

ЦИКЛИЧНОСТЬ НА РЫНКЕ IPO: ИСТОРИЯ И ФАКТОРЫ ВОЗНИКНОВЕНИЯ

Владимир Андреевич БЕЛЯЕВ

соискатель базовой кафедры Газпромбанка «Экономика и банковский бизнес»
Международного института энергетической политики и дипломатии,
Московский государственный институт международных отношений (университет)
Министерства иностранных дел Российской Федерации (МГИМО),
Москва, Российская Федерация
v.a.belyaeff@gmail.com
ORCID: отсутствует
SPIN-код: отсутствует

История статьи:

Рег. № 29/2021
Получена 21.01.2021
Получена в доработанном виде 12.02.2021
Одобрена 03.03.2021
Доступна онлайн 28.05.2021

УДК 336.764.061

JEL: D82, E22, G24, G32

Ключевые слова:

IPO, волны IPO, циклы IPO, первичное публичное размещение, кластеризация

Аннотация

Предмет. Феномен кластеризации на рынке первичных публичных размещений.

Цели. Критический анализ литературы, посвященной динамике рынка первичных публичных размещений и определение оптимального момента выхода компании на биржу.

Методология. Использовались аналитические методы сбора и обработки информации, а также сравнительный анализ.

Результаты. Обобщен результат работ исследователей по теме кластеризации рынков первичного публичного размещения акций. Определены критерии успешности сделки по выходу компании на биржу. Выявлен ряд факторов, влияющих на динамику данного рынка. Определены возможные способы и индикаторы прогнозирования наступления «горячего» рынка первичных публичных размещений.

Выводы. Макроэкономические факторы и настроения инвесторов объясняют кластеризацию рынков первичного публичного размещения акций. Учитывая, что волны на данном рынке отличаются краткосрочной природой, макроэкономические показатели являются неточным индикатором при прогнозировании наступления волн первичных публичных размещений в отличие от настроений инвесторов. Такие показатели, как разворот фондового рынка от рецессии к росту, положительная динамика рынка на протяжении трех месяцев, а также период низкой вмененной волатильности могут являться индикаторами скорого наступления волн первичных публичных размещений. Успешная сделка по размещению акций компании из определенной отрасли может привести к росту числа сделок компаний-аналогов из данной отрасли при условии сохранения положительной динамики фондового рынка на протяжении периода, необходимого для подготовки к сделке по первичному публичному размещению акций.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2021

Для цитирования: Беляев В.А. Цикличность на рынке IPO: история и факторы возникновения // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2021. – Т. 14, № 2. – С. 190 – 207.
<https://doi.org/10.24891/fa.14.2.190>

Введение

Фондовый рынок в России за последние 20 лет прошел значительный путь развития и претерпел ряд серьезных изменений как в составе инвесторов, так и в плане регулирования. Несмотря на финансовые кризисы и неблагоприятный внешний политический фон, многие компании принимают решение о привлечении капитала посредством первичного публичного размещения (IPO).

Основная цель акционеров при проведении сделок IPO заключается в получении максимальной оценки компании и, соответственно, привлечении наибольшей суммы денег за продаваемые акции. Для успешного выхода компании на биржу необходимо учитывать ряд факторов, влияющих на успешность проведения сделки IPO.

Одним из основных факторов является состояние фондового рынка, включающее в себя ожидаемую доходность и оценку компаний в данный период времени. Учитывая тот факт, что менеджмент и акционеры стремятся максимизировать оценку компании и привлечь наибольшее количество средств от продажи акций в ходе IPO, размещение акций компаний зачастую проходит в периоды, когда рынок характеризуется высокой оценкой, а инвесторы более склонны к риску. Иными словами, в периоды «перегретого» или «горячего» рынка.

Данное поведение инвесторов и акционеров приводит к формированию кластеров на рынке IPO – периодов, характеризующихся высоким количеством сделок по первичному размещению акций компаний. Данный феномен называется циклами или волнами рынка IPO (IPO waves), формирующими так называемое окно возможностей – период, в ходе которого спрос на акции компании и оценка могут быть максимальными.

В рамках нашего исследования основное внимание уделено критическому анализу литературы, посвященной исследованию волн IPO и определению оптимального времени выхода на IPO. Проблемам изучения феномена цикличности рынка IPO посвящены работы многих российских и зарубежных исследователей.

Определение успешного IPO и «горячего» рынка

Первичное публичное размещение характеризуется вовлечением нескольких участвующих сторон, каждая из которых стремится реализовать свои цели. Основная цель компании-эмитента заключается в максимизации своих доходов от реализации акций широкому кругу инвесторов. Несмотря на потенциальный конфликт интересов, цель андеррайтера во многом совпадает с целью компании-эмитента, так как от максимизации спроса и цены за акции компании зависит и доход самого андеррайтера.

