стратегий. С одной стороны, теории информационной асимметрии позволили включить факторы «разности информации» для участников в предлагаемые ниже гипотезы. С другой — подтвердили значимость влияния внешних, общественно доступных факторов, например известности банка-андеррайтера, на предпочтения инвесторов и колебания цен. В проверяемые гипотезы добавлен параметр «степень активности рыночного цикла». Модели «собственного контроля» и «поведенческие модели» позволили включить факторы «оппортунистического поведения менеджеров компаний» и «морального риска» в разрабатываемую регрессию.

В приведенном ниже исследовании проводится эмпирическое обоснование и сравнительный анализ факторов, имеющих значимое влияние на возникновение и размер недооценки акций российских компаний в первый день торгов.

Методология исследования

Гипотезы о возникновении недооценки

По результатам проведенного теоретического исследования был предложен ряд гипотез: гипотезы, связанные с внутрикорпоративными факторами; гипотезы, связанные с внешними факторами. Эмпирическая проверка проводилась с использованием целостной выборки размещения российских компаний в период с 1996 по 2015 г.

Гипотезы, связанные с внутрикорпоративными факторами

Гипотеза 1А: возникновение недооценки акций российских компаний зависит от объема первичного размещения: чем он выше, тем выше вероятность возникновения недооценки.

Гипотеза 2А: возникновение недооценки акций российских компаний зависит от состава эмиссии размещаемых акций: вероятность возникновения недооценки выше, если при первичном размещении первоначальные акционеры размещают только собственные акции.

Гипотеза 3А: возникновение недооценки акций российских компаний зависит от престижа банка-андеррайтера: чем выше данный показатель, тем ниже вероятность возникновения недооценки акций.

Гипотеза 4А: возникновение недооценки акций российских компаний более вероятно в случае, когда в качестве цены размещения было выбрано значение ниже среднего значения ценового коридора размещения.

Гипотеза 5А: вероятность возникновения недооценки акций российских компаний выше, если при размещении вводится период lock-up. Запрет на продажу акций компании существующими собственниками при первичном размещении может вводиться в случае, если акционеры хотят максимизировать собственную выгоду от владения акциями. Занижая цену размещения, акционеры стимулируют избыточный спрос на акции, что приводит к последующему росту их цены. В свою очередь, рост котировок акций создает вокруг эмитента позитивную информационную среду, способствующую сохранению высокой цены в среднесрочной перспективе. Следовательно, по истечении периода lock-up собственники получают возможность продать часть принадлежащих им акций по завышенной цене [Aggarwal, p. 130].

Гипотезы, связанные с внешними [рыночными] факторами

Гипотеза 6А: вероятность возникновения недооценки зависит от страны размещения: при размещении российских компаний в России возникновение недооценки выше, чем при размещении за рубежом.

Гипотеза 7А: вероятность возникновения недооценки акций российских компаний выше в случае, когда размещение проходит в так называемый «горячий» период, когда рынок растет.

Гипотезы о величине недооценки

Предполагается, что на наличие и величину недооценки влияют одни и те же факторы, следовательно, гипотезы данного раздела тождественны ранее предложенным с той только разницей, что предметом анализа здесь является размер недооценки. В приведенном исследовании данные гипотезы обозначены как гипотезы с литерой Б. Например, *Гипотеза 1Б* звучит следующим образом: размер недооценки акций российских компаний зависит от объема первичного размещения: чем он выше, тем больше размер возникающей недооценки. *Гипотеза 2Б:* размер недооценки акций российских компаний зависит от состава эмиссии размещаемых акций: размер недооценки выше, если при первичном размещении первоначальные акционеры размещают только собственные акции и т.д. Гипотезы, связанные с внешними (рыночными) факторами, преобразованы следующим образом.

Гипотеза 6Б: размер недооценки акций российских компаний зависит от страны размещения: при размещении российской компании в России размер недооценки выше, чем при размещении за рубежом.

Гипотеза 7Б: размер недооценки акций российских компаний выше в случае, когда размещение проходит в так называемый «горячий» период, когда рынок растет.

