



Б. Б. РУБЦОВ
Доктор экон. наук, профессор, завкафедрой «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» Финансового университета при Правительстве РФ. Автор 7 индивидуальных монографий, соавтор 6 коллективных монографий, учебников и учебных пособий и более 150 статей по проблемам развития финансовых рынков и мировой экономики.

E-mail: sdfa56@mail.ru

Мировой рынок первичных публичных размещений достиг своего максимального исторического значения в 2007 году. В результате мирового финансового кризиса 2008–2009 годов произошло значительное уменьшение эмиссионной активности. Однако уже во второй половине 2009 года началось постепенное восстановление этого сегмента рынка капиталов. В настоящей работе проанализировано развитие рынков IPO в период с 2005 по 2010 год, выявлены основные тенденции развития на среднесрочную перспективу.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

инвестиции, первичное публичное размещение акций, рынок акций, рынок капитала, финансовые рынки.

Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития

Рынок первичных публичных размещений акций

Рынок первичных публичных размещений акций (IPO) является сегментом рынка ценных бумаг, где эмитент привлекает капитал. Спрос на рынке формируют институциональные и розничные инвесторы, которые участвуют в приобретении акций на этапе IPO, а предложение – эмитенты и продающие акционеры, у которых возникают потребности в денежных ресурсах. В статье под рынком IPO понимается сегмент рынка ценных бумаг, где осуществляется продажа акций эмитентом и акционерами, сопровождаю-

щаяся трансформацией бизнеса из частного в публичный.

Прежде чем рынок эволюционным путем достиг своего современного состояния, он прошел несколько этапов развития:

- Зарождение стихийного рынка акционерного капитала (начало XVII – начало XIX века): возникновение акционерных обществ и первые публичные размещения акций на бирже (Голландской и Британской Ост-Индских компаний); активное участие розничных инвесторов и отсутствие квалифицированных и институциональных инвесторов как класса, отсутствие системы регулирования размещения акций.



А. В. НАПОЛЬНОВ
Аспирант кафедры «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» Финансового университета при Правительстве РФ, заместитель директора по связям с инвесторами X5 Retail Group. Автор 15 статей по проблемам акционерного капитала и первичных публичных размещений акций.

E-mail: andrej.napolnov@gmail.com

- Институционализация рынка (1820-е – начало XX века): формирование и развитие профессиональных посредников на первичных рынках (инвестиционных банков) и начало формирования процедур первичного публичного предложения.

- Формирование развитого рынка (середина 1910-х – 1970-е): продолжительные периоды роста в 1920-х, 1950-х и 1960-х годах чередовались с застоем на рынке капиталов, вызванным мировыми войнами и финансовым кризисом, которые парализовали развитие рынка капиталов.

- Становление современного рынка (1970-е – настоящее время): формирование технологии IPO, общая активизация размещений и значительное расширение круга эмитентов.

За всю историю финансовых рынков произошли десятки кризисов: наиболее значительные приводили к огромным потерям инвесторов, подрыву доверия к фондовому рынку и серьезным изменениям в части регулирования рынков. Падение стоимости акций на вторичном рынке становится причиной снижения активности на первичных рынках.

Неудивительно, что кризисные явления на финансовом рынке в 2007–2009 гг. несколько скорректировали количественные и качественные показатели, но тем не менее не изменили основных тенденций развития рынка IPO, сложившихся в последнее десятилетие. В настоящей статье приводится характеристика основных направлений развития рынка IPO в 2005–2010 годах, описываются особенности рынка в 2008–2009 годах, на основе чего выделяются основные тенденции развития рынков на среднесрочную перспективу 2011–2020 годов.

Количественные и качественные характеристики глобального рынка IPO

Увеличение количества и объема сделок. Рост рынка начался еще в 2003 году и происходил на фоне снижения ставки рефинансирования в США для борьбы со спадом в экономике, последовавшим за сжатием фондовых рынков в начале нулевых. В 2005 году благодаря 1552 сделкам было привлечено 180 млрд долл., а 2007 год, когда в США уже вовсю разворачивался ипотечный кризис, стал рекордным по количеству проведенных первичных размещений и привлеченному

капиталу с момента бума доткомов: посредством публичных размещений акций и 2014 сделок было привлечено 295 млрд долл. Падение рынка в 2008–2009 годах было связано с мировым финансовым кризисом. Восстановление рынка началось уже в 2009 году, а на следующий год рынок почти приблизился к докризисным показателям по объему привлеченного капитала (рис. 1).



Увеличение среднего размера первичного размещения. Увеличение среднего размера первичного размещения было связано с выходом на биржу крупных компаний, ставивших рекорды по объему размещения (рис. 2, 3). Эмитенты из Азии привлекали наибольшие объемы капитала. В 2010 году Сельскохозяйственный банк Китая (Agricultural Bank of China) осуществил крупнейшую сделку за историю мирового рынка IPO, инвесторы приобрели акции на 22,1 млрд долл.



