

УДК 336.64

L. E. Хрустова

ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»,
Москва, e-mail: lehrustova@fa.ru

C. O. Мусиенко

ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»,
Москва, e-mail: somusienko@fa.ru

V. D. Голышев

ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»,
Москва, e-mail: 226497@edu.fa.ru

N. N. Иоффе

ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»,
Москва, e-mail: nelli.ioffe@yandex.ru

M. A. Осокина

ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»,
Москва, e-mail: 221268@edu.fa.ru

РЫНОК ПЕРВИЧНЫХ ПУБЛИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ В РОССИИ: СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

Ключевые слова: первичные публичные размещения, IPO, российский рынок, финансовый рынок, фондовый рынок, капитализация фондового рынка, факторы развития рынка IPO, влияние денежно-кредитной политики.

Обеспечение технологического и финансового суверенитета России предполагает необходимость поддержки функционирования субъектов экономики финансовыми ресурсами в условиях ограничения доступа к внешним источникам. Одним из вариантов привлечения финансирования для компаний является осуществление первичного публичного размещения акций. Целью исследования выступает анализ современного состояния и определение перспектив развития российского рынка первичных публичных размещений в условиях реализации жесткой денежно-кредитной политики. Авторами с использованием методов статистического и сравнительного анализа была оценена динамика показателей российского рынка первичных публичных размещений за период с 2002 года, выявлены основные факторы, сдерживающие его развитие. На основе представленного анализа были сформулированы направления развития рынка, проработка которых позволит в полной мере реализовать потенциал рынка первичных публичных размещений и способствовать достижению национальной цели развития по удвоению капитализации фондового рынка в период до 2030 года.

L. E. Khrustova

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
e-mail: lehrustova@fa.ru

S. O. Musienko

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
e-mail: somusienko@fa.ru

V. D. Golyshev

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
e-mail: 226497@edu.fa.ru

N. N. Ioffe

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
e-mail: nelli.ioffe@yandex.ru

M. A. Osokina

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
e-mail: 221268@edu.fa.ru

RUSSIAN MARKET OF INITIAL PUBLIC OFFERING: CURRENT STATE AND FUTURE PROSPECTIVES

Keywords: initial public offering, IPO, Russian market, financial market, stock market, stock market capitalization, factors of IPO market development, monetary policy influence.

Ensuring technological and financial sovereignty of Russia requires supporting the functioning of economic entities with financial resources in the context of limited access to external sources. One of the options for attracting financing for companies is the implementation of an initial public offering of shares. The purpose of the study is to analyze the current state and determine the development prospects of the Russian initial public offering market in the context of tough monetary policy. Using statistical and comparative analysis methods, the authors assessed the dynamics of the Russian initial public offering market indicators for the period since 2002, and identified the main factors hindering its development. Based on the presented analysis, market development directions were formulated, the elaboration of which will allow the full realization of the potential of the initial public offering market and contribute to the achievement of the national development goal of doubling the capitalization of the stock market by 2030.

Введение

Современный этап развития российской экономики характеризуется высокой нестабильностью и неопределенностью, которые возникают под влиянием геополитических шоков и санкционного воздействия. В сложившихся условиях актуальной проблемой становится необходимость финансового обеспечения хозяйствующих субъектов с использованием различных механизмов. Значимость реализации данной задачи подтверждается:

1. формулировкой национальных стратегических целей развития, которые предполагают достижение Россией технологического и финансового суверенитета;
2. поставленной Президентом целью по удвоению капитализации российского фондового рынка до 2030 года;
3. сохранением жесткой денежно-кредитной политики, сдерживающей развитие фондового рынка.

Перечисленные факторы определяют необходимость рассмотрения российского рынка первичных публичных размещений (initial public offering или IPO), его проблем и перспектив развития.

