

Секция «43.9 Управление рисками и страхование: новые вызовы и возможности»

Риски IPO российских компаний в условиях финансовой нестабильности: от эмитента к инвестору

Заявка № 1671828

Первичное публичное размещение акций (IPO) остается значимым финансовым инструментом для российского рынка, однако текущая макроэкономическая и геополитическая ситуация трансформирует структуру рисков для всех участников процесса. Цели инвесторов (максимизация стоимости и диверсификация) вступают в противоречие с интересами эмитентов, стремящихся к привлечению финансирования. Актуальность исследования обусловлена ростом числа неквалифицированных инвесторов на биржевом рынке, которые вносят все больший вклад в волатильность котировок, будучи подверженными влиянию новостной повестки, а также сохранением высоких процентных ставок, что делает безрисковые инструменты альтернативой вложениям в IPO.

Все риски IPO можно классифицировать по этапам процесса: подготовка (выбор аудитора, андеррайтера, момента выхода), размещение (недооценка/переоценка, объем выкупа) и пост-эмиссионный период (долгосрочная доходность, политические и операционные риски). Цель данного исследования - идентификация и систематизация рисков, возникающих на различных этапах первичного публичного размещения акций российских компаний, и разработка на этой основе практических рекомендаций для инвесторов и эмитентов по управлению данными рисками в условиях современной финансовой нестабильности.

Теоретической базой выступают концепции корпоративных финансов. Согласно теории Модильяни-Миллера [6], инвестиционное решение оправдано, если стоимость капитала ниже его альтернативной стоимости (WACC). Гипотеза иерархии Майерса [7] предполагает предпочтение внутренних и долговых источников финансирования эмиссии акций из-за асимметрии информации. Однако, как показано в работах Ибботсона [5] и Риттера [8], [9], в периоды «горячих рынков» IPO может стать более привлекательным инструментом. Для развивающихся рынков, как отмечают (Gupta et al., 2021) [4], действие традиционных факторов искажается под влиянием внешних шоков. Исследования [2] и [3] подтверждают важность выбора метрик оценки (расходы на IPO, динамика долговой нагрузки) для понимания долгосрочных эффектов. Статья Шахназарова [1] указывает на роль корпоративного управления в снижении рисков делистинга.

Эмпирическая база исследования сформирована на основе портала PREQVECA и включает 140 IPO российских компаний с 1996 г. по 2025 г. Фокус сделан на периоде после 2020 г. (30 компаний), что обусловлено восстановлением рынка в условиях санкций и высокой волатильностью. Анализ динамики показывает сдвиг от нефтегазового и металлургического секторов к финансовым и технологическим компаниям.

Для оценки рисков, связанных со стоимостью привлечения капитала, применяется методология сравнения фактических затрат на IPO со средневзвешенной стоимостью капитала (WACC). WACC рассчитывается по формуле:

$$WACC = W_d \times R_d + W_e \times R_e,$$

где стоимость собственного капитала (R_e) оценивается через модель CAPM:

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f).$$

В качестве безрисковой ставки (R_f) использована доходность 10-летних ОФЗ, рыночной доходности (R_m) - индекс MOEX. Фактические затраты на IPO (услуги андеррайтера, аудит, реклама) извлечены из отчетностей компаний.

Результаты демонстрируют, что для 19 из 30 компаний стоимость привлечения капитала через IPO оказалась ниже WACC. Пороговым значением, превышение которого сигнализирует о потенциальной переоценке и росте рисков для инвестора, является уровень затрат в 13% от объема привлеченных средств. Анализ пост-эмиссионных показателей выявил разнонаправленную динамику: при росте среднего показателя EBITDA с 17,1 до 24,9 млрд руб., средняя капитализация компаний снизилась с 56,7 до 41,7 млрд руб., а долговая нагрузка возросла на 75 млрд руб. Мультипликатор Долг/EBITDA, в среднем, увеличился, что свидетельствует о росте долгового бремени.

С точки зрения инвесторов, участие в IPO в рассматриваемый период является высоко-рискованной стратегией. Лишь 8 из 30 компаний показали положительную доходность (в среднем +23,2%), в то время как остальные 22 компании потеряли в стоимости в среднем 42,6% с момента размещения. Это подтверждает высокий уровень систематических рисков на российском рынке в условиях санкций и ужесточения денежно-кредитной политики.

Таким образом, на рынке сложилась ситуация, при которой эмитенты могут получить относительно дешевый капитал (если их затраты не превышают 13%), но для инвесторов вложения в IPO сопряжены с существенными рисками. Ключевые рекомендации по управлению рисками включают:

1. Для инвесторов: критическая оценка доли затрат эмитента (превышение 13% - сигнал о переоценке); анализ пост-эмиссионной динамики мультипликаторов (EV/EBITDA, Долг/EBITDA) компаний-аналогов; осторожность в периоды «горячих» рынков, когда рост числа размещений не коррелирует с будущей доходностью.