Успешное IPO с точки зрения компании-эмитента и андеррайтера будет заключаться в полной аллокации продаваемых акций по оценке, устраивающей акционеров компании-эмитента. С точки зрения инвестора основная цель от участия в IPO заключается в получении дохода от покупки акций компании. Рост стоимости акций в течение торгов будет одним из основных факторов, определяющих успешность IPO для инвестора. Другими словами, успешная сделка IPO характеризуется балансом достижения целей всех вовлеченных сторон.

В периоды «горячего рынка» шансы того, что цели всех сторон будут достигнуты, являются наивысшими, так как данные периоды отличаются высоким спросом на предлагаемые акции со стороны инвесторов, за счет чего достигается полная аллокация, и зачастую компании-эмитенты имеют шанс использовать опцион на дополнительное размещение акций во время IPO, увеличив сумму полученных средств. Высокая доходность акций компании в первый день торгов вызывает особое внимание как непосредственно всех, участвующих в процессе первичного публичного размещения сторон, так и научного сообщества.

Высокую доходность акций в первый день торгов принято связывать не только с высоким интересом инвесторов к акциям компании, но также и с недооценкой компании-эмитента в ходе IPO. Причины возникновения и факторы, влияющие на недооценку компании в ходе первичного публичного размещения, являются одними из наиболее актуальных вопросов, связанных с темой IPO, так как ввиду недооценки IPO компания недополучает иногда значительный объем средств от реализации своих акций.

Однако, принимая во внимание цели всех заинтересованных сторон в процессе IPO, успешным можно считать то размещение, в котором достигнута полная аллокация акций компании-эмитента, а также доходность первого дня торгов акций положительна. Безусловно, ряд исследований указывает на то, что акции компаний, вышедших на IPO, проигрывают на среднесрочном горизонте индексам, характеризующим доходность рынка, однако с точки зрения самой сделки по первичному публичному размещению акций данные показатели можно считать критериями успешности [1].

Исследуя вопрос кластеризации рынка первичных публичных размещений, авторы используют понятие «горячих» и «холодных» рынков IPO. Несмотря на тот факт, что многие авторы не имеют четких количественных критериев для определения «горячих» и «холодных» рынков, как правило, под «горячими» рынками IPO исследователи понимают ситуацию, в ходе которой цена акций компаний в первый день или месяц торгов характеризуется высоким ростом, а также количество компаний, выходящих на биржу, значительно увеличивается в короткий промежуток времени.

В данные периоды склонность инвесторов к риску увеличивается, и спрос на акции компаний-эмитентов часто превышает предложение. С учетом цикличной природы рынков IPO данный период представляет собой подъем волны IPO, за которым следует спад или «холодный» рынок. «Холодный» рынок отличается низкой доходностью акций компаний-эмитентов в первый день торгов, а также значительно более низким количеством сделок IPO.

Авторы работы [2] определяют «горячий» рынок как ситуацию, в ходе которой средняя доходность в первый месяц торгов акций компаний, вышедших на биржу, аномально высокая по сравнению с доходностью рынка в целом. При этом стоит отметить, что доходность «холодных» рынков согласно методологии авторов, не обязательно должна быть отрицательной.

Основываясь на динамике цен в первый день торгов, К.В. Пензин выделяет три последовательных цикла на рынке IPO [3]:

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

История развития темы

Тема цикличности мировой экономики активно изучалась на протяжении XX в. Такие экономисты, как Д. Китчин, К. Жугляр, С. Кузнец, Й. Шумпетер и другие, обнаружили и доказали существование циклов в экономике, а также дали объяснение причинам их появления. Однако о кластеризации рынка IPO впервые заговорили лишь в 1975 г. – Р. Ибботсон и Дж. Хайфе изучали динамику цен компаний после проведения первичного публичного размещения акций и пришли к выводу о существовании «горячих» и «холодных» рынков IPO [2].

Основным критерием классификации рынка являлась доходность акции компании в первые два месяца торгов на бирже в сравнении с доходностью индекса S&P. Авторы продемонстрировали факт кластеризации сделок IPO на временном отрезке в 10 лет (с 1960 по 1970 г.), а также подтвердили, что инвестор может получить доход в 16,83% относительно рыночной доходности за месяц без учета транзакционных издержек, участвуя в IPO.

Учитывая прогнозируемость наступления «горячего» и «холодного» рынков, инвестор имеет шанс сконцентрировать свои инвестиции в IPO, имеющих наибольший потенциал роста с учетом фазы рынка, а также избежать инвестирования в IPO во время «холодного» рынка, характеризующегося низкой или отрицательной доходностью.

Авторы также тестируют гипотезу о том, что для максимизации дохода от IPO компаниям-эмитентам необходимо проводить размещение акций в период «горячего» рынка. Цель компании-эмитента заключается в минимизации недооценки и размещении акций по цене, максимально близкой к справедливой. Авторы рассматривают возможность того, что размещение акций во время «холодного» рынка может минимизировать недооценку по сравнению с долгосрочной справедливой ценой. Данные авторов показывают, что компания-эмитент получает наибольший доход от продажи акций в период, следующий за периодом низкой доходности на рынке, то есть в период «горячего» рынка.