База данных

На первом этапе был составлен полный список всех размещений российских компаний в период с 1996 по 2015 г. Список произведенных первичных публичных размещений составлялся на основе данных РБК Quote, статистического отчета «Обзор IPO российских компаний за 2005–2014 гг.» и данных за 2015 г. отчета PWC и EY. Результатом явилась выборка, состоявшая из 138 произведенных российскими компаниями IPO [Обзор IPO; База данных IPO и SPO].

Некоторые компании проводили первичное публичное размещение на нескольких площадках: такие «двойные» IPO рассматривались как несколько разных размещений, при этом учитывалась выбранная эмитентом структура распределения по биржам размещаемого пакета акций. В случаях, когда «двойные» IPO проводились не одновременно, т.е. размещение на одной бирже происходило раньше размещения на второй на несколько дней или часов, из выборки исключалось более позднее размещение. Каждое из размещений российских компа-

ний в период с 1996 по 2015 г. характеризуется девятью переменными, две из которых являются зависимыми в используемых моделях.

Для выбора контрольных переменных, усиливших объясняющую силу модели и одновременно характеризовавших компанию-эмитента, был собран массив финансовых показателей компаний: величина активов, величина собственного капитала, чистая прибыль, EBITDA, чистый долг. Причем значения каждой переменной собирались за три периода времени: за год, за два года и за три года до произведенного первичного размещения. Основным источником информации о величине вышеуказанных финансовых показателей за три ближайших к размещению финансовых года явились соответствующие проспекты эмиссии; в случае их отсутствия в открытом доступе данные брались из финансовых отчетов, представленных на официальном сайте эмитента. Если необходимые отчеты отсутствовали на сайте компании, данные выгружались из базы данных DataStream. Таким образом, был сформирован максимально полный и подробный пул данных, описывающий финансовое состояние эмитентов до размещения [Thomson Reuters; отчеты об эмиссиях].

На основе собранных данных был сформирован список потенциальных контрольных переменных по каждому размещению, которые представлены в табл. 3.

Таблица 3

Рассмотренные потенциальные контрольные переменные, млн долл.

Рассмотренные потенциальные контрольные переменные	
Натуральный логарифм величины активов за 1, 2 и 3 года до размещения	Натуральный логарифм средней величины активов за 3 года до размещения
Натуральный логарифм величины собственного капитала за 1, 2 и 3 года до размещения	Натуральный логарифм средней величины собственного капитала за 3 года до размещения
Натуральный логарифм значений EBITDA за 1, 2 и 3 года до размещения	Натуральный логарифм среднего значения EBITDA за 3 года до размещения
Натуральный логарифм чистой прибыли за 1, 2 и 3 года до размещения	Натуральный логарифм средней величины чистой прибыли за 3 года до размещения
Отношение чистого долга к EBITDA за 1, 2 и 3 года до размещения	Средняя величина отношения чистого долга к EBITDA за 3 года до размещения
Отношение чистого долга к собственному капиталу за 1, 2 и 3 года до размещения	Среднее значение отношения чистого долга к собственному капиталу за 3 года до размещения
Рентабельность активов за 1, 2 и 3 года до размещения	Среднее значение рентабельности активов за 3 года до размещения

Источник: составлено автором.

Данный перечень был сокращен до конечного списка критериев следующим образом: все переменные очищались от выбросов (в случае наличия большого количества выбросов, или если большая часть данных отсутствовала, такая переменная исключалась), проверялись на наличие корреляционной зависимости с факторами моделей (в случае наличия сильной корреляционной зависимости между потенциальной контрольной переменной и одним из независимых факторов такая переменная исключалась), в заключение переменные проверялись непосредственно в модели. По предварительному исследованию наиболее положительное влияние на увеличение объясняющей силы модели оказали две переменные: рентабельность активов и размер EBITDA. Первая характеризует эффективность компании, вторая – ее размер.