2. Для эмитентов: контроль затрат на IPO с целью сохранения преимущества перед долговым финансированием; оптимизация внутренних процессов для снижения транзакционных издержек.

Применение данных подходов позволит снизить негативные эффекты информационной асимметрии и повысить эффективность функционирования финансового рынка.

Источники и литература

- 1) Шахназаров А.А. Оценка риска делистинга компаний после IPO // Journal of Economy and Business. 2021. № 3-2 (73). С. 237-243.
- 2) Beatty R.P., Welch I. Issuer expenses and legal liability in initial public offerings // Journal of Law and Economics. 1996. Vol. 39, No. 2. P. 545-602.
- 3) Chen S., Bangassa K. Long-run performance of Chinese initial public offerings: Further evidence // Asia-Pacific Journal of Financial Studies. 2011. Vol. 40, No. 2. P. 285-316.
- 4) Gupta K., Raman T.V., Deol O.S., Gupta K. Impact of Risk Disclosures on IPO performance: Evidence from India // Finance: Theory and Practice. 2021. Vol. 25, No. 6. P. 128-144.
- 5) Ibbotson R.G., Jaffe J.F. «Hot issue» markets // The Journal of Finance. 1975. Vol. 30, No. 4. P. 1027-1042.
- 6) Modigliani F., Miller M.H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment // The American Economic Review. 1958. Vol. 48, No. 3. P. 261-297.
- 7) Myers S.C., Majluf N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Journal of Financial Economics. 1984. Vol. 13, No. 2. P. 187-221.
- 8) Ritter J.R. The «hot issue» market of 1980 // The Journal of Business. 1984. Vol. 57, No. 2. P. 215-240.

- 9) Ritter J.R. Initial public offerings // Contemporary Finance Digest. 1998. Vol. 2, No. 1. P. 5-30.

Иллюстрации

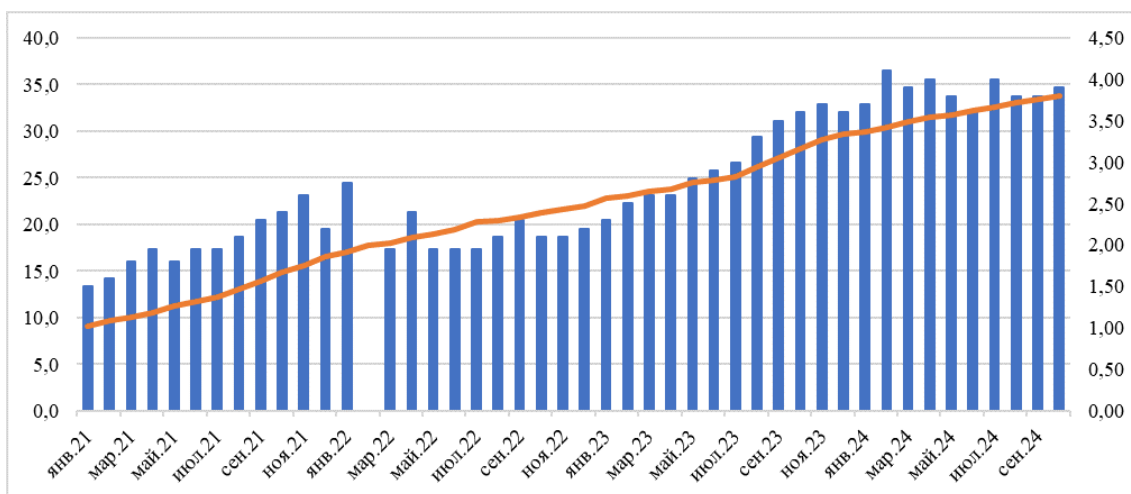


Рис. : Количество физлиц с брокерскими счетами, млн.чел. (шкала слева, линия) и количество частных инвесторов, совершивших сделки, млн. чел. (шкала справа, столбцы). Источник: составлено автором на основе данных Московской Биржи.