Несмотря на то, что авторы не объясняют причин возникновения «горячих» рынков и факторов, влияющих на поведение инвесторов или компаний-эмитентов, тема кластеризации IPO приобрела значительный интерес в научном сообществе.

Исследование темы «горячих» рынков IPO продолжил Дж. Риттер [4], подтвердив наличие кластеров IPO, характеризующихся увеличением числа сделок по первичному публичному размещению акций в период после выхода статьи Ибботсона и Хайфе – с 1975 по 1982 г. Особое внимание в своей статье Риттер уделяет 1980 г., когда наблюдался значительный рост доходности первичных публичных размещений компаний из сектора добычи природных ресурсов, которая достигала 48%, указывая на возможность кластеризации IPO в отдельных отраслях. Данный феномен подтверждался тем, что доходность компаний из других отраслей не превышала средней доходности IPO за предыдущие годы. Причину такой аномально высокой доходности Риттер видел во влиянии андеррайтеров на рынок в попытке получить дополнительный доход в период нефтегазового бума.

Тема отраслевой кластеризации активно исследовалась в начале 2000-х гг., когда на рынке наблюдался всплеск активности в сегменте интернет-компаний.

Изучение темы кластеризации IPO в отдельном секторе продолжил Д. Лернер [5]. Он исследовал динамику и кластеризацию рынка IPO в секторе биотехнологических компаний, вышедших на биржу в период с 1979 по 1993 г. Автор пришел к выводу, что компании биотехнологического сектора с участием венчурных инвесторов в капитале стремятся выйти на IPO только при условии наличия «горячего» рынка, в остальное время данные компании предпочитают использовать другие виды финансирования своей деятельности.

Автор приходит к заключению, что вероятность выбора финансирования компании биотехнологического сектора с помощью совершения сделки IPO значительно увеличивается в случае, если отраслевой индекс биотех-компаний показывал рост последние три месяца.

По результатам исследования Лернер выявил, что размещения IPO биотехнологических компаний происходят во время максимальной оценки рынка.

Данные выводы поддерживают предположения о кластеризации рынка IPO, вызванной динамикой цен на акции компаний аналогов.

Исследование темы отраслевой кластеризации IPO продолжил Л. Бенвенист с соавторами [6]. Он утверждает, что оценка компании имеет значительную отраслевую компоненту, и когда компания из определенной отрасли проводит IPO, другие компании данной отрасли могут определить свою потенциальную оценку для целей первичного публичного размещения.

При удачном размещении акций компанией-эмитентом вероятность того, что компании-аналоги из данной отрасли могут также принять решение выйти на биржу в ближайшее время, значительно увеличивается.

Авторы работы [7] Л. Пастор и П. Веронеси также исследовали динамику рынка IPO в зависимости от изменения цен на фондовом рынке. В отличие от гипотезы о том, что количество IPO зависит от информационной асимметрии и их количество возрастает в периоды, когда рынок переоценен, авторы предприняли попытку объяснить изменение количества первичных размещений в зависимости от краткосрочной динамики цен на рынке – в зависимости от повышения или понижения цен в течение нескольких месяцев, а не от общей оценки рынка.

Данное исследование во многом перекликается с работой Лернера о размещении акций компаний биотехнологического сектора, однако авторы рассматривают рынок IPO в целом, без привязки к отраслям.

В своем исследовании они разработали модель для определения наиболее оптимального времени выхода компании на IPO, основываясь на рыночных условиях. Оптимальный момент проведения сделки IPO определялся тремя параметрами, присущими рынку: ожидаемой доходностью рынка, ожидаемой общей прибылью, неопределенностью относительно возможности достижения доходности IPO выше рыночной.

Авторы демонстрируют теоретически и эмпирически зависимость динамики объемов IPO от изменения данных трех переменных, а также показывают зависимость рыночных условий от уровня цен на фондовом рынке, измеряемом отношением рыночной стоимости акций к балансовой (P / B).

По результатам своего исследования авторы приходят к выводу о том, что волны IPO формируются за счет снижения ожидаемой рыночной доходности, а также повышения общей ожидаемой прибыли или неопределенности относительно будущей средней прибыльности IPO.

Согласно модели авторов периоды высокой и низкой доходности образуют волны IPO, а компания-эмитент принимает решение о выходе на биржу в зависимости от

ожидаемой оценки ее акций. Если ожидается, что акции компании будут недооценены, компания откладывает сделку IPO.

