

Сравнительная динамика финансовых показателей российских эмитентов до и после IPO

Научный руководитель – Берзон Николай Иосифович

Ткаченко Мария Владимировна

Аспирант

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Факультет экономических наук, Москва, Россия

E-mail: mariagtab3@gmail.com

Аннотация

Влиянию первичного публичного размещения на финансовые показатели компании посвящено сравнительно небольшое количество исследований - большинство авторов измеряет успех IPO котировками акций после размещения и объемом торгов [4]. Мы предлагаем проанализировать изменение финансового состояния российских компаний в контексте показателей маржинальности EBITDA, маржинальности операционной прибыли и рентабельности активов за пятилетний период, прошедший после их IPO. Также мы оценим, насколько повлияли на изменение данных показателей их абсолютное значение перед выходом на IPO, объем размещаемого пакета акций и биржа размещения.

Проанализировав выборку из 75 российских эмитентов, мы выявили существенное снижение выбранных показателей на протяжении пяти лет после IPO. Данный факт можно объяснить стремлением компании выйти на IPO в период пика эффективности, после прохождения которого показатели неизбежно начнут снижаться [2,4]. Также мы установили, что наибольший спад показателей продемонстрировали эмитенты с высоким free-float при размещении, а также эмитенты, осуществившие IPO только в локальных акциях.

Актуальность исследования

На данный момент не существует ни одного исследования, посвященного вопросу динамики финансовых показателей компаний после IPO, которое было бы проведено на данных российского рынка. Этот пробел можно объяснить сравнительно малым количеством российских компаний, осуществивших IPO, и отсутствием глобальной базы IPO. В связи со снижением мировых процентных ставок возрос спрос инвесторов на рискованные активы, вследствие чего многие непубличные компании России сейчас рассматривают возможность размещения своих акций среди широкого круга инвесторов. Однако эмитенту важно понимать, в какой момент и с соблюдением каких условий необходимо выйти на IPO, чтобы избежать последующего ослабления финансовых показателей.

Мы предлагаем проследить динамику выбранных показателей в течение пяти лет после размещения на выборке из 75 эмитентов, составленной нами на основе данных из нескольких информационных баз. Новизна нашей работы, отличающая ее от исследований зарубежных авторов, состоит в том, что мы анализируем связь между биржей размещения и динамикой финансовых показателей эмитента после него.

Методология

В выборку вошло 75 российских компаний, осуществивших первичное публичное размещение на российской или иностранной бирже в 2002-2014 гг. Для каждой компании были рассчитаны значения маржинальности EBITDA, маржинальности операционной прибыли и рентабельности активов в год проведения IPO, предшествующий ему год и пять последующих лет. Далее мы использовали регрессионный анализ, чтобы оценить зависимость изменения каждого финансового показателя за пятилетний период от его уровня

непосредственно перед выходом на IPO, от величины free-float при размещении и биржи размещения. Мы рассчитали медианное значение каждого показателя по выборке в каждый рассматриваемый год, чтобы проследить преобладающую тенденцию.

Гипотеза

Авторы исследований, проведенных на рынках США и стран Азии [4,6,7], пришли к выводу о том, что финансовые показатели компаний снижаются после выхода на IPO. В соответствии с этим заключением мы предполагали, что российские эмитенты также продемонстрируют снижение финансовых показателей.

Кроме того, авторы всех проанализированных работ [1,3,5] делают вывод о том, что компании, разместившие значительную долю акций в качестве free-float, демонстрируют наибольшее снижение финансовых показателей. Мы полагали, что не обнаружим связи между степенью размытия капитала при IPO и последующей динамикой показателей. В российской практике акционеры реже, чем в США, являются одновременно менеджерами компании, поэтому возникновение новых собственников не всегда приводит к неопределенности при принятии управленческих решений и, как следствие, ухудшению показателей.

Поскольку эмитенты, осуществляющие размещение на иностранной бирже, по определению должны иметь лучшую отчетность для соответствия требованиям иностранного регулятора, мы также выдвинули гипотезу, что компании, осуществившие размещение только в локальных акциях, имеют худшие финансовые показатели и будут демонстрировать их большее снижение после IPO.

Результаты

Мы установили, что показатели маржинальности EBITDA по выборке за пять лет снизились в 1,2 раза, маржинальности операционной прибыли - в 1,5 раза, рентабельности активов - в 2,4 раза. Таким образом, выдвинутая гипотеза не отвергается. Также была выявлена значимая связь между значением каждого показателя перед IPO и его динамикой после него: компании с максимальными показателями демонстрировали их наибольшее сокращение после IPO. Этот феномен позволяет предположить, что компании выходили на IPO на пике своего жизненного цикла, после которого следовал спад.

Мы обнаружили, что у компаний с высоким free-float при размещении наблюдалось наиболее сильное снижение финансовых показателей. Это позволяет отвергнуть гипотезу об отсутствии связи между размытием капитала компании и ее последующей финансовой эффективностью.

Также нами была установлена значимая отрицательная связь между фактом размещения в локальных акциях и последующей динамикой показателей. Эмитенты, совершившие IPO только на российской бирже, демонстрировали более сильное ухудшение финансовой эффективности, чем осуществившие его на иностранной бирже. Таким образом, гипотеза о влиянии биржи размещения на динамику финансовых показателей после него не отвергается.

Источники и литература

- 1) Львутин, П. П., & Фетцер, О. В. (2007). Первичные публичные размещения акций: обзор исследований. Корпоративные финансы, (1 (1)), 145-189.
- 2) Ahmad-Zaluki, N. A. (2009). Post-IPO operating performance and earnings management. International Business Research, 1(2), 39.
- 3) Brealey, R., Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. The journal of Finance, 32(2), 371-387.

- 4) Jain, B. A., & Kini, O. (1994). The post-issue operating performance of IPO firms. *The Journal of Finance*, 49(5), 1699-1726.
- 5) Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure (pp. 163-231). Springer Netherlands.
- 6) Kim, K. A., Kitsabunnarat, P., & Nofsinger, J. R. (2004). Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms. *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 355-381.
- 7) Mayur, M., & Kumar, M. (2009). Ownership and Performance in an Emerging Market: Evidence from Indian IPO Firms. *The ICFAI Journal of Applied Finance*, 15(7), 5-23.