Российский рынок IPO является объектом исследований в основном в работах отечественных авторов, а особенный интерес к его изучению наблюдается, начиная с 2021 года, когда количество и объемы первичных размещений достигли своего максимума. Теоретические основы функционирования рынка IPO в России, основные индикаторы, его характеризующие, а также проблема недооценки IPO-SPO

российских компаний подробно рассматриваются в работах А.Е. Абрамова и М.И. Черновой [1], М.И. Львовой и Н.Ю. Исааковой [5]. Авторами анализируется динамика рынка, определяются причины возникающих изменений.

С.Н. Хоботова и Н.В. Слотина исследуют IPO как метод привлечения финансирования. К числу преимуществ данного метода авторы относят возможность крупного единовременного привлечения средств в сжатые сроки, неограниченный срок привлечения финансирования [6]. С.Р. Древинг и О.Б. Борисова, сравнивая финансирование через IPO с другими источниками, выделяют ряд недостатков механизма, в том числе высокую стоимость размещения и необходимость поддержания рыночной стоимости ценных бумаг на определенном уровне [4]. Тематика IPO в исследованиях российских авторов рассматривается также в контексте отдельных отраслей (Беляев В.А. [2], Шевченко И.В., Хубтия Н.В. [7]).

Новизна текущего исследования заключается в:

1. определении факторов, сдерживающих развитие рынка IPO в России, и мер, способствующих преодолению выявленных ограничений;
2. рассмотрении развития рынка IPO в контексте реализации жесткой денежно-кредитной политики в России.

Целью исследования выступает определение направлений развития российского рынка IPO в условиях реализации жесткой денежно-кредитной политики.

Материал и методы исследования

Достижение поставленной цели обеспечивалось использованием методов статистического и сравнительного анализа. База данных для исследования была аккумулирована из открытой статистики по динамике российского рынка публичных первичных размещений, данных Банка России и статистики ПАО Московская Биржа. Выборка включила сведения о динамике количества компаний, вышедших на IPO, и объемах размещений (в млрд. руб.) за период с 2002 по 2024 годы, а также динамику ключевой ставки Банка России за период с 2013 по 2024 годы.

Результаты исследования и их обсуждение

Российский рынок IPO является относительно молодым и в настоящий момент несет в себе большой потенциал: привлечение средств на рынке IPO может стать одним из каналов для дополнительного привлечения капитала в условиях ограничения доступа российских компаний к внешнему финансированию.

На рисунке 1 продемонстрирована динамика российского рынка IPO в период с 2002 по 2024 гг. в контексте количества и объемов размещений.

Представленная на рисунке 1 динамика IPO позволяет определить следующие ключевые тренды прошедших лет:

- наблюдается цикличность рынка IPO, которая характерна как для изменения количества компаний, впервые осуществляющих эмиссию акций, так и для объема привлекаемого финансирования (в литературе формулируются положения теории цикличности IPO, постулирующей наличие в данном сегменте волн, аналогичных волнам экономических циклов [3]);

- в отдельные периоды времени наблюдается спад активности на рынке IPO вплоть до нулевого (в 2018 году ни одна компания не осуществляла первичное публичное размещение);

- важной характеристикой рынка является стоимость привлекаемого через механизм IPO финансирования. Анализ данного показателя в динамике позволяет сделать вывод об общем росте капитализации фондового рынка – если в 2007 году на рынок IPO вышли 32 компании, которые аккумулировали менее 50 млрд долларов, то постепенно объемы привлекаемых средств росли и достиг-

ли значения в 300 млрд долларов в 2021 году всего для 9 компаний, вышедших на рынок.

Трендами современного этапа развития российского рынка IPO выступают:

- влияние geopolитических рисков;
- выход на IPO компаний с меньшим уровнем капитализации (ранее на рынок выходили в основном крупные компании);
- повышение уровня неопределенности в связи с сокращением объема публикуемой и раскрываемой информации;
- доминирование на рынке внутренних инвесторов;
- рост интереса к частным размещениям;
- стимулирование развития российских компаний за счет проведения политики импортозамещения.

