

**Токун Людмила Валентиновна**  
канд. экон. наук, ФГБОУ ВО «Государственный университет управления»,  
г. Москва, Российская Федерация  
**ORCID:** 0000-0002-7112-4428  
**e-mail:** ltokoun@mail.ru

**Берг Анжелика Германовна**  
студент, ФГБОУ ВО «Государственный университет управления», г. Москва,  
Российская Федерация  
**ORCID:** 0000-0001-9327-9052  
**e-mail:** likaberg02@gmail.com

**Tokun Liudmila**  
Candidate of Economic Sciences, State  
University of Management, Moscow,  
Russia  
**ORCID:** 0000-0002-7112-4428  
**e-mail:** ltokoun@mail.ru

**Berg Angelika**  
student, State University of Management,  
Moscow, Russia  
**ORCID:** 0000-0001-9327-9052  
**e-mail:** likaberg02@gmail.com

## ВЫБОР «ОКНА ВРЕМЕНИ» ПРИ ПРОВЕДЕНИИ IPO РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

**Аннотация.** Статья посвящена проблематике проведения публичного размещения компаний на российском фондовом рынке. Представлены аргументы, обосновывающие необходимость привлечения капитала посредством проведения публичного размещения в Российской Федерации. Рассмотрены зарубежные и отечественные исследования влияния фактора времени при проведении публичного размещения. Выявлена и обоснована необходимость учета фактора времени при принятии решения о выводе компании на IPO. Проанализирован российский фондовый рынок и его основные тенденции, оценена возможность применения зарубежного опыта на рынке Российской Федерации. На основе проведенного исследования предложено способствовать созданию благоприятных «окон», которые помогут устранить слабые стороны, а также обеспечивать научно обоснованное регулирование с целью создания благоприятных условий для IPO.

**Ключевые слова:** IPO, окно IPO, первичное публичное размещение, волны IPO, оптимальное время проведения IPO, фактор времени, цикличность фондового рынка, российский фондовый рынок.

**Цитирование:** Токун Л.В., Берг А.Г. Выбор «окна времени» при проведении IPO российских компаний // Вестник университета. 2020. № 3. С. 111–117.

## CHOICE OF “TIME WINDOW” IN CARRYING OUT IPO OF RUSSIAN COMPANIES

**Abstract.** The article is devoted to the problems of public placement of companies on the Russian stock market. The arguments proving necessity of raising capital through public offering in the Russian Federation have been presented. Foreign and domestic researches of the influence of the time factor during public offering have been considered. The necessity of taking into account the time factor when making a decision on the company's IPO has been identified and justified. The Russian stock market and its main trends have been analysed, the possibility of applying foreign experience on the Russian market has been assessed. Based on the conducted research, it has been proposed to promote the creation of favorable «Windows», which will help eliminate weaknesses, as well as provide evidence-based regulation in order to create favorable conditions for IPO.

**Keywords:** IPO, IPO window, Initial Public Offering, IPO waves, optimal IPO time, time factor, Stock market cycling, Russian Stock market.

**For citation:** Tokun L.V., Berg A.G. (2020) Choice of “time window” in carrying out IPO of Russian companies. Vestnik universiteta. 1. 3, pp. 111–117. DOI: 10.26425/1816-4277-2020-3-111-117

В современном мире большинство компаний в процессе своей деятельности стремятся развиваться и расширять присутствие на рынке. Для достижения этих целей организация вынуждена вкладывать средства как в производство, увеличивая тем самым его масштаб, так и в современные технологии. Кроме того, немаловажную роль играет обучение руководства последним тенденциям в области ведения бизнеса. Это позволяет осуществлять грамотное руководство компанией. Безусловно, развитие компании требует значительных вложений. Ресурсы для финансирования проектов по развитию компании привлекаются различными способами.

Первый способ – привлечение долгового финансирования посредством банковского кредита или выпуска облигаций. Этот способ является наиболее дешевым и менее рискованным с точки зрения ожидаемого результата по объему привлеченного капитала. Однако злоупотребление кредитами приводит к росту долговой нагрузки и, как следствие, может вести к банкротству, то есть невозможности компании платить

© Токун Л.В., Берг А.Г., 2020. Статья доступна по лицензии Creative Commons «Attribution» («Атрибуция») 4.0. всемирная (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

The Author(s), 2020. This is an open access article under the CC BY 4.0 license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).