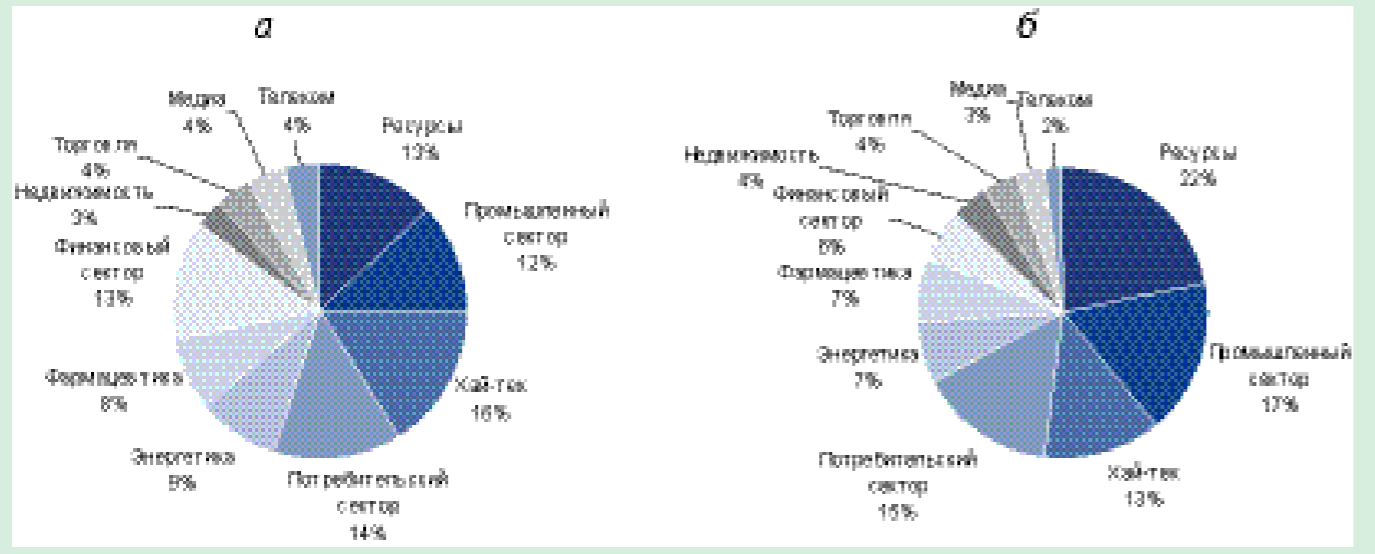
Диверсификация отраслевой направленности размещений. Отраслевая структура рынка IPO отражает инвестиционный ландшафт экономики: наиболее активные компании и отрасли

Эффективное
Антикризисное
Управление

развиваются опережающими темпами по сравнению с другими. Хотя отраслевая структура рынка на протяжении исследуемого периода была относительно стабильной с точки зрения количества сделок, объемы привлечения капитала значительно отличались (рис. 4).

привлекли около 35% общего объема привлеченного капитала (63 млрд долл.), то в 2010 году их доля увеличилась в два раза – до 70% (195 млрд долл.). Среди развивающихся стран наиболее значимое положение на рынке IPO занимают Китай, Бразилия, Россия и Индия. Если в начале 2000-х

Рис. 4. Отраслевая структура мирового рынка IPO в 2005 (а) и 2010 (б) годах. Количество сделок [4]



Усиление роли эмитентов развивающихся рынков. Страны с развивающейся экономикой значительно усилили свои позиции на первичном рынке. Высокие темпы роста компаний и, соответственно, доходности на развивающихся рынках привлекают к последним серьезное внимание со стороны инвесторов из развитых стран. Если в 2005 году эмитенты из развивающихся рынков

за последние несколько лет были заметными игроками на мировом рынке, то на пике, в 2007 году, 375 компаний из стран БРИК привлекли 114 млрд долл., или около 40% общего объема средств, привлеченных по всему миру. Наиболее активными оказались эмитенты из Китая, по итогам 2010 года их доля составила 46% привлеченного капитала (рис. 5, 6).