Авторы также показывают, что объем сделок IPO зависит от изменения агрегированного показателя P/B , однако не зависит от его уровня в целом. Иными словами, важна краткосрочная динамика фондового рынка, а не общая оценка рынка в данный период времени. Однако данная работа не подтверждает и не опровергает того факта, что компании стремятся выйти на IPO, в условиях явной переоценки рынка и высокой асимметрии информации.

В работе [8] Р. Раджан и Г. Серваес также изучали влияние цен на динамику объемов IPO, однако в своем исследовании авторы сосредоточили внимание на таком немаловажном факторе, как ожидаемая доходность IPO. Они использовали прогнозы доходности IPO инвестиционных банков. Показатели прогнозов будущей доходности недавно проведенных IPO являются индикатором настроений инвесторов. Высокие ожидания по поводу будущей доходности акций определенного сектора служат альтернативным показателем позитивных настроений на рынке.

Согласно результатам исследования количество проведенных сделок IPO в отдельной отрасли в определенный период времени положительно коррелирует с прогнозом долгосрочных темпов роста доходов по недавно проведенным IPO из той же отрасли.

Иными словами, успешно проведенные сделки по первичному публичному размещению акций компаний в определенной отрасли увеличивают вероятность выхода на рынок IPO других компаний из данной отрасли в ближайшее время при условии положительных прогнозов долгосрочных темпов роста. Более высокие темпы роста в свою очередь обуславливают необходимость в привлечении капитала для финансирования роста компании. Данное исследование, как и исследование Лернера, подтверждает наличие и дает объяснение возможности кластеризации IPO в отдельных отраслях.

Другим результатом исследования стало подтверждение того, что компании с самым высоким ожидаемым темпом роста значительно проигрывают индексам, в то время как компании с самым низким прогнозируемым темпом роста показывают динамику лучше рынка. Авторы объясняют это явление тем, что инвесторы считают высокие долгосрочные темпы роста завышенными и быстро разочаровываются в перспективах компании.

Работа М. Лоури и Г. Шверта [9] во многом перекликается с исследованием [8]. Авторы исследуют связь между доходностью акций компаний в первый день торгов и последующей динамикой объемов IPO и приходят к выводу, что данная положительная связь определяется предсказуемой частью первоначальной

доходности на основе информации, полученной в течение периода подготовки проведения сделки по первичному публичному размещению акций. Во время роудшоу андеррайтеры собирают информацию от инвесторов об их оценке компании, которая планирует провести IPO.

Эта информация является определяющим фактором как для цены размещения, так и для частных компаний, которые считают данную оценку оптимальной и рассматривают возможность выхода на IPO в ближайшее время.

Позитивные оценки инвесторов приводят к более высокой доходности акций компании в первый день торгов, что в свою очередь ведет к большему числу IPO. Данный показатель по своей сути близок к настроениям инвесторов, в зависимости от которого определяется оценка компании для целей IPO.

Значительный вклад в исследование цикличности рынков IPO внесла М. Лоури. Многие исследователи изучали зависимость динамики рынка IPO исключительно как производную цены на рынке, без учета других факторов, которые могли лежать в основе формирования волн IPO. Мишель Лоури выдвигает в своей работе три гипотезы, которые могут объяснять динамику изменения объемов IPO.

Первая гипотеза заключается в том, что циклы IPO совпадают с экономическими циклами – во время экономического роста спрос на капитал в масштабах всей экономики выше, и поэтому все больше компаний прибегает к первичным публичным размещениям как к инструменту финансирования.

В данных условиях компания выходит на рынок IPO, когда выгода от привлечения средств через публичное размещение является наибольшей. В качестве анализа связи количества IPO и экономической активности и, соответственно, потребности в дополнительном капитале Лоури проводит исследование взаимосвязи между количеством IPO, динамикой ВВП, ростом реальных инвестиций, изменением числа компаний, а также реальным средним темпом роста выручки.

Согласно результатам исследования, данные факторы являются значимыми при объяснении динамики объемов IPO.

Взаимосвязь между экономическим ростом и динамикой рынка IPO также показывает С.Г. Главина и приходит к выводу, что рынки IPO действительно коррелируют с макроэкономическими показателями. Автор также демонстрирует тот факт, что амплитуда цикличности мирового рынка IPO значительно меньше, чем у региональных рынков¹.

Однако, несмотря на то, что динамика ВВП действительно коррелирует с волнами IPO, стоит отметить, что волны IPO по своей природе гораздо короче, чем волна

¹ *Glavina S.G. Clustering of Effective Initial Public Offerings on the Russian IPO Market. 8th Int. Sci. Conf. Analysis of International Relations 2017, 21–22 June, Poland, Katowice, 2017, pp. 41–47.*

роста в экономике и длятся зачастую всего несколько месяцев, из чего можно сделать вывод, что несмотря на очевидную корреляцию между данными явлениями, точно предсказать появление волны IPO, основываясь лишь на показателях экономического роста, затруднительно.