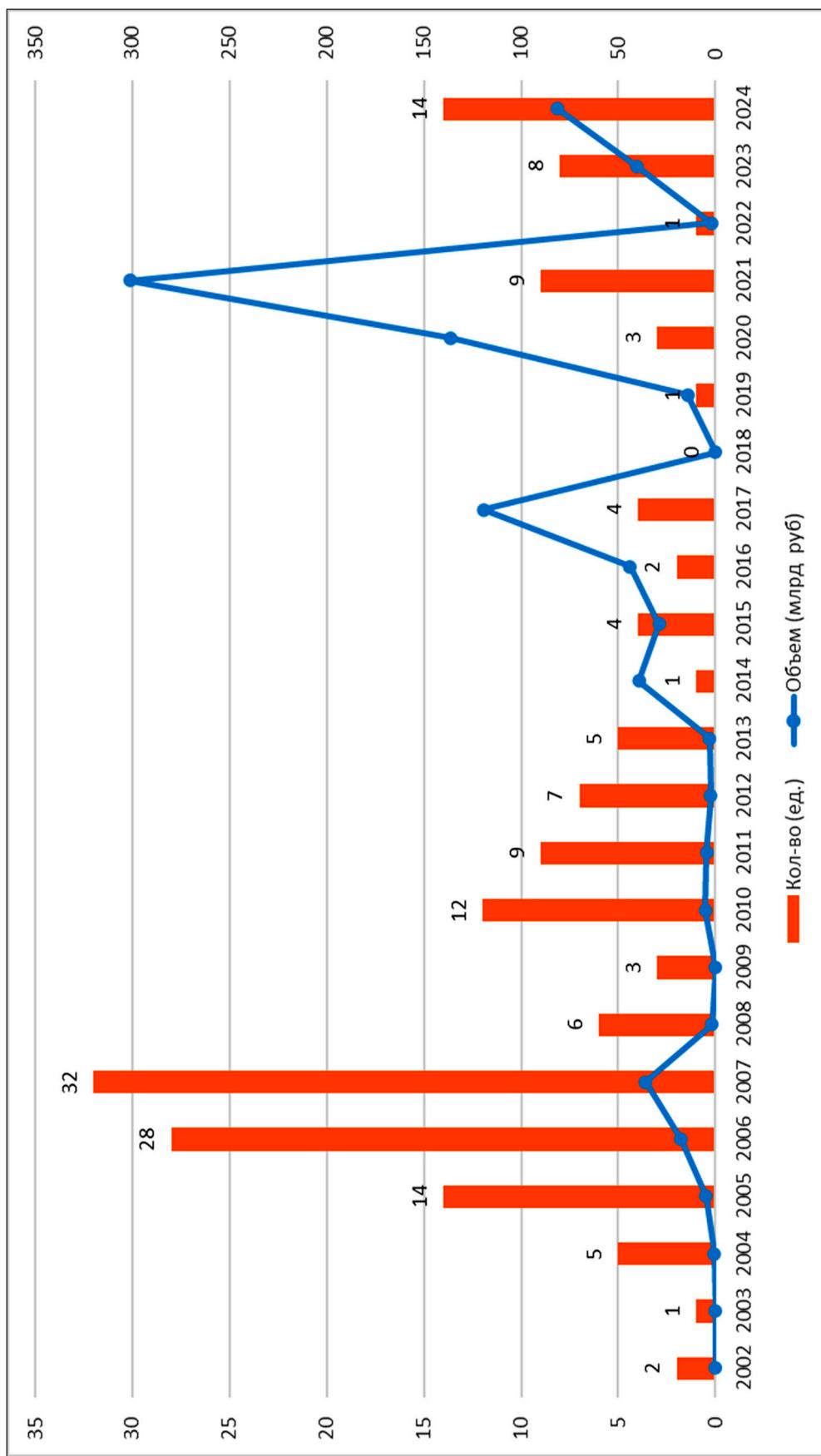
В 2023 г. восемь российских IPO привлекли почти 41 млрд рублей. Среди компаний, вышедших на рынок, – Henderson, CarMoney, «ЕвроТранс», Совкомбанк, «Астра» и «Генетико». Основными инвесторами в этих IPO выступили частные лица. В 2024 году рост рынка IPO продолжился, и на рынок вышли целых 14 компаний, среди которых МТС Банк, Европлан, ВИ.ру, группа Элемент (которая привлекла сумму – 15 млрд рублей), а также Делимобиль, Кристалл и другие [15].