Таблица 4

Краткое описание зависимых переменных

Зависимые переменные		
Переменная	Тип	Описание
UNDP	Бинарная	Характеризует наличие недооценки акций компании при размещении. Принимает значение «1», когда недооценка имела место, и значение «0» — в противном случае.
UNDV	Количественная	Величина недооценки акций при размещении, вычисляемая как отношение разности цены закрытия в первый день торгов и цены размещения к цене размещения

Таблица 5

Краткое описание независимых переменных

Независимые переменные		
Переменная	Тип	Описание
MOEX (биржа размещения)	Бинарная	Характеризует страну размещения. Принимает значение «1», если размещение проводилось в России, и значение «0», если за ее пределами. Соответствует факторам, описанным в Гипотезах 6А и 6Б
STYPE (тип эмиссии)	Бинарная	Характеризует тип размещаемых акций. Принимает значение «1», если размещались акции, принадлежавшие уже существующим акционерам (основателям) компании. Соответствует фактору, выделенному в рамках Гипотез 2А и 2Б
LNVOLUME (объем размещения)	Количественная	Натуральный логарифм объема размещения, выраженного в млн долл. США. Соответствует тестируемому фактору, выделенному в рамках Гипотезы 1А и Гипотезы 1Б

Независимые переменные		
Переменная	Тип	Описание
DEV (параметр отклонения цены)	Количественная	Относительное отклонение цены размещения от среднего арифметического границ ценового коридора. Соответствует тестируемому фактору, выделенному в рамках Гипотез 4А и 4Б
LOCKUP (наличие периода lock-up)	Бинарная	Характеризует наличие или отсутствие периода lock-up. Принимает значение «1», когда при размещении установлен период lock-up, и значение «0» — в противном случае. Данная переменная соответствует тестируемому фактору, выделенному в рамках Гипотез 5А и 5Б
BANKS (престиж синдиката банков-андеррайтеров)	Количественная	Престиж команды банков, работавших над размещением, где «1» — наивысший престиж, «9» — низший. Соответствует тестируемому фактору, выделенному в рамках Гипотез 3А и 3Б
MARKET (котировки основного индекса бирж, на которых производились размещения)	Бинарная	Средняя геометрическая доходность индекса биржи размещения за три месяца: два месяца до размещения и в месяц размещения. Соответствует тестируемому фактору, выделенному в Гипотезах 7А и 7Б
ROA (величина рентабельности активов)	Количественная	Величина рентабельности активов компании за ближайший к размещению финансовый год
LNEBITDA (натуральный логарифм EBITDA)	Количественная	Величина натурального логарифма значения EBITDA, выраженная в млн долл., за ближайший к размещению финансовый год

Источник: составлено автором.

Логит-модель о возникновении недооценки¹

На основе собранных данных, описанных в предыдущем разделе, для 138 размещений (с учетом «двойных» IPO) российских компаний была сформирована описательная статистика выборки по переменным исследования для оценки факторов логит-модели о возникновении недооценки. Далее рассмотрим процесс отбора данных в анализируемой выборке.

¹ В последующих исследованиях будет использована также линейная регрессионная модель.

На первом этапе исключались размещения, по которым значения «MOEX», «STYPE», «LOCKUP», «BANKS», «MARKET» или значения, необходимые для расчета переменных (такие как «UNDP», «LNVOLUME», «DEV», «MARKET», «ROA» и «LNEBITDA»), отсутствовали в открытом доступе в упомянутых ранее источниках. Наиболее «проблемными» с точки зрения доступности информации стали данные по границам ценового коридора, цене закрытия в первый день торгов и финансовым показателям компании за один год до размещения. Всего из-за отсутствия информации было исключено 40 размещений, или 29,2% от изначального количества.

На втором этапе из оставшихся 98 выходов на IPO исключались размещения компаний из финансового сектора в силу их особой специфики, из оставшихся размещений исключались значения по количественным переменным «LNVOLUME», «DEV», «ROA», «LNEBITDA», не попавшие в границы, определенные методом «ящик с усами» (см. табл. 6).

Таблица 6

Границы и выбросы переменных логит-модели

Переменная	Границы	Количество выбросов
LNVOLUME	[3,03; 8,52]	8
DEV	[-0,31; 0,26]	0
MARKET	[-0,03; 0,07]	7
ROA	[-0,12; 0,28]	4
LNEBITDA	[0,13; 8,97]	3

Источник: составлено автором.