Предположение о корреляции экономического роста и динамики рынка IPO основывается на гипотезе об увеличении потребности в капитале компаний в период подъема экономики, что в свою очередь заставляет компании искать источники финансирования. Однако авторы работы [10] доказывают, что одна лишь необходимость в привлечении средств для финансирования капитальных затрат не является достаточной причиной для совершения сделки IPO. Более того, согласно работе [11] даже если у компании нет значительных инвестиционных планов, менеджмент все равно может принять решение о выходе на IPO, если рынок находится в «горячем» состоянии, чтобы воспользоваться ситуацией и продать свои акции по завышенной цене.

Данные результаты также подтверждают исследование [12], в ходе которого автор пришел к выводу, что компании, которые проводят IPO во время «горячего» рынка имели меньшие потребности в капитале, нежели компании, размещавшие свои акции во время «холодного» рынка.

Результаты исследования подтверждают, что компании выходили на рынок для того, чтобы воспользоваться удачным моментом для привлечения финансирования.

Вторая гипотеза заключается в том, что информационная асимметрия приводит к изменению издержек на проведение сделок по первичному публичному размещению акций. В силу того, что компаниям выгодно проводить сделки IPO, когда оценка компаний завышена, рынок занижает оценку компании, когда она объявляет о намерении выйти биржу.

В данных условиях компания прибегнет к привлечению финансирования через IPO только в случае, если выгоды от привлечения средств превысят издержки от получения данного финансирования, а также дополнительные издержки, связанные с информационной асимметрией. В случае, если издержки, вызванные информационной асимметрией слишком высоки, то компания откладывает решение о выходе на биржу и использует другие источники финансирования.

Ввиду того, что информационную асимметрию невозможно наблюдать в чистом виде, Лоури использует два косвенных показателя для своего анализа: дисперсию аномальных изменений цен во время объявления финансовых результатов публичных компаний, а также дисперсию прогнозов доходов публичных компаний.

Учитывая, что данные показатели связаны с прибылью, они должны отражать неопределенность участников рынка по поводу компаний. Сильная реакция рынка на публикацию финансовых результатов компании свидетельствует о том, что у

менеджмента есть материальная информация для обнародования, что говорит о высокой асимметрии информации.

Результаты исследования свидетельствуют о том, что фактор информационной асимметрии является статистически значимым, однако не является значимым с экономической точки зрения, что говорит о его второстепенном значении.

Третья гипотеза заключается в изменении оптимизма инвесторов, что в свою очередь влияет на издержки по выходу компании на биржу и вызывает волны IPO. В некоторые периоды времени инвесторы крайне оптимистичны по поводу будущей динамики рынка и доходов и готовы платить за компанию больше, чем она на самом деле стоит, и в данные периоды времени издержки по выходу на биржу являются наименьшими, что вызывает волну IPO. Данная гипотеза близка к гипотезе, которую проверяли авторы работы [8]. Однако Лоури использует другой подход к оценке оптимизма инвесторов по поводу рынка: помимо доходности акций компаний, вышедших на IPO, автор также использует дисконты, с которыми торгуются закрытые ПИФы, так как большинство инвесторов в данный инструмент – это индивидуальные инвесторы и их динамика более показательна с точки зрения общего настроения инвесторов.

Результаты исследования подтверждают тот факт, что настроения инвесторов являются значимым фактором, влияющим на изменение объема IPO [13].

Данный фактор является значимым, и с его помощью возможно прогнозирование начала волн IPO, однако необходимо учитывать временной лаг при прогнозировании, так как процесс подготовки IPO в среднем занимает от трех до шести месяцев, о чем в свою очередь свидетельствует другая работа Лоури [9].

Результаты подтверждают, что успешное размещение акций компании может спровоцировать рост волны IPO через полгода. Данная гипотеза во многом объясняет природу формирования волн IPO, основываясь, с одной стороны, на стремлении менеджмента компании-эмитента разместить свои акции по высокой цене, и на оптимизме инвесторов, готовых инвестировать в IPO, с другой.

Значительный вклад в развитие темы волн IPO внесла работа Д. Хелвидж и Н. Лианг [14]. Одной из гипотез формирования волн IPO считался технический прогресс и инновации. Данную гипотезу выдвинула Лоури, указывая на то, что технологический прогресс, прежде всего в секторе информационных технологий создал значительную потребность в капитале и побудил ряд компаний провести размещение своих акций на бирже [13], однако авторы опровергают данную гипотезу, доказывая, что кластеризация отдельных отраслей характерна не только для «горячих» рынков, а также, что инновации не являются основным фактором, определяющим «горячие» рынки, потому что рынок IPO циклически повторяется с большей частотой, чем возникают инновации.

Рост IPO компаний технологического сектора, который связывали прежде всего с технологическим прогрессом, не является уникальным с точки зрения волн IPO, и компании данного сектора также предпочитали размещать свои акции во время «горячего» рынка. Более того, значительное количество компаний данного сектора не успело разместить свои акции в период «горячего» рынка и перенесло планы IPO на более поздний срок.