по своим обязательствам. Таким образом, каждый новый привлеченный кредит приводит к увеличению рисков для кредитора и заемщика. Повышение рисков, в свою очередь, является основой для установления высоких процентов по кредиту и выдвижению большего количества ковенант.

Второй способ – привлечение средств институциональных инвесторов, представленных как фондами, так и частными инвесторами – бизнес-ангелами. Таких частных инвесторов, в особенности в России, не так много. Согласно статье, опубликованной на сайте новостного портала РБК, в 2018 г. частные инвесторы, корпорации и венчурные фонды из России инвестировали более 350 млн долл. США в бизнес компаний [3]. Наибольшую активность по количеству инвестиций проявил фонд Rune Capital, заключив 16 сделок на общую сумму в 15 млн долл. США, максимальный объем средств в размере 35 млн долл. США был проинвестирован фондом Fort Ross Venture. Среди бизнес-ангелов наибольшую активность проявил А. Румянцев, проинвестировав в 15 проектов.

Третий способ – продажа части акционерного капитала широкому кругу инвесторов путем проведения IPO (от англ. Initial Public Offering – первичное публичное предложение, первичное публичное размещение).

С одной стороны, IPO является одним из наиболее эффективных способов привлечения иностранных инвестиций. Перед компанией, которая стала публичной, открываются огромные перспективы. С другой стороны, IPO – трудный и затратный процесс, к которому многие компании попросту не подготовлены. Однако, не только готовность самой компании к IPO определяет успешный исход публичного размещения. Немаловажную роль играет «желание рынка» принять ценную бумагу данного эмитента. Поэтому размещение ценных бумаг ближе к верхней границе ценового диапазона, зависит от целой совокупности макро- и микрофакторов, в числе которых и момент времени его проведения.

В процессе проведения IPO участвуют различные организаторы размещения: биржа, банкиры, финансовые и юридические консультанты, андеррайтер, букраннер и так далее. При этом выбрать оптимальный момент времени для проведения IPO как с точки зрения самой компании, так и с точки зрения рынка – достаточно трудная задача для собственников компании и для профессиональных консультантов по сделкам IPO.

Осложняет задачу и тот факт, что российский фондовый рынок недостаточно развит, о чем говорит его низкая капитализация – 39 % от валового внутреннего продукта (далее – ВВП) страны в 2018 г. Для сравнения, в 2007 г., во время экономического роста России, капитализация составляла ~107,7 % от ВВП страны. Низкая капитализация, ограниченность всего двумя десятками относительно ликвидных бумаг, – все это приводит к высокой волатильности российского фондового рынка. Это в свою очередь сокращает длительность «окна IPO», и делает процесс публичного размещения еще труднее.

Как выбрать верный момент для проведения публичного размещения – один из наиболее частых вопросов, которым задаются руководители крупных компаний. Это подчеркивает актуальность и востребованность знаний в этой области. При этом количество научных работ и литературы на данную тему очень ограничено, что во многом объясняется закрытостью сферы инвестиционных консультантов.

Наибольшее количество статей, посвященных данной тематике, написано зарубежными авторами. Среди российских авторов существует лишь одна диссертационная работа С. Г. Главиной, которую мы рассмотрим далее [1].

Абсолютное большинство связывает выбор наилучшего времени для проведения IPO с анализом «волн IPO». «Волны» могут быть вызваны различными факторами. Среди основных факторов можно выделить следующие: предшествующая доходность, асимметрия информации между фирмой, инвестором и андеррайтером, технологические изменения, появление последователей/копировщиков лидеров рынка.