Из выборки было исключено дополнительно 15 размещений¹, или 10,9% от изначального количества. Таким образом, в выборку для анализа факторов, влияющих на факт возникновения недооценки, вошло 75 размещений, или 54,7% от изначального количества. Несмотря на то что более 40% размещений было исключено из выборки, количество элементов превысило минимальный порог, равный пяти- или шестикратному количеству факторов модели.

На третьем этапе для проведения анализа статистической значимости выделенных факторов была построена логит-модель бинарного выбора. В используемой модели зависимая переменная «UNDP» принимает значение «1», когда недооценка имеет место, и «0», когда цена

¹ Сумма исключенных размещений меньше общего числа выявленных выбросов, поскольку в нескольких случаях по размещению выявлялись выбросы по 2–3 переменным.

закрытия торгов в первый день не превышает цену размещения. Таким образом, на основе выделенных факторов была построена следующая логит-модель бинарного выбора о возникновении недооценки:

$$UNDP_i = \mu + \beta_1 MOEX + \beta_2 STYPE + \beta_3 LNVOLUME + \\ + \beta_4 DEV + \beta_5 LOCKUP + \beta_6 BANK + \\ + \beta_7 MARKET + \beta_8 ROA + \beta_9 LNEBITDA + u_i,$$

где $UNDP_i = \begin{cases} 1, & \text{если } UNDP_i^* > 0 \\ 0, & \text{если } UNDP_i^* \leq 0. \end{cases}$

Оценка факторов приведенной выше логит-модели была произведена в программе Stata 12.0 методом максимального правдоподобия (maximum likelihood estimation). По результатам оценки было принято предположение о том, что в модели величины недооценки отсутствует мультиколлинеарность и парная мультиколлинеарность. По результатам проведенной оценки на 1, 5 и 10%-ном уровнях значимости рассчитанное для теста отношение правдоподобия значение p_{value} меньше 0,01, 0,05 и 0,1, что говорит нам о подтверждении альтернативной гипотезы о ненулевом значении хотя бы одного фактора. Величина p_{value} показывает, что построенная модель возникновения недооценки является статистически значимой, следовательно, данная логит-модель адекватна эмпирическим данным. Оценка коэффициентов построенной модели приведена в табл. 7.

Таблица 7

Оценка коэффициентов построенной логит-модели

Независимая переменная	Стандартная ошибка	Коэффициент
Внутрикорпоративные факторы		
STYPE	0,6251	-0,4273
LNVOLUME	0,3525	-0,8816***
DEV	3,1775	8,4322**
LOCKUP	0,8486	0,4103
BANKS	0,2238	0,1220
Рыночные факторы		
MOEX	0,6435	0,7853
MARKET	17,7689	25,0147
Контрольные переменные		
LNEBITDA	0,3063	-0,5128***
ROA	6,4021	16,1637**

Примечание: *** – $p_{value} < 0,01$; ** – $p_{value} < 0,05$; * – $p_{value} < 0,1$.

Источник: составлено автором.

Из приведенных результатов можно сделать вывод о том, что переменная «объем размещения» значима на 10%-ном уровне значимости, что дает основания считать Гипотезу 1 статистически обоснованной. Значение оценки коэффициента перед данной переменной отрицательное, что означает, что увеличение объема размещения снижает вероятность возникновения недооценки акций компании. Данный вывод противоречит выдвинутому в Гипотезе 1 предположению о направлении влияния увеличения объема размещения на вероятность возникновения недооценки. Таким образом, согласно результатам, при размещении российских компаний недооценка тем вероятнее, чем больше объем размещения.