С изоляцией российского рынка частные инвесторы стали ключевой движущей силой как на фондовом рынке в целом, так и на рынке IPO в частности. Они активно участвуют в IPO, получают высокие аллокации на IPO компаний с небольшой капитализацией: согласно публичным данным, весь объем размещения «Генетико» и «Мосгорломбарт» выкупили именно частные инвесторы. В среднем аллокация для физических лиц за выбранный период составила 28,82%, средняя доля участующего капитала – 52% (рисунок 2).

Важным отличием текущего рынка IPO является его высокая диверсификация с отраслевой точки зрения: в период с 2022 по 2024 гг. на рынок вышли представители 13 отраслей, включая финансовый сектор, ИТ, биотехнологии, телекоммуникацию и транспорт и ряд других отраслей [14].

Основными факторами, сдерживающими развитие рынка IPO в России на современном этапе, являются:

- высокие расходы на процедуру проведения IPO;
- низкая степень аллокации для розничных инвесторов и отсутствие понятных правил ее осуществления;



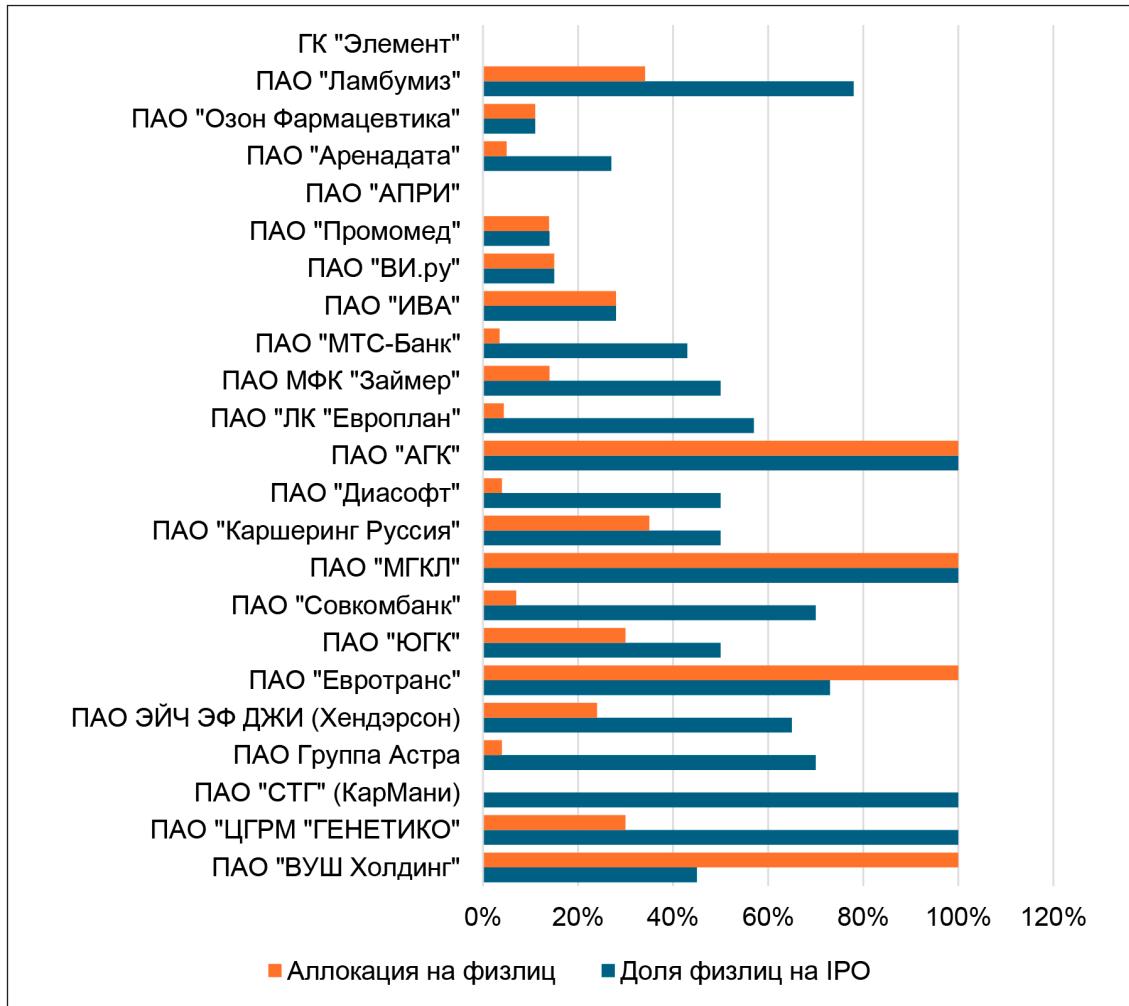


Рис. 2. Доля физических лиц и их аллокация на IPO (2022-2024 гг.)
Источники: официальный сайт ПАО Московская Биржа (<https://www.moex.com/>) [9]

- небольшое количество частных инвесторов на российском рынке в сравнении с развитыми рынками;
- необходимость выполнения компаниями большого количества дополнительных регуляторных требований и раскрытия информации для выхода на рынок;
- непрозрачность оценки бизнеса для инвесторов в условиях ограниченного доступа к информации и статистике;