Так в 2005 г. А. Alti разработал модель распространения информации в ходе проведения IPO [4]. В основу данной модели легли выводы о том, что проведенное «IPO-пионер» стимулирует дальнейшие публичные размещения. А его цена оказывает сильное влияние на ценообразование «IPO последователей». Такая реакция объясняется тем, что распространенная информация о прошедших IPO уменьшает неопределенность в отношении общих факторов оценки последующих и делает их размещение более дешевым (например, сокращаются расходы на маркетинг). Иначе говоря, успешно проведенное IPO говорит о существовании высокого спроса на рынке со стороны инвесторов. Распространение информации об этом в свою очередь оказывает сильный побочный эффект – подъем рынка. То есть если предложение цены акции на IPO в данном месяце превышает первоначальные ожидания, а именно, размещается по верхней границе ценового

диапазона, то объем IPO в последующие месяцы резко увеличится и наоборот. При этом стоит отметить, что наибольший скачок объема IPO наблюдается на первой фазе «горячего рынка». Таким образом, согласно модели А. Altì, образующиеся «волны IPO», как результат совокупности действий всех информированных инвесторов, возникают и развиваются эндогенно.

К похожему выводу пришли К. Boeh и С. Dunbar, которые в своем исследовании проанализировали влияние институциональных особенностей рынка IPO на возникновение «волн IPO» [7]. Они утверждают, что фирма, корректирующая условия во время регистрации IPO или непосредственно в момент выхода на рынок, влияет на «ценность при регистрации» эмитентов, ищущих капитал. Поскольку данные решения, как правило, отражают закрытую информацию об общем, коллективном мнении эмитентов о состоянии рынка IPO (помимо того, что указано другими макроэкономическими показателями и показателями состояния рынка), они оказывают существенное влияние на текущую активность инвесторов. Ввод дополнительных переменных, отражающих наблюдаемые рыночные условия IPO, позволил более детально проанализировать процесс формирования «волн IPO» на рынке.

L. Pastor и P. Veronesi в своем исследовании утверждали, что количество IPO меняется в зависимости от изменения рыночных условий [9]. Они разработали модель для расчета оптимального времени IPO. Данная модель предполагала, что IPO волны вызываются изменением таких факторов, как доходность и ожидаемая совокупная рентабельность. Выборка, на которой было проведено исследование, состояла из проведенных IPO американского рынка с января 1960 г. по декабрь 2002 г., а также доходности американского рынка (за основу был взят показатель ROE) за сопоставимый период. Построив графики, L. Pastor и P. Veronesi выявили волнообразную тенденцию количества проведенных IPO, характеризующуюся последовательно возрастающими пиками и спадами. Сопоставление данного графика с доходностью позволило им выявить, что началу «волны IPO» (подъему), как правило, предшествует высокая рыночная доходность, а спуску «волны IPO» (падению) – низкая рыночная доходность.

Влияние предшествующей доходности также изучали F. Batnini и M. Hammami. В своей работе они исследовали влияние фондовых рынков на первичное публичное размещение акций (IPO) [5]. Результаты, полученные путем автокорреляционного анализа и подсчета регрессии, позволили выявить связь между прошлой доходностью фондового рынка и количеством последующих IPO. По их мнению, перед установкой даты проведения IPO менеджеры анализируют долгосрочные результаты финансового рынка. Выявления «бычьего» тренда на фондовом рынке от шести месяцев до одного года стимулирует менеджеров на проведение IPO компании. При этом F. Batnini и M. Hammami отмечают, что выявление «медвежьего» тренда длительностью более двух лет, может привести топ менеджмент к аналогичному решению, что во многом объясняется инверсией фондового рынка.

Обширное исследование цикличности мирового рынка IPO и ее влияние на процесс первичного публичного размещения провела С. Г. Главина. Она подчеркнула, что единая цель для всех участников заключается в максимизации прибыли от участия в сделке IPO, и поэтому «окно» для проведения IPO определяется таким образом, чтобы воспользоваться возросшей ценой за ценные бумаги компании-эмитента. Таким образом, эмитенты, планирующие проведение IPO, группируются и подстраиваются под общее настроение, что в свою очередь приводит к созданию так называемых кластеров IPO, которые в последствии формируют «волны IPO».

