

**Роль внешнего аудита в привлечении компаниями капитала (в сделках IPO на российском рынке)**

**Теплов Андрей Сергеевич**

*Аспирант*

Государственный университет управления, Москва, Россия

*E-mail: andyteplov@yandex.ru*

Рынок акционерного капитала после макрофинансовых шоков традиционно восстанавливается позднее, чем долговые рынки. Актуальным предметом исследования для привлечения акционерного капитала с рынка (как частных компаний, так и компаний с государственным участием, на российской биржевой площадке (ММВБ) и на зарубежных биржах) становится вопрос выявления факторов, определяющих интерес четырех групп заинтересованных лиц: банков-организаторов, эмитентов, инвесторов-участников IPO и посредников. В работе обосновывается значимость роли такого посредника, как внешний аудитор и важность финансовой технологии - аудит. В 2015 году на российском рынке появилась компания («Фридом Финанс»), которая предлагает участие в IPO на зарубежных площадках российским инвесторам (даже не профессиональным). Аналогичные посредники есть и на зарубежных рынках. Как ведут себя эти 4 группы участников глобального рынка IPO на разных этапах его функционирования? Действительно ли в 2015-2016г рынок IPO «разогрелся», чтобы имело смысл российскому инвестору на него входить? Действительно ли есть конфликт интересов между участниками рынка? Можно ли по взаимоотношениям компании с аудиторами оценить будущие выгоды рыночного инвестора?

Академический интерес к проблематике IPO вызван такими аномалиями, как занижение подписной цены относительно «справедливого» уровня, фиксируемого по торгам на бирже в первый торговый день (new issues/initial underpricing) и «неэффективностью» в долгосрочном периоде (long-run underperformance) как фиксируемая отрицательная доходность инвестора на отрезке более года после IPO (Nurwati A. Ah.-Z., 2008, Yan and Jun, 2003).

В данной работе рассматривается влияние такого фактора «технологии организации выхода компании на IPO», как независимость внешнего аудита, на эффект «долгосрочной неэффективности». Независимость внешнего аудита от давления интересов менеджмента компании определяется по ряду характеристик. Проверяется гипотеза, что компании с наличием и сохранением независимого аудита не демонстрируют долгосрочной неэффективности (падения рыночной стоимости компании после IPO). Метод исследования - событийный анализ (event study). В работе применен подход с расчетом двух показателей избыточных доходностей (сверхдоходностей над несколькими задаваемыми бенчмарками): 1) CAR, 2) BHR («buy-and-hold» return). По 89 компаниям выборки, которые вышли на российский рынок IPO в 2002-2013гг были построены временные ряды CARs и BHRs для отрезков с 1 по 24-ый месяц владения акциями инвестором (общая длина исследуемого периода составляет 2 года, поэтому фиксация IPO заканчивается в 2013г). Доходности акций компаний выборки рассматривались на 3-х временных периодах: на начальном (первый день биржевой торговли) и на двух отрезках post-IPO (последующие 24 месяца). Рассматривался как полный период в 24 месяца, так и «усеченный отрезок» после lock up (с 7 по 24 месяц). Все компании выборки были разделены на 4 квартиля по степени «силы аудиторской команды». Гипотеза: более сильный внешний аудитор гарантирует инвестору-участнику IPO «эффективность», т.е. отсутствие традиционно выявляемого эффекта потери денег.

Фактические доходности (TSR) сравнивались с доходностями, полученными по 2 индексам - бенчмаркам (один - биржевой (ММВБ), второй - сконструированный, как доходность публичных компаний-аналогов той же отрасли). В результате исследования выявлены «волны IPO» глобального рынка и российского, что доказывает значимость «IPO timing». Построена типология конфликтов между участниками (на базе примеров мировой практики). В результате эконометрического анализа на российском рынке выявлено:

1. Распределение количества проведенных первичных размещений по годам крайне неравномерно. Компании стремятся использовать возможности, связанные с переоценкой инвесторами возможностей роста, и выходят на рынок в период, когда оптимизм инвесторов выражен наиболее ярко.

2. В первый месяц публичных торгов наблюдается статистически значимый рост значения CAR, со второго месяца начинается падение CAR, что подтверждает общий вывод об эффекте пост-IPO неэффективности. С 5-го месяца значение CAR становится отрицательным и статистически значимым.

3. Сравнение первого и четвертого квартилей выборки (деление по степени независимости внешнего аудита) по кумулятивным доходностям показывает, что для компаний из первого квартиля («независимый аудит») не характерен эффект underperformance. Для компаний из четвертого квартиля («слабый аудит») эффект выражен ярко. Важно, что вывод устойчив к изменениям модели расчета доходностей и ключевым показателям метода событий (CAR и BHR). В среднем доходности акций компаний «слабого аудита» на 10-18% ниже доходностей акций «независимого аудита» (заметим, что показатель BHR дает более высокие оценки, поэтому указан диапазон).

Выводы данного исследования соответствуют заключению работы Teoh et al. (1998) по рынку США. В работе Teoh et al. (1998) на 1980-1995гг показано, что по таким индикаторам, как «агрессивное» или «консервативное» управление начислениями в компании (отражение амортизации и других неденежных поправок при расчете прибыли) можно сделать вывод о пост-IPO функционировании. В представленном исследовании делается вывод, что инвесторам важно отслеживать взаимоотношения компании с внешними аудиторами (наличие бренда у компании-аудитора, смена аудитора через год после IPO). Независимый аудит может оградить рыночных инвесторов от неэффективной работы менеджмента после IPO.

### Источники и литература

- 1) Nurwati A. Ah.-Z. 2008, Post-IPO Operating Performance and Earnings Management, International Business Research. Vol.1. No.2. P. 39-48.
- 2) Teoh S.H., Ivo Welch and T. J. Wong (1998), Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings, Journal of Finance, VOL. LIII, NO. 6.
- 3) Yan D., Jun C. 2003, Long-Run Operating Performance of Initial Public Offerings in Japanese Over-the-Counter Market (1991-2001): Evidence and Implications, Asia-Pacific Financial Markets. Vol.3, P.27-64.
- 4) Теплов А.С. Влияние структуры акционерного капитала компании при переходе в статус публичной на показатели операционной эффективности в последующие годы // Финансовый менеджмент. 2014. №4. С. 25-39.