Рис. 5. Рынок IPO компаний стран БРИК

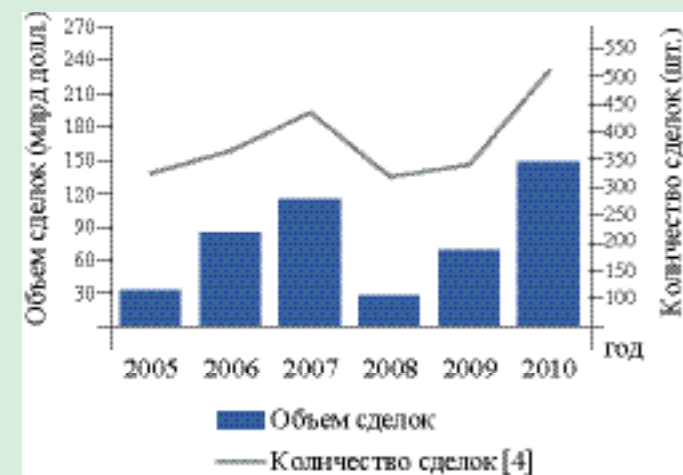


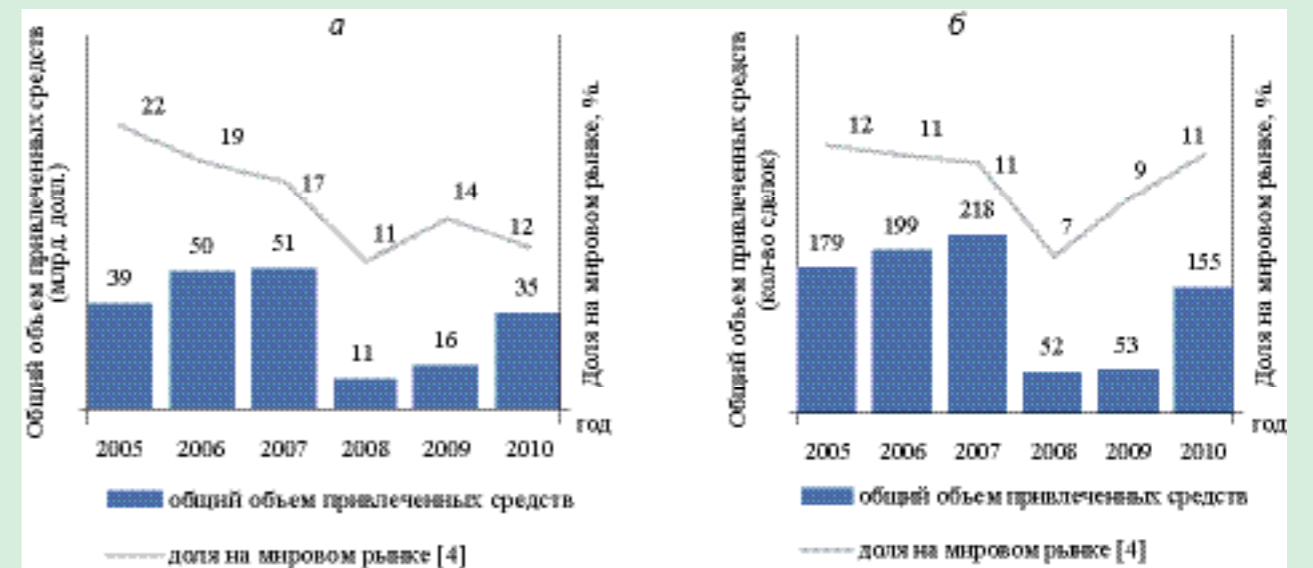
Рис. 6. Доля стран Азии и Китая в общем объеме мирового рынка IPO



Усиление роли национальных рынков и национальных бирж. В 2005–2010 годах основными тенденциями развития конкуренции среди бирж стали интенсификация процессов консолидации и увеличение роли бирж на развивающихся рынках. Экономический рост развивающихся рынков привел к тому, что Нью-Йоркская, Лондонская биржи, лидеры по объему привлеченного капитала в 2005 году, уступили место азиатским биржам. В 2010 году на Гонконгской бирже было привлечено 58 млрд долл. капитала (20% от мирового объема), на Шеньженьской – 44 млрд долл.

ски зарегистрированных в стране, и иностранных фирм, ведущих операционную деятельность в Китае, они размещают свои акции на американских биржах. Значительное уменьшение количества спонсируемых размещений наблюдается в 2008–2009 годах на фоне общего падения рынка в целом. При этом фонды прямых и венчурных инвестиций оказались более чувствительными к падению рынка, что подтверждает уменьшение доли спонсируемых размещений, как в денежном, так и в натуральном выражении, ниже исторических значений (рис. 7).

Рис. 7. Рынок спонсируемых IPO в денежном (а) и натуральном (б) выражении:



(15% от мирового объема) и только 34 млрд долл. на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Усиление роли суверенных фондов. Суверенные фонды стали заметными игроками на рынке как частного, так и публичного капитала и постепенно усиливают свое влияние. Это влияние распространяется на участие фондов в покупке акций как во время IPO, так и в инициации IPO компаний, в которых суверенные фонды владеют значительной долей, для продажи своей доли в капитале фирм.

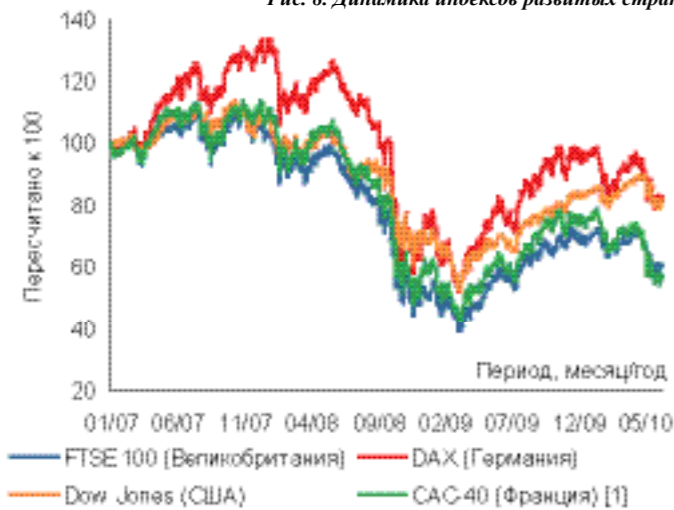
Увеличение количества и объема спонсируемых IPO. Под спонсируемыми IPO понимаются такие сделки, когда инициатором является фонд прямых или венчурных инвестиций, а публичное размещение – способ монетизировать долю в компании. Активность фондов прямых инвестиций определяется доступностью кредитных ресурсов. Традиционно наиболее активные рынки для спонсируемых размещений – это США и Европа. В рассматриваемый период начала возрастать роль китайских компаний, юридиче-

Стабилизация возраста компаний, выходящих на публичные рынки. Согласно исследованиям Т. Лограна и Д. Риттера, в США средний возраст компании, проводившей IPO, составлял 7 лет в 1980–1990-е годы. В Европе ситуация другая [5, с. 413]. Согласно исследованиям Г. Гудичи и Р. Розенбум, до середины 1990-х годов средний возраст компаний к моменту проведения IPO составлял 40 лет, но снизился до 10 лет во время бума интернет-компаний. В настоящий момент можно говорить о двух основных характеристиках рынка, связанных с возрастом компаний: с одной стороны, на рынок выходят зрелые фирмы, с уже устоявшимся бизнесом, с другой – небольшие компании новой экономики.