В своей работе С. Г. Главина также отметила, что динамика развития мирового, восточноевропейского и российского рынков первичных публичных размещений имеют существенные различия, в следствии чего цикличность мирового, регионального и национального рынков имеет разную характеристику. При этом российский рынок IPO, находящийся под влиянием мировых трендов, сам не оказывает большого влияния на глобальный.

С. Г. Главина определила ряд рекомендаций при выборе времени для проведения IPO компании, а именно, она отметила необходимость учета состояния мировой экономики, роста национального ВВП и уровня ключевой ставки (предпочтение отдается периодам с наиболее низкой ставкой). Эмитентам рекомендуется учитывать состояние отрасли, в которой работает компания, и в случае наличия, брать во внимание их опыт проведения IPO. Размещение предпочтительнее всего проводить на начальной фазе «горячего» рынка, которая приходится, согласно исследованию, на второй и четвертый кварталы года [1].

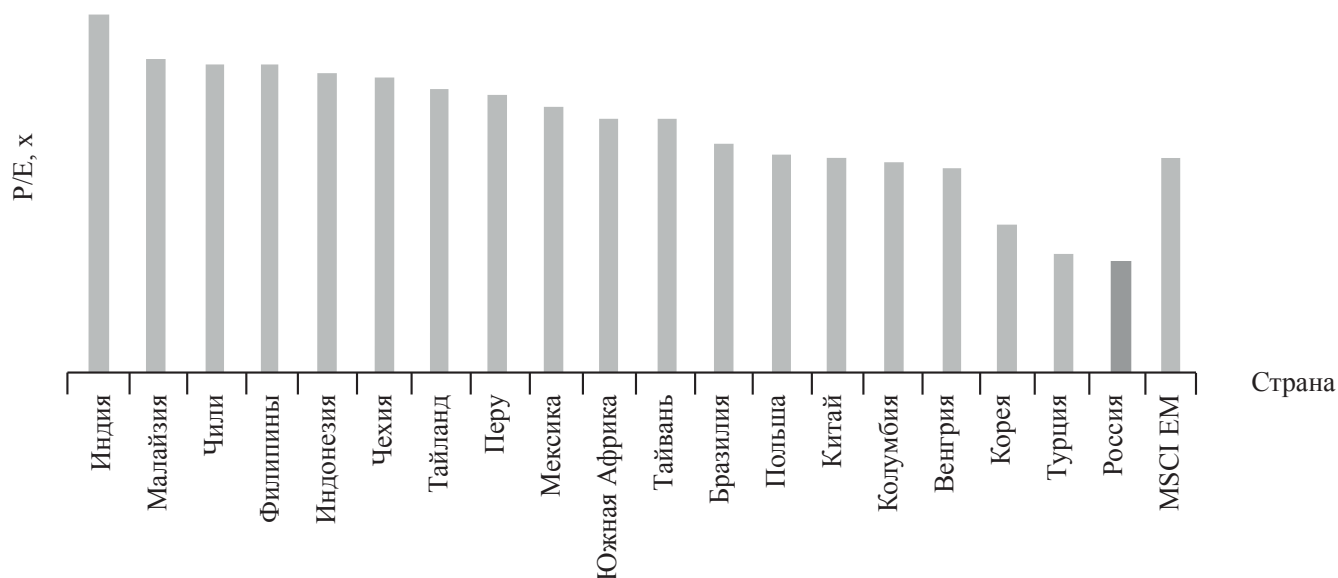
Как и в других странах, в России за год существует четыре «окна». Данные окна представляют собой удачный период для публичного листинга, однако низкая ликвидность российского рынка не дает никаких гарантий успеха при размещении даже во время установленных «окон».

Первое «окно» открывается в десятых числах января и длится примерно месяц, то есть до десятых чисел февраля. В этом случае вся оценка проводится исходя из проверенной отчетности за 9 месяцев. Следующее «окно» приходится на середину марта и закрывается в середине мая, при этом все финансовые показатели рассчитываются исходя из аудированной отчетности за предыдущий финансовый год. Третье «окно» открывается в первых числах июня и закрывается в середине июля, после чего все инвесторы уходят на «летние каникулы» вплоть до первых чисел сентября. Оценка компании, IPO которой проводят во время третьего «окна», основывается на проверенной отчетности за предыдущий финансовый год. Начало четвертого «окна» приходится на первые числа сентября, и закрывается «окно» в середине ноября. В основе расчетов лежат данные из проверенной отчетности компании за первое полугодие текущего года.