Основной причиной такой связи могут являться различия в рискованности бизнесов выходящих на IPO компаний. Все крупнейшие российские IPO, за редким исключением, проводились компаниями — монополистами в своей отрасли, порой с высокой долей государственной собственности. Специфика ключевых отраслей российской экономики заключается в высокой концентрации отдельных игроков и несовершенстве конкуренции. Отрасли по большей своей части поделены между несколькими государственными компаниями-монополистами (например, ВТБ и «Сбербанк» — в финансовом секторе; «Газпром» и «Роснефть» — в добывающем) либо частными корпорациями («Мечел», НОВАТЭК, «Уралкалий», «АЛРОСА»). В таких рыночных условиях указанные компании имеют высокую балансовую и оценочную стоимости, способны генерировать максимальные денежные потоки, а масштаб деятельности делает их стратегически важными для российской экономики. Такие компании способны проводить большие по своему объему размещения, поэтому можно сказать, что объем размещения характеризует размер эмитента.

В свою очередь, размер компании, устойчивые рыночные позиции и перспективность деятельности приводят к снижению риска инвестирования в ее ценные бумаги. Поэтому для частных и институциональных инвесторов вложение в акции крупной российской компании на первичном рынке может быть оптимальным с точки зрения минимизации риска портфеля и получения гарантированной доходности, что поддерживает спрос на акции данной компании. Таким образом, именно минимизация рискованности вложения, а не проблема нехватки ликвидности и недостаточности спроса, как предполагалось в Гипотезе 1, оказывает влияние на эффект изменения цены акций. Чем выше объем размещаемого пакета, тем крупнее такое событие для рынка, тем положительнее рынок воспринимает данное размещение и тем меньше компании нужно привлекать усилий для обеспечения необходимого спроса на акции.

В качестве второй значимой переменной в построенной модели возникновения недооценки стала переменная «DEV» — относительное отклонение цены размещения от среднего значения границ ценового коридора. При 5%-ном уровне значимости есть основание считать, что предположение, выдвинутое в Гипотезе 4 о том, что относительное отклонение цены размещения от среднего арифметического границ ценового коридора оказывает значимое влияние на возникновение недооценки, статистически обосновано. Другими словами, возникновение недооценки зависит от положения цены размещения в заявленном ценовом коридоре, т.е. ценовой политики эмитента при размещении.

Оцененный коэффициент перед переменной положительный. Это означает, что с ростом выбранной цены размещения и приближением ее к верхней границе ценового коридора вероятность возникновения недооценки акций компании увеличивается. Как и в предыдущем случае, выдвинутое предположение о направлении влияния данного фактора оказалось неверным: в действительности чем ближе цена к верхней границе ценового коридора, тем выше вероятность возникновения недооценки размещения российского эмитента.

Сигнальная теория, говорящая о том, что, размещаясь по нижней границе, эмитент сигнализирует о собственном качестве, в условиях российского рынка публичных размещений не оправдалась. Этот неожиданный результат может быть объяснен тем, что в случаях, когда российский эмитент размещается по цене, близкой к верхней границе ценового коридора, рынок воспринимает это как признак уверенности менеджмента и банка-андеррайтера в успешности¹ проводимого IPO даже при высокой цене размещения. Кроме того, из-за слабой эффективности российского рынка и, как следствие, высокой неравномерности распределения информации об эмитенте и самом размещении менее информированные инвесторы воспринимают выбор высокой цены размещения как сигнал о стабильности эмитента и высоком спросе со стороны других, более информированных инвесторов. Поэтому после объявления цены размещения, превышающей среднюю, менее информированные инвесторы тоже будут стремиться купить акции подобных эмитентов. Таким образом, подобный ажиотаж вокруг российских эмитентов может привести к *переоценке* рынком стоимости акций.

С другой стороны, рынок воспринимает установление цены размещения ниже средней как сигнал о неуверенности компании в успешности проводимого IPO и нехватке спроса на размещение. Этот вывод противоречит сигнальным теориям, имеющим силу в отношении ино-

¹ Критерий успешности — заполнение книги заявок и привлечение запланированной суммы.

странных компаний, и является одной из особенностей поведения инвесторов по отношению к российским эмитентам.