Одна из гипотез, связанных с «горячими» рынками IPO заключалась в том, что в период таких рынков свое размещение проводят компании более низкого качества ввиду того, что доходность акций компаний на долгосрочном горизонте более низкая, чем компаний, разместивших свои акции во время «холодного» рынка, что может быть обусловлено размещением акций во время «горячего» рынка более маленьких по размеру компаний с более высоким присущим риском [15].

Однако согласно исследованиям Хелвидж и Лианг качество компаний не различается в зависимости от стадии рынка IPO. Более того, согласно результатам работы [14], рынки IPO также не отличаются ярко выраженной отраслевой кластеризацией ни в период «горячего», ни «холодного» рынков. Данный вывод не противоречит выводам, сделанным в работах [5, 6] о возможности и причинах отраслевой кластеризации, а является доказательством того, что данные отраслевые «горячие» рынки совпадают с общей ситуацией на рынке IPO.

Более поздние работы посвящены анализу поведения компаний непосредственно в период «горячего» рынка IPO. Согласно исследованию [16] быстро растущие компании, которые размещают свои акции в самом начале цикла «горячего» рынка имеют гораздо большую недооценку своих акций при выходе на IPO, однако динамика их акций после размещения значительно опережает динамику акций компаний, проводящих сделки в более поздний период «горячего» рынка IPO. Данные компании впоследствии имеют шанс компенсировать свою первоначальную недооценку дополнительным размещением акций на рынке. Автор подтверждает выводы эмпирическими данными, однако не указывает на то, как компании могут определить начало волны IPO и выбрать оптимальный момент размещения акций.

Работа [17] доказывает связь между динамикой фондового рынка и количеством проведенных IPO. Как и Лоури, авторы исследуют наличие временного лага между доходностью фондового рынка и формированием волн IPO и приходят к выводу о том, что динамика рынка на горизонте в шесть месяцев оказывает значительное влияние на менеджеров компаний, рассматривающих возможность IPO, положительная доходность на данном горизонте способствует принятию решения о начале подготовки к сделке по размещению акций.

Однако, если после принятия решения о проведении первичного публичного размещения на рынке начиналась рецессия, менеджеры принимали решение о переносе сделки. Авторы указывают, что лучшим моментом начала подготовки к

IPO является момент разворота рынка от рецессии к росту. Данная работа дополняет выводы, сделанные Риттером и Лоури о влиянии динамики цен и настроений инвесторов на рынок IPO.

В своей работе [18] М. Дикл и Дж. Левендис связывают динамику сделок IPO с изменением волатильности рынка. Авторы используют ожидаемую волатильность рынка, измеряемую индексом VIX, а не историческую динамику фондового рынка, как делали исследователи в более ранних работах.

Кластеры IPO образуются в периоды низкой ожидаемой волатильности в силу снижения неопределенности на рынке, что снижает транзакционные издержки для компании по выходу на биржу, а также упрощает процесс оценки компании и снижает риски для инвесторов. Волны IPO в свою очередь происходят из-за того, что волатильность имеет свойство кластеризоваться – данные авторов работы [18] подтверждают, что периоды низкой ожидаемой волатильности предшествуют волнам IPO. Авторы представляют новый взгляд на прогнозирование волн IPO на основе простого и легко доступного инструмента, который по своей природе также коррелирует с настроениями инвесторов.

Заключение

Рынок IPO является одним из наиболее привлекательных источников финансирования, а также несет в себе ряд дополнительных выгод от котирования компании на бирже. Однако для максимизации средств, которые компания-эмитент может привлечь, разместив свои акции, необходимо правильно подобрать время выхода на биржу.

Многие авторы исследовали динамику рынка IPO и пришли к выводу, что данный рынок является цикличным и размещение акций в период «горячего» рынка является наиболее оптимальным сценарием для компании-эмитента с точки зрения возможного объема привлеченных средств. Ученые пытались определить, какие факторы являются наиболее значимыми при формировании волн IPO, на основе которых можно прогнозировать наступление «горячего» рынка. Исследования показывают, что кластеризация рынка IPO во многом объясняется макроэкономическими факторами и настроениями инвесторов.

Учитывая тот факт, что цикличность рынков IPO является более краткосрочной по сравнению с циклами роста экономики в целом, исследователи изучали возможность предсказания волн IPO, основываясь на рыночных факторах, прежде всего на динамике фондового рынка и настроении инвесторов. Такие явления, как переход рынка к росту после рецессии и позитивные ожидания инвесторов по поводу оценки компаний, собирающихся провести листинг на бирже, могут свидетельствовать о скором наступлении волны IPO.