Анализируя российский рынок IPO за период с 2002 г. по 2018 г., можно отметить, что он характеризовался как «бычьим», так и «медвежьим» трендами: 2002-2003 гг. – холодный, «медвежий» рынок; 2003-2007 гг. – горячий, «бычий»; 2007-2009 гг. – холодный; 2009-2010 гг. – горячий; 2010-2012 гг. – холодный; 2012-2013 гг. – горячий; 2013-2015 гг. – холодный и, наконец, 2015-2017 гг. – горячий, о чем свидетельствует повышение IPO активности, начиная с 2015 г. За этот период российский рынок прошел 4 полностью законченных цикла: 2002-2007 гг. с длительностью цикла 5 лет, 2007-2010 гг. – 3 года, 2010-2013 гг. – 4 года, 2013-2017 гг. – 4 года. В результате можно сделать вывод, что российский рынок IPO обладает явно выраженными циклами с периодичностью 3-5 лет. В 2018 г. настала фаза холодного или «медвежьего» рынка, которая характеризуется полным отсутствием IPO и снижением M&A активности (от англ. mergers and acquisitions – слияние и поглощение). Однако приведенные здесь выводы – предварительные ввиду ограниченности данных.

Как уже было отмечено, появление «окна» зависит от совокупности факторов, включая макроэкономическую и политическую обстановку. Безусловно, макроэкономические явления уже заложены в мультипликаторах, которые непосредственно связаны с капитализацией рынка. Как правило, именно низкие мультипликаторы являются индикатором, который заставляет руководство компании повременить с публичным листингом.

Так в 2017 г. агрегированный коэффициент P/E (от англ. Price/Earnings – Цена/Прибыль) российского рынка акций снизился до среднего уровня 7,5, что может свидетельствовать о его неоцененности, а показатель P/BV (от англ. Price/Book Value Ratio – капитализация компании/балансовая стоимость активов) в среднем снизился до 0,85. Соотношение риск-доходность для рынка акций, в отличие от предыдущего года, оказалось в отрицательной области. Это привело к «медвежьему» рынку в 2018 г., мультипликатор P/E опустился до 5,4, что является самым низким значением сред всех развивающихся стран (рис. 1). Такая отрицательная динамика привела к полному отсутствию IPO в 2018 г. [6; 8].



Составлено авторами по материалам источников: [6; 8]

Рис. 1. Значение мультипликатора P/E для развивающихся стран

Все прошедшие в 2017 г. размещения прошли по нижней границе ценового диапазона (табл. 1). Сказать, что именно это стало причиной отсутствия IPO активности в 2018 г., однозначно нельзя. Размещение по нижней границе в целом является определенным трендом на российском рынке. Как правило, это связано с завышенными ожиданиями эмитента по оценке компании, что приводит к достаточно долгому процессу закрытия книги заявок. Таким образом, исходя из последних размещений, книга закрывается очень поздно. Кроме того, количество подписок может быть ограничено, и размещение проходит по нижней границе ценового диапазона.

Таблица 1

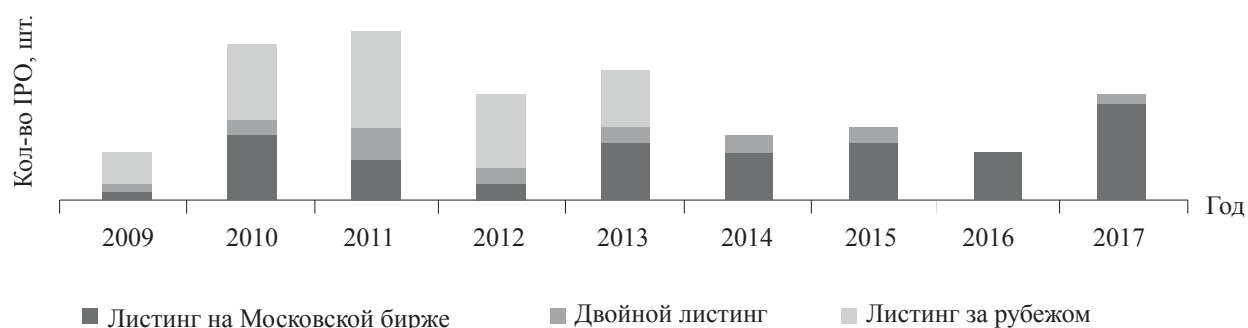
**Основные характеристики российских IPO с 2012 г. по 2017 г.**