Кроме того, значимыми оказались контрольные переменные: натуральный логарифм EBITDA и рентабельность активов. Переменная «LNEBITDA» — натуральный логарифм объема EBITDA компании за ближайший к размещению финансовый год — значима при 10%-ном уровне значимости. Оцененный коэффициент перед данной переменной меньше нуля, поэтому можно сделать вывод о том, что чем выше значение EBITDA у размещающегося российского эмитента, тем ниже вероятность недооценки. Величина EBITDA характеризует размер компании и объем размещаемого пакета, т.е. чем выше размер EBITDA, тем больше масштаб деятельности компании. Значимость этой переменной в построенной логит-модели подтверждает сделанные ранее выводы о том, что чем крупнее российский эмитент, тем ниже у него необходимость занижать стоимость: необходимый уровень спроса будет обеспечен надежностью и стабильностью компании.

Переменная рентабельность активов российской компании за ближайший к размещению финансовый год значима на 5 и 10%-ном уровнях значимости. Отметим, что значимое влияние данной переменной на возникновение недооценки не предполагалось в выдвинутых гипотезах. Значимость переменной «ROA» свидетельствует о том, что инвесторов, помимо величины компании и ценовой политики размещения, интересует эффективность эмитента. При более высоких значениях рентабельности активов, при прочих равных, растет вероятность возникновения недооценки. Инвестируя в более эффективную компанию, инвестор потенциально сможет заработать доход, равный сумме курсовой разницы акций и дивидендных выплат.

Таким образом, оценив построенную модель бинарного выбора, было выявлено четыре фактора, существенно влияющих на возникновение недооценки российских размещений: объем размещаемого пакета, размер EBITDA перед размещением, рентабельность активов и положение цены в ценовом коридоре. Иными словами, на возникновение недооценки влияет размер компании, ее эффективность непосредственно перед размещением и ценовая политика размещения. При этом было принято, что положение цены размещения в ценовом коридоре — это фактор «зарабатывания денег» компанией, а не фактор, приводящий к возникновению недооценки. Другой вывод, который можно сделать на основе проведенного исследования, заключается в том, что инвесторов (как российских, так и иностранных) при осуществлении инвестиций в российскую компанию интересует ее надежность: размер и эффективность, а не прогнозы и ожидания касательно будущего отрасли, в которой ведет бизнес российский эмитент.

В качестве улучшения построенных моделей и продолжения исследования можно предложить разделить выборку по группам компаний: отделить друг от друга небольшие частные компании, вышедшие на IPO, и полугосударственные компании. Также можно расширить ряд факторов, влияющих на величину недооценки, добавив факторы «качества» потенциальных покупателей-инвесторов, рассмотреть наличие/отсутствие информации о будущих активностях компании и целях приобретения акций.

Заключение

По результатам проведенного анализа было установлено, что как на возникновение, так и на величину недооценки первичных публичных размещений российских компаний наибольшее влияние оказывают два фактора: объем размещения и положение цены размещения в ценовом коридоре, объявленном компанией. При этом направление влияния указанных факторов отличается от ранее предполагаемых: при больших по объему размещениях снижается вероятность возникновения недооценки размещений российских компаний и ее размер. Повышение цены размещения относительно среднего значения границ ценового коридора также приводит к увеличению вероятности и росту превышения цены размещения над ценой закрытия, однако в таком случае стоит говорить о переоценке акций эмитента рынком.

В заключение предложим практические рекомендации для потенциальных инвесторов и российских компаний, планирующих проведение первичного публичного размещения.

При IPO российских компаний большие объемы размещения воспринимаются рынком как сигнал о «понятности» и устойчивости бизнеса эмитента: компании, проводя малые по объему размещения, при прочих равных, должны быть готовы занижать цену размещения для его более успешного проведения. При этом тем сильнее должна занижаться цена, чем меньше объем размещения. При больших объемах размещаемого пакета, при прочих равных, российский эмитент может себе позволить оставлять меньшие резервы, имея при этом достаточный уровень спроса на собственное IPO.