Успешное размещение компании на бирже также может привести к решению о выходе на биржу других компаний из данной отрасли, при учете того, что рынок не перейдет к рецессии на горизонте времени, необходимого для подготовки к IPO. Согласно исследованиям, переход рынка из рецессии к росту или положительная динамика на фондовом рынке на протяжении трех месяцев может свидетельствовать о скором наступлении волны IPO. Кластеризация ожидаемой волатильности также может являться индикатором формирования волны IPO.

Необходимо заметить, что рост числа IPO в отдельных отраслях обычно совпадает с общим ростом числа IPO на рынке в целом и рост волны IPO в отдельных отраслях при общем «холодном» рынке встречается крайне редко. Такой фактор, как технический прогресс, может стимулировать компании к размещению акций на бирже, однако сам по себе он не является фактором, вызывающим волны IPO.

Стоит отметить, что несмотря на всю имеющуюся информацию с точностью заранее предугадать начало волны IPO крайне трудно ввиду того, что настроения инвесторов на фондовом рынке меняются весьма быстро, а как показывают исследования, это является основным индикатором наступления волны IPO. С учетом времени для подготовки к проведению IPO пик кластеризации может сдвигаться на более поздние сроки либо при негативной динамике рынка не наступить вовсе.

Список литературы

1. Ritter J.R. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 1991, vol. 46, iss. 1, pp. 3–27.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>
2. Ibbotson R.G., Jeffrey J.F. "Hot Issue" Markets. *The Journal of Finance*, 1975, vol. 30, iss. 4, pp. 1027–1042.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1975.tb01019.x>
3. Пензин К.В. На пути к российским IPO. Деньги и кредит. 2005. № 6. С. 51–61.
4. Ritter J.R. The "Hot Issue" Market of 1980. *The Journal of Business*, 1984, vol. 57, no. 2, pp. 215–240.
URL: <https://www.jstor.org/stable/2352736>
5. Lerner J. Venture Capitalists and the Decision to Go Public. *Journal of Financial Economics*, 1994, vol. 35, iss. 3, pp. 293–316.
URL: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)90035-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)90035-3)
6. Benveniste L.M., Busaba W.Y., William W.J. Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets. *Journal of Financial Intermediation*,

- 2002, vol. 11, iss. 1, pp. 61–86.
URL: <https://doi.org/10.1006/jfin.2000.0310>
7. *Pastor L., Veronesi P.* Rational IPO Waves. *The Journal of Finance*, 2005, vol. 60, iss. 4, pp. 1713–1757.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00778.x>
8. *Rajan R., Servaes H.* Analyst Following of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 1997, vol. 52, iss. 2, pp. 507–29.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04811.x>
9. *Lowry M., Schwert G.W.* IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning? *The Journal of Finance*, 2002, vol. 57, iss. 3.
URL: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00458>
10. *Benninga S., Helmantel M., Sarig O.* The Timing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, 2005, vol. 75, iss. 1, pp. 115–132.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.04.002>
11. *Kim W., Weisbach M.S.* Motivations for Public Equity Offers: An International Perspective. *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 87, iss. 2, pp. 281–307.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.010>
12. *Alti A.* IPO Market Timing. *The Review of Financial Studies*, 2005, vol. 18, iss. 3, pp. 1105–1138.
URL: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi022>
13. *Lowry M.* Why Does IPO Volume Fluctuate So Much? *Journal of Financial Economics*, 2003, vol. 67, iss. 1, pp. 3–40.
URL: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00230-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00230-1)
14. *Helwege J., Liang N.* Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets. *Journal of Financial and Quantitate Analysis*, 2004, vol. 39, iss. 3, pp. 541–569.
URL: <https://doi.org/10.1017/S0022109000004026>
15. *Loughran T., Ritter J.R.* The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, 1995, vol. 50, iss. 1, pp. 23–51.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05166.x>
16. *Banerjee S., Güçbilmez U., Grzegorz P.* Leaders and Followers in hot IPO Markets. *Journal of Corporate Finance*, 2016, vol. 37, pp. 309–334.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.004>

17. *Batnini F., Hammami M. IPO Waves: How Market Performances Influence the Market Timing of IPO? Journal of Applied Business Research (JABR)*, 2015, vol. 31, iss. 5, pp. 1679–1692.
URL: <https://doi.org/10.19030/jabr.v31i5.9382>
18. *Dicle M.F., Levendis J. IPO Activity and Market Volatility. Journal of Entrepreneurship and Public Policy*, 2018, vol. 7, iss. 1, pp. 2–13.
URL: <https://doi.org/10.1108/JEPP-D-17-00017>

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

THE CYCLICAL BEHAVIOR OF THE IPO MARKET: HISTORY AND DRIVERS

Vladimir A. BELYAEV

Moscow State Institute of International Relations (University)
of the Ministry of Foreign Affairs of the Russian Federation (MGIMO University),
Moscow, Russian Federation
v.a.belyaev@gmail.com
ORCID: not available

Article history:

Article No. 29/2021
Received 21 Jan 2021
Received in revised form
12 February 2021
Accepted 3 March 2021
Available online
28 May 2021

JEL classification: D82,
E22, G24, G32

Keywords: IPO, IPO
waves, IPO cycle, Initial
Public Offering,
clustering

Abstract

Subject. The article considers the phenomenon of clustering in the initial public offering (IPO) market.