- снижение доходности акций после IPO, определяющее падение интереса инвесторов кложениям на данном рынке;
- несоблюдение lock-up периодов;
- жесткая денежно-кредитная политика, которая снижает привлекательность инструментов фондового рынка в сравнении с классическими банковскими депозитами.

Некоторые компании, заявлявшие о желании провести IPO в 2023-2024 годах, так

и не разместили свои акции. Причиной этому стал стремительный рост ключевой ставки и снижение привлекательности акций как инструмента для вложения. Условия денежно-кредитной политики, проводимой в государстве, являются одним из ключевых факторов, определяющих перспективы развития рынка IPO. Сравнительный анализ результатов размещений, проведенных на лидирующих рынках по объему IPO, представлен в таблице 1. США выступают лидером по объему аккумулированных денежных средств, однако уступают Индии первое место в рейтинге по количеству размещений, что говорит о более высокой средней стоимости привлекаемого через IPO финансирования в США. Наибольшую доходность акций после IPO обеспечивает рынок Китая (для которого также характерно минимальное значение ключевой ставки).

Таблица 1

Характеристики рынка IPO в странах, лидирующих по объему размещений в 2024 году

Страна	Объем размещений, млрд долларов	Количество размещений, шт.	Доходность IPO, %	Диапазон изменений ключевой ставки, %
США	32,8	183	46,0	4,5-5,5
Индия	19,9	327	37,1	6,5
ЕС	18,2	115	20,6	3,15-4,5
Гонконг	10,7	64	16,3	4,75-5,75
Китай	8,9	98	123,9	3,1-3,45

Источник: составлено на основе [10, 13].