Для российских компаний положение цены размещения внутри ценового коридора — это не фактор недооценки, а фактор «зарабатывания денег». Проведение размещения по максимально близкой (или равной) к верхнему значению цене размещения обеспечивает повышенный спрос на акции и рост котировок, по крайней мере в первый день торгов. Повышение цены размещения может быть полезно в ситуации, когда менеджмент эмитента одной из целей размещения ставит увеличение собственного благосостояния: не вступая в соглашение lock-up, акционеры

могут продать часть своих долей в капитале компании ближе к завершению торгов в первый день, получив, таким образом, высокий доход.

Если говорить о спекулятивных инвесторах, то им в формировании инвестиционной стратегии стоит обратить внимание на ранее указанные два фактора: объем размещения и положение цены размещения в ценовом коридоре. Таким инвесторам для осуществления прибыльных инвестиций необходимо учитывать не крупные размещения, например, государственных корпораций в рамках частичной приватизации или просто компаний — монополистов в своей отрасли, а, как это ни парадоксально, более скромные по своим объемам размещения. Как уже не раз отмечалось, руководство эмитентов, размещающих небольшие объемы, вынуждено определять цену размещения ниже справедливой, а разница между справедливой и установленной ценой должна быстро компенсироваться рынком, приводя к росту котировок акций. Поэтому, если спекулятивный инвестор стоит перед выбором, в каком российском IPO участвовать, и если инвестиции в размещающиеся компании имеют сопоставимые уровни риска, то для извлечения выгоды от роста котировок, при идентичных условиях, стоит выбирать более скромное по своим размерам размещение.

Рекомендация «участвовать» может быть дана относительно российских первичных размещений, проходящих по верхней границе ценового коридора или близкой к ней цене размещения. Такие размещения российских эмитентов имеют тенденцию быть переоцененными прочими инвесторами. Этой «ошибкой» остального рынка спекулятивный инвестор может воспользоваться, записавшись в книгу заявок либо купив акции во время открытия торгов, после чего, ближе к концу торгового дня, он сможет продать такие акции по цене, превышающей цену покупки.

В ходе проведенного исследования было выявлены факторы, оказывающие значимое влияние на возникновение и размер недооценки акций российских компаний в первый день торгов, проведена оценка значимости этих факторов и даны рекомендации по практическому использованию выводов исследования.

Список литературы

1. *Главина С. Г.* Проблемы развития рынка IPO стран БРИКС // Управление экономическими системами. — 2013. — № 8(56). — С. 54–65.
2. База данных IPO и SPO // Информационно-аналитический портал PREQVECA. URL: <http://preqveca.ru/placements/> (дата обращения: 10.04.2016).
3. Обзор IPO российских компаний за 2005–2014 гг. // Веб-сайт PWC. URL: https://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/assets/a4_brochure_ipos_rus_print.pdf (дата обращения: 26.02.2016).