Рост количества размещений акций дочерних компаний. На IPO выходят дочерние компании крупных корпораций, уже являющихся публичными. Это один из инструментов финансирования дочернего бизнеса для крупных компаний со сложной структурой. Так, одно из крупнейших размещений в истории – размещение

акций AIA Group (22,1 млрд долл.) азиатской дочерней компании AIG Group. Другие крупные размещения в 2010 году провели Samsung Life Insurance (4,4 млрд долл.), Enel Green Power (3,4 млрд долл.)

Рис. 8. Динамика индексов развитых стран



Использование стратегии двойного пути.

По рекомендациям инвестиционных банков многие компании одновременно ведут подготовку и к публичному размещению, и к продаже бизнеса стратегическому инвестору. Так называемый двойной путь (dual track) предназначен для минимизации вероятности срыва сделки и на максимизацию доходов компании от сделки.

Глобальный рынок первичных размещений испытал значительное падение объема и количества сделок в 2008 году на фоне ухудшающейся

динамики вторичных рынков, в первой половине 2009 года был крайне неактивен и начал постепенно оживать лишь во второй половине 2009 года. Рынок IPO восстанавливался быстрее рынков IPO, так как компаниям, которые уже известны инвесторам, проще привлечь капитал. Инвестиции в IPO – более рискованные по сравнению с IPO. В 2008–2009 годах более 80% сделок на публичных рынках акционерного капитала были связаны со вторичными размещениями. Общий объем IPO значительно увеличился только в третьем квартале 2009 года, когда появилась уверенность в восстановлении экономики.

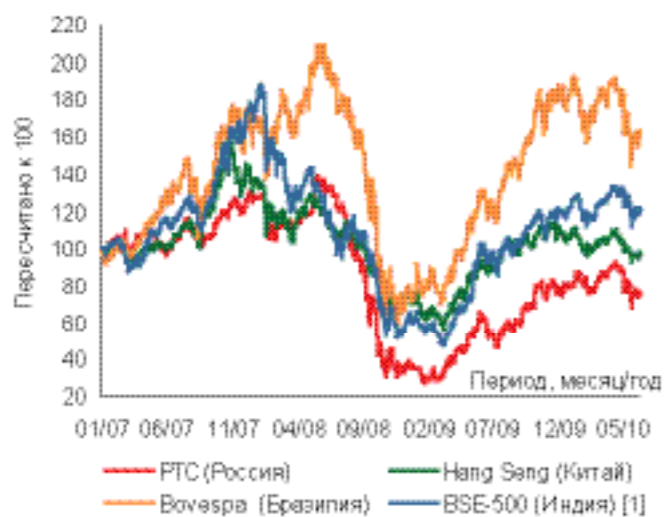
Усиление волатильности вторичных рынков стало основной причиной остановки на первичных рынках. В начале 2009 года инвесторы могли приобрести акции публичных компаний на 50–70% дешевле, чем годом ранее: по-прежнему увеличивался разрыв между ожиданиями акционеров и инвесторов: акционеры не готовы были продавать по низкой цене, инвесторы не выражали желания покупать по цене, которую хотели получить акционеры (рис. 8, 9).

Однако падение рынка в 2008–2009 годах не изменило основных тенденций рынка IPO, значительная часть которых определяется общими трендами развития глобальной экономики. Развитие рынков в среднесрочной перспективе до 2020 года будет происходить в зависимости от следующих тенденций:

Рост рынков IPO на фоне восстановления экономики развитых и развивающихся стран.

В мире объемы размещений в 2008–2009 годах находились на уровне ниже средних значений объемов в благополучные годы, таким образом формируется значительный потенциал для дальнейшего роста рынка. Положительное влияние окажут приватизационные программы правительства развитых и развивающихся стран: Индия планирует осуществить дивестиции в размере 10 млрд долл. в ближайшие годы, приватизационные планы российского правительства – около 50 млрд долл. в 2011–2017 годах. Другим немаловажным фактором является поддержка развивающимися государствами альтернативной энергетики, отрасли переработки отходов, транспортной и инфраструктурной отраслей. В период кризиса Китай запустил программу по финансированию крупных инфраструктурных и транспортных проектов (586 млрд долл.). В 2010 году китайское правительство объявило о запуске программы развития альтернативной энергетики, сумма инвестиций – 735 млрд долл. В Индии принята инвестиционная программа по развитию инфраструктуры, в которую предполагается вложить 1 трлн долл. [4, 3].