Компания	Биржа размещения	Объем привлеченных средств, млн долл. США	Дата окончания размещения	Верхняя граница, долл. США	Нижняя граница, долл. США	Цена размещения, долл. США
ПАО Глобалтрак менеджмент	МБ	65	03.11.2017	2,48	2,26	2,26
En+ Group	London Stock Exchange	1 500	03.11.2017	17	14	14
Обувь России	МБ	103	19.10.2017	2,91	2,4	2,4
Детский мир (IPO)	МБ	300	08.02.2017	1,71	1,43	1,43
Русснефть	МБ	500	24.11.2016	9,29	7,58	8,51
ФГ Будущее	МБ	185	28.10.2016	20,03	16,85	18,92
Selecta Biosciences	NASDAQ	65	27.06.2016	14	14	14
Европлан (IPO)	МБ	47	10.12.2015	8,23	7,58	8,23
Новороссийский комбинат хлебопродуктов (НКХП)	МБ	52	15.12.2015	7,31	6,27	7,23
Московский кредитный банк (МКБ) (IPO)	МБ	238	30.06.2015	0,07	0,06	0,07
Объединенная вагонная компания (ОВК) (IPO)	МБ	173	29.04.2015	13,38	13,38	13,38
Сеть гипермаркетов «Лента» (IPO)	London Stock Exchange	952	28.02.2014	11	10	10
Тинькофф банк	London Stock Exchange	1 087	22.10.2013	17,5	14	17,5
АЛРОСА (IPO)	МБ	1 304	24.10.2013	1,2	1,1	1,1
Luxoft, a DXC Technology Company	NYSE	70	26.06.2013	18	16	17
QIWI Plc	NASDAQ	213	03.05.2013	18	16	17
Московская Биржа	МБ	498	15.02.2013	2,04	1,78	1,78
Мегафон	London Stock Exchange, МБ	1 860	27.11.2012	25	20	20
MD Medical Gr Inv	London Stock Exchange	311	15.10.2012	12,5	11,5	12

Составлено авторами по материалам источника: [2]



Исходя из таблицы 1, можно выявить, что наиболее популярной площадкой для российских эмитентов исторически была Лондонская фондовая биржа (LSE), которая позволяла компаниям привлекать иностранный капитал и обеспечивала более высокую ликвидность. Однако в последние годы российские компании предпочитают Московскую биржу (рис. 2), это связано прежде всего с меньшими затратами на проведение IPO.



Составлено авторами по материалам источника: [2]

Рис. 2. Листинг российских компаний с 2009 г. по 2017 г.

Исходя из сказанного выше, можно заключить, что сравнивать российский рынок с американским не стоит. Американский рынок коренным образом отличается от всех остальных, и в каком-то смысле его можно изобразить в виде кривой спроса. На американском рынке последние размещения проходят по завышенной оценке. Так, например, во время IPO компании LIVES, ценовой диапазон был вообще пересмотрен в сторону увеличения. В США в первый же день торгов цена растет практически на 20 %. Это во многом объясняется тем, что многие инвесторы покупают акции в первый день торгов, предполагая уже в течение 1-2 дней продать акции, получив достаточно высокую доходность. При этом спросом пользуются даже акции компаний, которые с большой долей вероятности никогда не будут приносить прибыль.

Основная причина разрастания своеобразного «пузыря» на американском рынке связана, прежде всего, с огромным количеством денег на рынке акционерного капитала. Фонды, которые проинвестировали несколько лет назад в технологических гигантов, капитализация которых на данный момент близка к триллионам долларов, получают достаточно высокие дивиденды. Все эти дивиденды, как правило, идут на дальнейшие инвестиции, и так возникает замкнутый круг, который в дальнейшем может перерасти в «пузырь».