Таблица 2

Динамика объема размещений на рынке IPO и изменения ключевой ставки в России в период с 2014 по 2024 годы

Год	Количество размещений, шт.	Объем размещений, млрд руб.	Диапазон и направление изменения ключевой ставки, %
2014	1	33,2	5,5-17 (↑ в конце года)
2015	4	29,2	11-17 (↓)
2016	2	44,1	10-11 (↓)
2017	4	119,1	7,75-10 (↓)
2018	0	0	7,25-7,75 (=)
2019	1	14,6	6,25-7,75 (↓)
2020	3	142,2	4,25-6,25 (↓)
2021	8	254,6	4,25-8,5 (↑)
2022	1	2,1	7,5-20 (↑ и последующее ↓)
2023	9	47,1	7,5-16 (↑)
2024	12	74,1	16-21 (↑)

Источник: составлено на основе [9, 10].

Для всех стран, представленных в таблице 1 характерны значения ключевой ставки, не превышающей 10%. В течение 2024 года на этих рынках наблюдался общий тренд к снижению ставки (минимальное значение диапазона во всех странах соответствует значению ставки на конец года).

Более высокий уровень ключевой ставки в России в сравнении со странами, лидирующими по объему размещений на рынке IPO, считается одним из факторов, сдерживающих развитие самого рынка. Однако в период с 2022 по 2024 годы наблюдается рост числа и объема размещений, несмотря на повышение значения ключевой ставки (таблица 2). Данный тренд позволяет сделать вывод о том, что в условиях санкционных ограничений российский рынок IPO демонстрирует возможности развития, несмотря на высокие значения ставки.

Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на период 2025-2027 годов закладывают 4 сценария реализации денежно-кредитной политики в зависимости от изменения внутренних (рост потенциала экономики, параметры бюджетной политики) и внешних (деглобализация, инфляционные процессы, устойчивость мировых финансовых рынков, геополитическая ситуация) условий [8]. Все предлагаемые сценарии предполагают снижение ключевой ставки к 2027 году, однако рисковый сценарий рассматривает возможность увеличения ее значения вплоть до 25% в 2025 году. В формирующихся условиях и с учетом тенденций последних лет предполагается необходимым реализовать дополнительные меры, которые позволят стимулировать развитие рынка IPO даже в условиях нестабильной

экономической ситуации и жесткой денежно-кредитной политики.

Исходя из сложившейся социально-экономической ситуации в России, можно сформировать ряд рекомендаций, направленных на развитие рынка IPO в условиях заданных сценариев реализации денежно-кредитной политики. К их числу можно отнести:

- привлечение на рынок новых частных инвесторов;
- снижение издержек выхода на IPO за счет субсидирования эмитентов и инфраструктурных организаций финансового рынка, предоставления налоговых льгот. Одним из вариантов, обсуждаемых в Банке России, является сокращение налога на прибыль организаций, free-float которых составляет не менее 15%. Льгота будет действовать на протяжении трех лет [12];
- применение технологий, позволяющих уменьшить издержки для компаний, планирующих выход на IPO, включая технологии искусственного интеллекта;
- поэтапное повышение требований к прозрачности финансовой и нефинансовой отчетности и публикации сформированных прогнозных значений компаний;
- пересмотр нормы отчисления чистой прибыли государственных компаний на выплату дивидендов, которая способствует установлению высокой планки дивидендной доходности на российском рынке и сдерживает возможности финансирования компаний за счет собственных средств;
- пересмотр налоговой нагрузки инвесторов.

В 2026-2027 годах планируется выход на IPO нескольких государственных ком-

паний. Государство планирует сохранить за собой контрольный пакет акций, выпустив в свободное обращение небольшое количество акций. Рост объема размещений ожидается на СПБ бирже. По заявлению руководства биржа прогнозирует не менее 5 IPO на 2025 г., делая ставку на компании, которые столкнулись с сильным санкционным давлением. Для СПБ биржи это решение позволит увеличить прибыль, которая с 2022 года снизилась в 3 раза [11].