Рис. 9. Динамика индексов развивающихся стран



Увеличение количества высокотехнологичных компаний и компаний новой экономики. Ведущие развитые страны уделяют внимание инновациям и развитию сектора высоких технологий: создаются центры инновационного развития, специальные инвестиционные фонды, в том числе на основе государственно-частного партнерства. Так как частные инвесторы будут продавать доли в капитале, которыми они владеют в реализуемых проектах, на IPO, существует значительный потенциал роста количества размещений со стороны инновационных компаний. В 1990-е годы XX века активизировались интернет-компании, в 2000-е – биотехнологические компании, в 2010-е годы к ним добавятся фирмы, работающие в секторе экологически чистых технологий, развивающие технологии переработки отходов и альтернативной энергетики.

Общее увеличение рисков рынка IPO. Выход на рынок меньших по размеру инновационных компаний будет определять общее увеличение рискованности первичных рынков акционерного капитала.

Стабилизация доли размещений на развивающихся рынках в общей структуре рынка IPO. Бурный рост развивающихся рынков определил увеличение количества IPO, проводимых фирмами из этих стран. В 2009–2010 годах на фоне значительного падения европейского рынка IPO доля азиатских рынков возросла с 31% (среднее значение за 2005–2008 годы) до 61% в 2009-м и 65% в 2010 году. По мере восстановления европейского и американского рынков IPO в 2011–2012 годах доля размещений из Азии и развивающихся стран в общей структуре рынка IPO стабилизируется.

Усиление национальных бирж, формирование новых финансовых центров, общий рост ликвидности бирж. Некоторые страны, в том числе Китай, Индия, Бразилия, уделяют особое внимание созданию на своей территории региональных финансовых центров и привлечению зарубежных эмитентов. К 2020 году Россия планирует создать международный финансовый центр в Москве. Российский финансовый центр будет ориентирован прежде всего на страны СНГ и Восточную Европу. Однако пока в странах СНГ, например на Украине, отсутствует правовая платформа для размещения акций в России. Успешным оказался проект Варшавской фондовой биржи, которая признана одной из наиболее значимых по объемам IPO бирж Европы по результатам 2009 и 2010 годов.

Повышенное внимание инвесторов к бизнесу, в который направляются инвестиции.

Значительные потери, понесенные фондами в конце 2008 года, заставляют их более консервативно подходить к оценке инвестиций. Рынок размещений после 2008 года стал рынком инвестора, тогда как во время бума он был рынком эмитента.

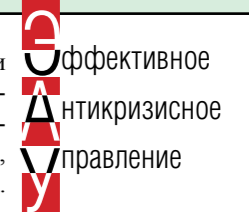
Проблемы и перспективы рынка IPO в России

В России практика проведения первичных публичных размещений не такая обширная, как в Европе и США, на развивающихся рынках, в частности в Бразилии, Индии и Китае. Объяснение данного факта простое и известное: в России переход от плановой экономики к рыночной стартовал в начале 1990-х гг. На фоне глубокого кризиса, охватившего экономику страны и сопровождавшегося переделом собственности, IPO не могло быть инструментом привлечения инвестиционных ресурсов.

В экономической истории России можно выделить два периода развития рынка IPO: до-революционный и современный. Учитывая активность проведения российскими компаниями первичных публичных размещений, можно выделить 4 этапа современного периода развития:

Формирование рынка (1996–2002): первые IPO российских компаний были единичными и осуществлялись на иностранных биржах. История российских IPO началась благодаря компании «Вымпелком»: 15 ноября 1996 года на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) началось обращение депозитарных расписок на ее акции. Следующей компанией, которая стала публичной, оказалась «Голден Телеком», разместившая свои акции на NASDAQ в 1999 году. Первое размещение на внутреннем рынке провела компания «РБК»: в 2002 году было привлечено 14 млн долл. благодаря размещению акций на РТС и ММВБ.

Становление рынка (2003–2007): значительное увеличение числа размещений, совершенствование российской регулятивной и биржевой инфраструктуры. С 2003 года начался значительный рост числа российских компаний, выходящих на первичный рынок. Наиболее заметным этот процесс был в 2005–2007 годах, когда свыше 50 компаний стали публичными. 2007 год и вовсе стал рекордным по количеству IPO, при этом Россия вышла в лидеры среди стран Европы: отечественные компании предложили инвесторам акции почти на 30 млрд долл. (рис. 10, 11), тогда как рынок Великобритании составил 22 млрд долл., а Германии – 11 млрд долл.



Параллельно с ростом объемов рынка происходили и институциональные изменения: благодаря протекционистской политике ФСФР усиливали свои позиции российские биржи, которые стали всерьез рассматриваться как альтернатива листингу на иностранной бирже.

За 2008 год только две компании решились провести значительные по объему сделки с акционерным капиталом: «Глобалтранс» и ТГК-7. Также получило листинг на Лондонской бирже ОАО «Акрон», и незначительную долю акций разместила на Франкфуртской бирже компания «Трак-

Рис. 10. Российский рынок IPO (2003–2010). Количество размещений (по данным [4, 6], авторским оценкам)