Objectives. The aim is to perform a critical analysis of literature on the IPO market behavior and determine the optimal moment of company's listing on stock exchange.

Methods. The study draws on analytical methods of information gathering and processing, as well as the comparative analysis.

Results. The paper summarizes results of works by researchers on the IPO markets clustering, defines criteria for successful listing on stock exchange, unveils a number of factors affecting the market dynamics. It also determines possible ways and indicators to predict the onset of the "hot" market for initial public offerings.

Conclusions. Macroeconomic factors and investor sentiment explain the clustering of IPO markets. Given that the waves in this market are of short-term nature, the macroeconomic performance is an inaccurate indicator, when predicting the onset of waves of initial public offerings, as opposed to investor sentiment. Indicators, like the reversal of the stock market from recession to growth, positive market dynamics for three months, and a period of low imputed volatility may serve as indicators of the imminent onset of a wave of initial public offerings. A successful IPO of a company operating in a particular industry may lead to an increase in the number of transactions of similar companies from this industry, provided that the stock market continues to show a positive trend during the period, which is necessary to get ready for an IPO.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2021

Please cite this article as: Belyaev V.A. The Cyclical Behavior of the IPO Market: History and Drivers. *Financial Analytics: Science and Experience*, 2021, vol. 14, iss. 2, pp. 190–207.
<https://doi.org/10.24891/fa.14.2.190>

References plus tbl

1. Ritter J.R. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 1991, vol. 46, iss. 1, pp. 3–27.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>
2. Ibbotson R.G., Jeffrey J.F. "Hot Issue" Markets. *The Journal of Finance*, 1975, vol. 30, iss. 4, pp. 1027–1042. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1975.tb01019.x>

3. Penzin K.V. [Towards IPO in Russia]. *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance (Money and Credit)*, 2005, no. 6, pp. 51–61. (In Russ.)
4. Ritter J.R. The "Hot Issue" Market of 1980. *The Journal of Business*, 1984, vol. 57, no. 2, pp. 215–240. URL: <https://www.jstor.org/stable/2352736>
5. Lerner J. Venture Capitalists and the Decision to Go Public. *Journal of Financial Economics*, 1994, vol. 35, iss. 3, pp. 293–316.
URL: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)90035-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)90035-3)
6. Benveniste L.M., Busaba W.Y., William W.J. Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets. *Journal of Financial Intermediation*, 2002, vol. 11, iss. 1, pp. 61–86. URL: <https://doi.org/10.1006/jfin.2000.0310>
7. Pastor L., Veronesi P. Rational IPO Waves. *The Journal of Finance*, 2005, vol. 60, iss. 4, pp. 1713–1757. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00778.x>
8. Rajan R., Servaes H. Analyst Following of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 1997, vol. 52, iss. 2, pp. 507–529.
URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04811.x>
9. Lowry M., Schwert G.W. IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning? *The Journal of Finance*, 2002, vol. 57, iss. 3.
URL: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00458>
10. Benninga S., Helmantel M., Sarig O. The timing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 2005, vol. 75, iss. 1, pp. 115–132.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.04.002>
11. Kim W., Weisbach M.S. Motivations for Public Equity Offers: An International Perspective. *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 87, iss. 2, pp. 281–307.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.010>
12. Alti A. IPO Market Timing. *The Review of Financial Studies*, 2005, vol. 18, iss. 3, pp. 1105–1138. URL: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi022>
13. Lowry M. Why Does IPO Volume Fluctuate So Much? *Journal of Financial Economics*, 2003, vol. 67, iss. 1, pp. 3–40.
URL: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00230-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00230-1)
14. Helwege J., Liang N. Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2004, vol. 39, iss. 3, pp. 541–569.
URL: <https://doi.org/10.1017/S0022109000004026>
15. Loughran T., Ritter J.R. The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, 1995, vol. 50, iss. 1, pp. 23–51. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05166.x>

16. Banerjee S., Güçbilmez U., Grzegorz P. Leaders and Followers in Hot IPO Markets. *Journal of Corporate Finance*, 2016, vol. 37, pp. 309–334.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.004>
17. Batnini F., Hammami M. IPO Waves: How Market Performances Influence the Market Timing of IPO? *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 2015, vol. 31, iss. 5, pp. 1679–1692. URL: <https://doi.org/10.19030/jabr.v31i5.9382>
18. Dicle M.F., Levendis J. IPO Activity and Market Volatility. *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*, 2018, vol. 7, iss. 1, pp. 2–13.
URL: <https://doi.org/10.1108/JEPP-D-17-00017>

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.