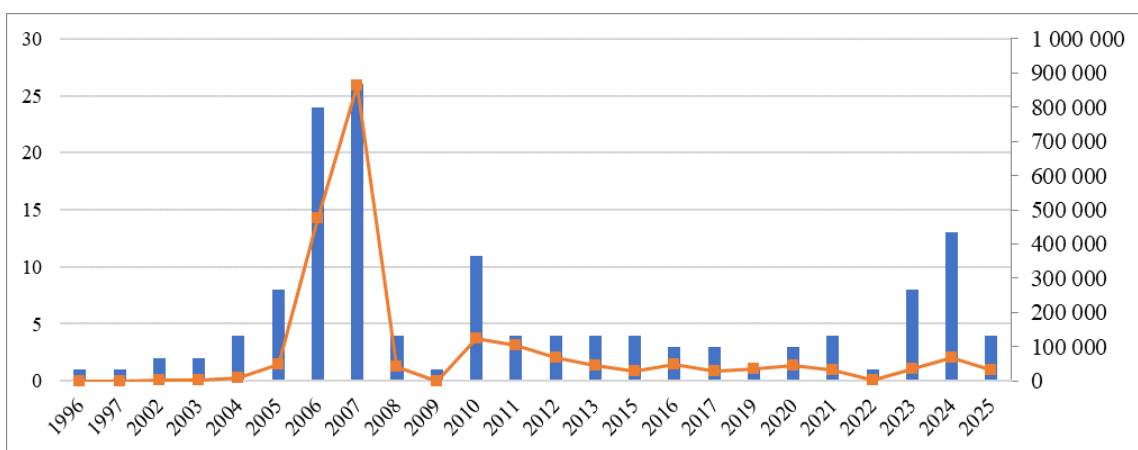


Рис. : Динамика количества IPO российских компаний. Источник: составлено автором.

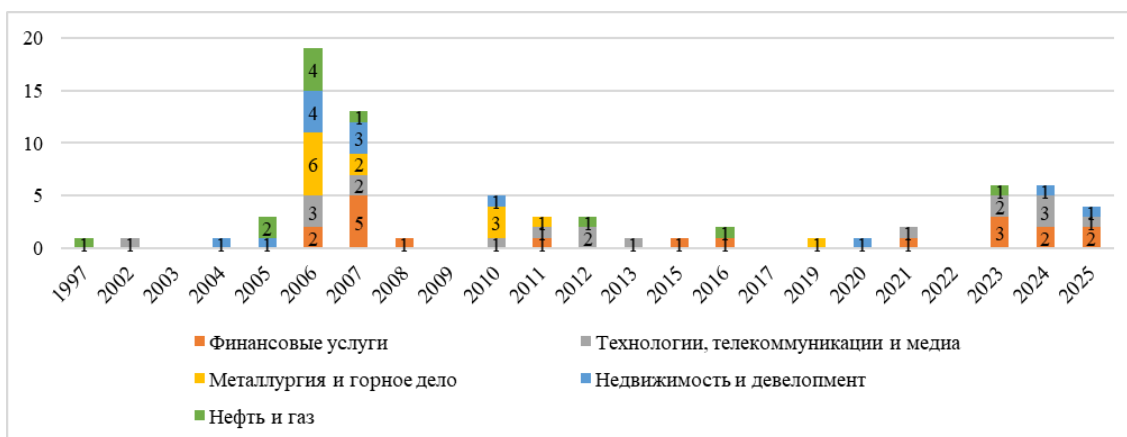


Рис. : Динамика количества IPO по отраслям с наибольшим количеством размещений за все время. Источник: составлено автором.



Рис. : Сравнение стоимости привлечения финансирования посредством IPO с WACC. Источник: составлено автором.

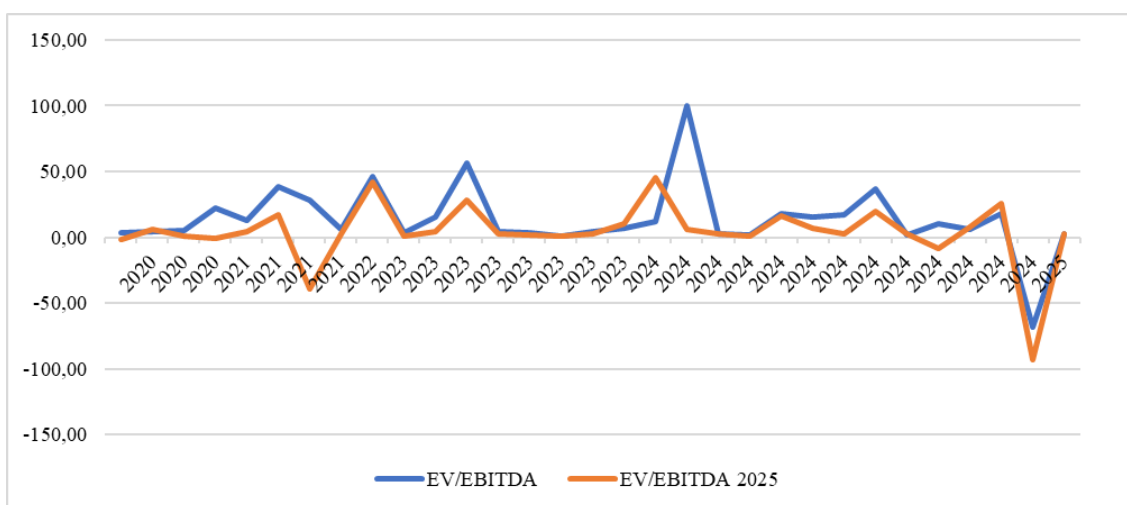


Рис. : Динамика мультипликатора EV/ЕВITDA. Источник: составлено автором.