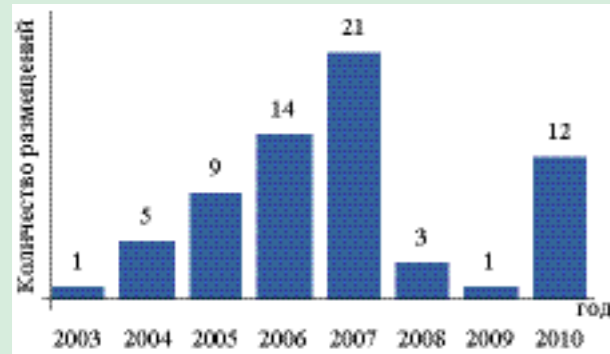
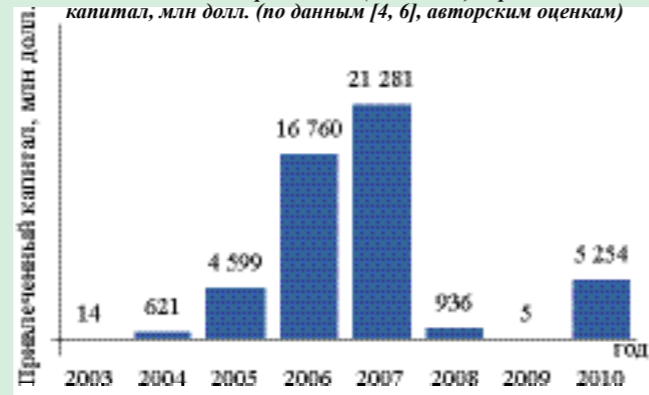


Рис. 11. Российский рынок IPO (2003–2010). Привлеченный капитал, млн долл. (по данным [4, 6], авторским оценкам)



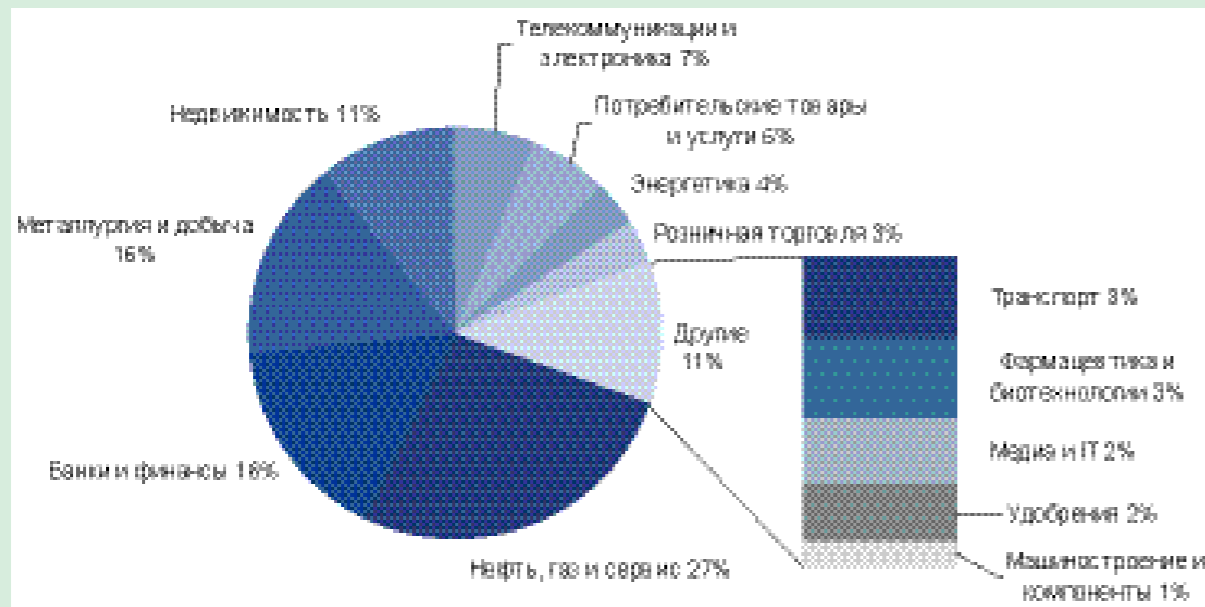
Сырьевая направленность российской экономики находит свое отражение в структуре первичного рынка, на котором преобладают добывающие компании (рис. 12). В сравнении с мировым рынком на российском рынке представлено меньшее число отраслей, низка доля высокотехнологичных компаний.

Кризис (2008–2009): отмена подавляющего большинства объявленных размещений.

торные заводы». 32 компании анонсировали свой выход на биржу в 2009 году, 5 компаний планировали выйти на биржу в том же году или позже, и более 60 компаний – в период с 2009 по 2012 год [6, 25]. Все эти размещения были отложены.

Восстановление рынка (2010–2011): выход российских компаний на рынки акционерного капитала. Восстановление российского рынка размещений началось в конце 2009 года, когда

Рис. 12. Отраслевая структура российского рынка IPO (1996–2010), включая размещения компаний с российскими активами на AIM, по объему привлеченного капитала (по данным [1, 4], расчетам автора)



некоторые отечественные компании снова начали проводить вторичные размещения акций. В конце 2009 года было проведено единственное размещение акций компании «Институт стволовых клеток человека». За 2010 год состоялось 12 размещений, знаковыми среди них стали мероприятия, проведенные фирмами «РУСАЛ», «Протек», «Трансконтейнер», «Мостотрест», Mail.ru. Дальнейшее восстановление рынка будет определяться ситуацией на мировых финансовых рынках и развитием событий, связанных с проблемными экономиками Еврозоны. В течение первых 9 месяцев 2011 года на биржу вышли компании «ГМС», «Русагро», «Эталон», «Новос банк», «Яндекс» и Global ports. Фирмам «ЧТПЗ», En+, «Юг Руси», «Евросеть» и ряду других пришлось отложить размещения.