4. РБК.Quote // Веб-сайт. URL: <http://quote.rbc.ru/> (дата обращения: 09.02.2016).
5. Хофстеде Г. Модель Хофстеде в контексте: параметры количественной характеристики культур / Пер. с англ. В. Б. Кашкина // Язык, коммуникация и социальная среда. — 2014. — № 12. — С. 9–49.
6. Aggarwal R. K. Institutional allocation in initial public offerings: Empirical evidence // Journal of Financial Economics. — 2002. — No. 3(57). — P. 1421–1442.
7. Baron D. P. A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues // Journal of Finance. — 1982. — No. 4. — P. 955–976.
8. Brownhilder N. N. Underpricing of IPOs during Hot and Cold Market Periods on the South African Stock Exchange (JSE) // International Journal of Social, Education, Economics and Management Engineering. — 2013. — No. 79. — P. 896–903.
9. Cornelli F. Bookbuilding and Strategic Allocation // The Journal of Finance. — 2011. — No. 6. — P. 2337–2369.
10. Costa B. A. Does culture influence IPO underpricing? // Journal of Multinational Financial Management. — 2013. — No. 1 (23). — P. 113–123.
11. EY Global IPO Trends 2015 4Q // Website EY. URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q4/\\$FILE/EY-global-ipo-trends-2015-q4.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q4/$FILE/EY-global-ipo-trends-2015-q4.pdf) (date: 24.02.2016).
12. Hopp C. Do Differences in Institutional and Legal Environments Explain Cross-Country Variations in IPO Underpricing? // Applied Economics. — 2013. — No. 4. — P. 435–454.
13. Griffith S. J. Spinning and Underpricing: A Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings // Brooklyn Law Review. — 2014. — No. 2. — P. 583–649.
14. Koh F. A Direct Test of Rock's Model of the Pricing of Unseasoned Issues // Journal of Financial Economics. — 1989. — No. 2 (23). — P. 251–272.
15. Ibbotson R. G. Price performance of common stock new issues // Journal of Financial Economics. — 1975. — No. 3 (2). — P. 235–272.
16. IPO Watch Europe 2015 // Website PWC. URL: <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/ipo-watch-europe-2015.pdf> (date: 25.02.2016).
17. Hopp C. Do Differences in Institutional and Legal Environments Explain Cross-Country Variations in IPO Underpricing? // Applied Economics. — 2013. — No. 4. — P. 435–454.
18. Ljungqvist A. P. IPO Pricing in the Dot-com Bubble // Journal of Finance. — 2003. — No. 2. — P. 723–752.
19. Logue D. E. On the pricing of unseasoned equity issues // Journal of Financial and Quantitative analysis. — 1973. — No. 01 (8). — P. 91–103.
20. Maksimovic V. Technological innovation and initial public offerings. // Review of Financial Studies. — 2001. — No. 2. — P. 459–494.
21. Michaely R. The pricing of initial public offerings: Tests of adverse-selection and signaling theories // Review of Financial Studies. — 1994. — No. 2. — P. 279–319.
22. Michelacci C. Business Creation and the Stock Market // Review of Economic Studies. — 2004. — No. 2. — P. 459–481.

23. *Muscarella C. J.* A simple test of Baron's model of IPO underpricing // *Journal of Financial Economics*. — 1989. — No. 1 (24). — P. 125–135.
24. *Reilly F.* Further evidence on short-run results for new issues investors // *Journal of Financial and Quantative Analysis*. — 1973. — No. 01 (8). — P. 83–90.
25. *Ritter J. R.* Initial Public Offerings: Update:d Statistics. [electronic resource] // Warrington College of Business Administration, 2014. URL: <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/IPOs2013Underpricing.pdf> (date: 01.03.2016).
26. *Rock K.* Why new issues are underpriced // *Journal of Financial Economics*. — 1986. — No. 1 (15). — P. 187–212.
27. *Spatt C. S.* Preplay communication, participation restrictions, and efficiency in initial public offerings // *Review of Financial Studies*. — 1991. — No. (4). — P. 709–726.
28. *Stoll H. R.* Small business and the new issues market for equities // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. — 1970. — No. 03. — P. 309–322.
29. Thomson Reuters [electronic resource]. Datastream. URL: <https://www.thomsonone.com> (date: 14.03.2016).
30. *Welch I.* Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings // *Journal of Finance*. — 2014. — No. 2 (44). — P. 421–450.

The List of References in Cyrillic Transliterated into Roman Alphabet

1. *Glavina S. G.* Problemy razvitija rynka IPO stran BRIKS // *Upravlenie jekonomicheskimi sistemami*. — 2013. — № 8 (56). — S. 54–65.
2. Baza dannyh IPO i SPO // Informacionno-analitcheskij portal PREQVECA. URL: <http://preqveca.ru/placements/> (data obrashhenija: 10.04.2016).
3. Obzor IPO rossijskih kompanij za 2005–2014 gg. // Veb-sajt PWC. URL: https://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/assets/a4_brochure_ipos_rus_print.pdf (data obrashhenija: 26.02.2016).
4. RBK Quote // Veb-sajt. URL: <http://quote.rbc.ru/> (data obrashhenija: 09.02.2016).
5. *Hofstede G.* Model' Hofstede v kontekste: parametry kolichestvennoj harakteristiki kul'tur/per. s angl. VB Kashkina // *Jazyk, kommunikacija i social'naja sreda*. — 2014. — №. 12. — S. 9–49.