Проведенный в рамках исследования анализ позволяет сделать вывод о том, что данные планы являются реалистичными даже с учетом сохранения высоких значений ключевой ставки.

Заключение

Развитие рынка IPO в условиях санкционного давления и ограничения доступа к внешнему финансированию является необходимостью с точки зрения обеспечения финансирования российских компаний. Сравнение положения российского рынка IPO с развитыми и развивающимися рынками демонстрирует его потенциал, однако значимым сдерживающим фактором выступает жесткая денежно-кредитная политика, что определяет необходимость разработки дополнительных мер стимулирования рынка. В исследовании сформулированы предложения, направленные на развитие рынка IPO в условиях высоких значений ключевой ставки. Их реализация позволит преодолеть существующие вызовы и обеспечить рост рынка даже с учетом существующих ограничений.

Библиографический список

1. Абрамов А.Е., Чернова М.И. IPO акций российских компаний: теория, индикаторы, тренды и перспективы // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. №. 6. С. 42-60. DOI: 10.31107/2075-1990-2024-6-42-60.
2. Беляев В.А. Анализ динамики сделок IPO: географический и отраслевой аспекты // Финансы: теория и практика. 2024. Т. 28. №. 5. С. 173-186. DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-5-173-186.
3. Беляев В.А. Цикличность на рынке IPO: история и факторы возникновения // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2021. Т. 14. №. 2. С. 190-207. DOI: 10.24891/fa.14.2.190.
4. Древинг С.Р., Борисова О.В. Сравнительная характеристика механизмов привлеченного финансирования бизнеса // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2024. № 6 (273). С. 20-30. DOI: 10.24412/2072-4098-2024-6273-20-30.
5. Львова М.И., Исакова Н.Ю. Динамика и тенденции развития рынка IPO в Российской Федерации // Естественно-гуманитарные исследования. 2024. № 2 (52). С. 164-167.
6. Хоботова С. Н., Слотина Н. В. Первичное публичное размещение (IPO) как способ привлечения инвестиций в условиях макроэкономической нестабильности // Вестник Омского университета. Серия «Экономика». 2022. № 4. С. 36-47. DOI: 10.24147/1812-3988.2022.20(4).36-47.

7. Шевченко И.В., Хубутия Н.В. Первичное публичное предложение судоходных компаний как метод финансирования и приватизации // Экономика: теория и практика. 2021. № 2. С. 8-14. DOI: 10.31429/2224042X_2021_62_8.
8. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. [Электронный ресурс]. Банк России, 2024. URL: https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2025_2027/.
9. Официальный сайт ПАО Московская Биржа. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 01.02.2025).
10. Официальный сайт платформы TradingView. [Электронный ресурс]. URL: <https://ru.tradingview.com/> (дата обращения: 01.02.2025).
11. Рынок IPO в России 2014-2024 гг. [Электронный ресурс]. АЛОР БРОКЕР, 2024. URL: storage.alorbroker.ru (дата обращения: 26.02.2025).
12. СПБ Биржа заявила о планах провести не менее пяти IPO в 2025 году. [Электронный ресурс]. Forbes, 2024. URL: <https://www.forbes.ru/investicii/522569-spb-birza-zaavila-o-planah-provesti-ne-menее-patiipo-v-2025-godu> (дата обращения: 01.02.2025).
13. Insights to navigate transformation on the path to IPO. [Электронный ресурс]. EY Global IPO Trends, 2024. URL: <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-gl/insights/ipo/documents/ey-gl-ipo-trends-v1-12-2024.pdf> (дата обращения: 06.02.2025).
14. IPO на SPB-бирже. [Электронный ресурс]. URL: <https://spb.hse.ru/mirror/pubs/share/924858018> (дата обращения: 15.02.2025).
15. IPO: новый сезон. [Электронный ресурс]. Коммерсантъ, 2024. URL: <https://special.kommersant.ru/ipo/> (дата обращения: 16.02.2025).