Привлечение капитала как одна из наиболее значимых целей IPO осуществляется для решения конкретных задач, каковыми могут являться потребности в инвестиционных ресурсах для реализации стратегии органического роста (расширения производства, развития сети, открытия филиалов) или финансирования сделок слияний и поглощений, модернизации производства или реструктуризации задолженности. Для российских фирм IPO стало одним из инструментов инвестиционного развития бизнеса: в маркетинговых документах по сделкам более 85% компаний указывали, что выручка от размещения акций будет направлена на инвестиции, около 15% компаний полностью или частично направили средства на реструктуризацию долга. И только по результатам менее чем 5% сделок не выпускались новые акции (без учета размещений по схеме «старые на новые», когда инвесторам продаются вторичные акции, а затем для восстановления своей доли в компании продающий акционер выкупает первичные акции).

До 2006 года одной из главных проблем первичного рынка был существенный разрыв между распределением акций среди инвесторов и началом биржевого обращения ценных бумаг, который был связан с особенностями действия преимущественного права и необходимостью регистрации отчета об итогах выпуска в ФСФР. В настоящий момент этот разрыв устранен, однако по-прежнему есть препятствия для развития внутреннего первичного рынка.

Емкость и ликвидность внутреннего рынка. Сотрудники инвестиционных банков часто говорят о недостаточном спросе внутри России, более высокой ликвидности и меньшей волатильности зарубежных рынков. Отчасти они правы: совокупные активы российских институциональных инвесторов несопоставимы с активами под управ-

лением западных, ближневосточных и азиатских фондов, а количество фондов, представленных на торгах фондовых бирж, в разы больше. Безусловно, крупные фонды имеют инфраструктуру, обеспечивающую им доступ на российский рынок, могут приобретать российские акции и делают это. К настоящему моменту есть прецеденты проведения крупных размещений акций только внутри России, например вторичное размещение (SPO) Сбербанка в феврале 2007 года на сумму 3 млрд долл. (за вычетом доли, выкупленной ЦБ РФ). Привлечение иностранных инвесторов и стимулирование развития национальных инвесторов позволят увеличить емкость внутреннего рынка и его ликвидность.

Высокая доля сделок с ГДР/АДР в общем объеме сделок с российскими ценными бумагами. Инвестиции в Россию связаны с повышенным риском, однако этот риск связан не только с более высокими экономическими рисками, но и с высокими политическими рисками. В целом и те и другие риски в той или иной степени присущи многим развивающимся странам. Кроме того, не все инвесторы, владеющие российскими ценными бумагами, чувствуют себя защищенными и поэтому предпочитают приобретать депозитарные расписки. Отчасти это объясняется стереотипами инвесторов, ведь ключевым фактором принятия решения будет являться инвестиционный климат, который одинаково негативно воздействует на акции и депозитарные расписки.

Неразвитость учетно-клиринговой системы. Важной проблемой является отсутствие центрального депозитария, надежда на создание которого связана с объединением бирж ММВБ и РТС. Проект закона был подготовлен еще в 2006 году, но в силу конфликта между Депозитарно-клиринговой компанией и Национальным депозитарным центром, которые де-факто боролись за потенциальную возможность стать центральным депозитарием, так и не принят. Еще две проблемы – доступ иностранных инвесторов на российский рынок и учет прав собственности. Дело в том, что, согласно российскому праву, счет номинального держателя в депозитарии может открывать только резидент, а значит, глобальные кастодианы могут стать только простыми депонентами. Отдельной проблемой для иностранных инвесторов является срок и степень автоматизации расчетов по сделкам.

Слабость российских финансовых институтов. Ограниченный капитал российских банков определяет доминирующее положение иностранных банков на рынке IPO. Принимая во внимание масштабы экономики страны, можно утверждать, что в перспективе российский рынок IPO имеет

хорошие шансы закрепить свои позиции, став одним из крупнейших рынков в мире. Важно, чтобы данный потенциал был использован для развития всего российского рынка ценных бумаг.

В среднесрочной перспективе до 2020 года основными тенденциями развития рынка IPO в России будут:

Рост активности эмитентов. Как было сказано выше, активность эмитентов на первичном рынке в значительной степени определяется конъюнктурой вторичных рынков, на которые оказывает влияние общее состояние экономики и финансовых рынков. Негативными факторами, препятствующими росту рынка первичных размещений акций, являются неопределенность и значительное ухудшение ситуации на финансовых рынках в середине 2011 года на фоне долговых проблем стран Еврозоны, прежде всего стран Южной Европы. Влияние на российский рынок будут оказывать не только проблемы глобальной экономики, но и непосредственно состояние российской экономики. Замедление экономического роста и роста доходов населения снижает инвестиционную привлекательность компаний. При проведении стимулирующей политики со стороны государства и улучшении глобальной макроэкономической ситуации стоит ожидать роста активности эмитентов и увеличения числа первичных размещений акций.

Диверсификация отраслевой принадлежности эмитентов. Традиционно сильные позиции на российском рынке первичных публичных размещений занимали компании сырьевого сектора. Принимая во внимание отраслевую специализацию российской экономики и состав крупнейших частных компаний, необходимо согласиться с тем, что компании, связанные с эксплуатацией природных ресурсов, и далее будут занимать значительную долю рынка IPO. Тем не менее в 2009–2011 годах можно было наблюдать увеличение числа размещений высокотехнологичных компаний. Конечно, их количество пока незначительно, а число крупных компаний в этом секторе и вовсе ограничено (Яндекс и Mail.ru, принадлежащие к числу крупнейших компаний новой экономики, уже стали публичными). Однако, после того как ММВБ открыла сектор инновационных компаний (Рынок инноваций и инвестиций (РИИ)), на биржу стали выходить небольшие компании: «Институт стволовых клеток человека», производитель биологически активных добавок «Диод», разработчик навигационных систем «РНТ», производитель инновационных лекарств «Фармсинтез», интернет-магазин «Ютинет.ру», а также ряд венчурных фондов. Общий объем привлекаемых средств и количество размещений

пока незначительны и в разы меньше показателей инновационных сегментов бирж других развивающихся стран, в частности Китая, на которых только за 2010 год разместили акции и привлекли 35 млрд долл. около 300 компаний.

Уменьшение среднего размера IPO. Статистика показывает, что в активной фазе развития рынка (2005–2007) средний размер размещений российских компаний значительно превышал аналогичные показатели других рынков, в том числе развивающихся, даже если не принимать в расчет крупнейшие размещения акций. Более активный выход на рынок небольших инновационных компаний будет способствовать уменьшению среднего размера сделок.

Увеличение активности и участия розничных инвесторов в IPO. В международной практике привлечение розничных инвесторов – распространенное явление: в Китае обязательный розничный транш – 10%. В России же подобная практика скорее исключение, чем правило структурирования размещения. Только в рамках двух из более чем 50 размещений проходило целенаправленное привлечение розничных инвесторов, они были названы «народными размещениями». Конечно, розничные инвесторы участвовали и в других размещениях, но специального розничного транша не предусматривалось. Особенно велика доля розничных инвесторов в размещениях малых компаний в секторе РИИ ММВБ. Российский розничный инвестор имеет возможность участвовать в любом размещении акций на российском рынке через брокеров. Количество людей, которые инвестируют средства подобным образом, должно увеличиваться за счет общего роста финансовой грамотности населения и увеличения количества размещений инновационных компаний, в которые более активно инвестируют розничные инвесторы.

Рост доли национальных бирж в общем объеме привлекаемых средств, увеличение оборотов внутри России, общий рост ликвидности российского рынка. В случае успеха реализации государственных мер по привлечению иностранных инвесторов к работе на российском рынке, увеличения объема акций, размещаемых внутри России, и при общем росте инвестиционных ресурсов участников рынка следует ожидать роста объемов торгов и ликвидности обращающихся инструментов.

За короткий период российский рынок IPO прошел эволюцию от небольших размещений на зарубежных площадках в условиях полного отсутствия какого бы то ни было необходимого регулирования и прецедентов до одного из самых крупных рынков IPO в мире. За это время нако-

пился значительный опыт как у самих компаний, прошедших процесс трансформации из частных в публичные в части отношений с инвесторами, так и у инвестиционных банков, которые научились работать с российским собственником, понимают его мотивы и интересы.

Выводы

Для России модернизация является не просто приоритетным направлением развития, способным решить значительное число системных проблем экономики, но и вопросом будущего страны. Важнейшее условие проведения преобразований в промышленности – доступ предприятий к капиталу, в отсутствие которого невозможно осуществлять масштабные инвестиционные программы по обновлению основных средств или расширению объемов производства. Будучи каналом трансформации сбережений в инвестиции, финансовый сектор позволяет эффективно перераспределять ресурсы в пользу тех компаний, которые способны внедрять инновации наиболее эффективно. Финансирование крупных инфраструктурных проектов, которые имеют системную значимость для экономики, хотя и предполагает участие государства, но осуществляется с привлечением капитала частных инвесторов.

Масштаб необходимых российской экономике инвестиций требует привлечения не только национальных, но и международных инвесторов, поэтому задачей финансового сектора является не только аккумуляция внутренних ресурсов, но и привлечение внешних, в частности благодаря взаимодействию с иностранными банками и международными финансовыми организациями. Институт IPO как раз один из таких механизмов, позволяющих российским компаниям привлечь капитал как национальных, так и международных инвесторов. При этом публичный статус позволяет компании впоследствии возвращаться на рынок акционерного капитала посредством продажи дополнительных акций. Принимая во внимание то, что многие проведенные публичные размещения имели своей целью привлечение инвестиционных ресурсов, наличие развитого института IPO имеет системную значимость для российской экономики. Хотя доля российского капитала в общем объеме средств, привлекаемых посредством первичных размещений акций, не очень значительна, имеются возможности использования российской инфраструктуры российского рынка ценных бумаг. От того, насколько эффективно функционирует первичный рынок и какая доля акций размещается внутри России, зависит активность вторичного рынка.

1. Информационная база данных агентства Bloomberg.
2. Информационная база данных Dealogic.
3. Информационная база данных агентства Thomson Reuters.
4. Global IPO Trends 2011. Ernst & Young, 2010. P. 32.
5. Loughran T., Ritter J.R. Why Issuers Don't Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs? // Review of Financial Studies 2002. Vol. 15.
6. Russian IPO Pioners-4. PNB. 2009. P. 40.