На российском же рынке все обстоит абсолютно по-другому. Исторически, проводя IPO, российские компании ориентируются на иностранных инвесторов. В свете последних, в том числе политических событий, количество таких инвесторов неуклонно падает – часть фондов закрывают отделения в России, прекращают инвестиции в российские бумаги. Политические риски отталкивают иностранных инвесторов, которые находят альтернативные варианты инвестирования в развивающиеся экономики: Польша, Словения и т. д. Однако несмотря на то, что иностранных инвесторов становится меньше, многие инвесторы продолжают покупать бумаги российских компаний на вторичном рынке, но в IPO предпочитают не вкладываться. Во многом это можно объяснить тем, что капитализация многих компаний после размещения падает.

При этом стоит отметить позитивный тренд увеличения российского капитала, который идет от населения. С каждым днем все больше людей открывают брокерские счета и инвестируют в ценные бумаги. Согласно статистике Московской биржи, можно выделить растущую долю российских частных инвесторов в структуре биржевых торгов, которые в дальнейшем будут повышать ликвидность рынка и задавать восходящий тренд.

Подводя итоги, стоит отметить, что несмотря на все трудности, интерес к публичному размещению со стороны российских компаний есть. Свидетельство этому – достаточное количество российских компаний, которые не раз высказывали желание провести листинг.

Для инвесторов, в особенности иностранных, российский рынок по-прежнему остается достаточно рискованным. Тем не менее, рынок продолжает развиваться, и приумножить капитал на нем можно. Потенциально особым интересом со стороны инвесторов в ближайшее время будут пользоваться компании, реализующие цифровые услуги, которые уже давно задают тренды на мировом рынке.

Таким образом, интерес есть у обеих сторон – покупателя и продавца, им остается лишь встретиться. Для обеспечения «успешной встречи», то есть достижения оптимальной цены и момента размещения, которые бы устраивали и покупателя, и продавца, необходимы соответствующие условия. Способствовать созданию благоприятных «окон» IPO – задача регулятора. Именно Банку России необходимо проводить исследования рынка, которые помогут устранить слабые стороны, а также обеспечивать научно обоснованное регулирование с целью создания благоприятных условий для IPO.

#### Библиографический список

1. Главина, С. Г. Цикличность мирового рынка IPO и её влияние на процесс первичного публичного размещения: дисс. ... канд. экон. наук: 08.00.14 / РУДН. – М., 2017 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://docplayer.ru/47173467-Ciklichnost-mirovogo-rynka-ipo-i-eyo-vliyanie-na-process-pervichnogo-publichnogo-razmeshcheniya.html> (дата обращения: 15.01.2020).
2. Московская биржа [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.moex.com> (дата обращения: 15.01.2020).
3. Эксперты определили самых активных венчурных инвесторов года // РБК. – 2018. – 26 дек. [Электронный ресурс] – Режим доступа: [https://www.rbc.ru/technology\\_and\\_media/26/12/2018/5c22283f9a7947307bb63b91](https://www.rbc.ru/technology_and_media/26/12/2018/5c22283f9a7947307bb63b91) (дата обращения: 15.01.2020).
4. Alti, A. IPO Market Timing // The Review of Financial Studies. – 2015. – Vol. 18. – No. 3 [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://faculty.mcombs.utexas.edu/aydogan.alti/Research/ipo.pdf> (дата обращения: 15.01.2020).
5. Batnini, F., Hammami, M. IPO waves: How market performances influence the market timing of IPO? // The Journal of Applied Business Research. – 2015. – Vol. 35. – No. 5 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [https://www.researchgate.net/publication/282770875\\_IPO\\_waves\\_How\\_market\\_performances\\_influence\\_the\\_market\\_timing\\_of\\_IPO](https://www.researchgate.net/publication/282770875_IPO_waves_How_market_performances_influence_the_market_timing_of_IPO) (дата обращения: 15.01.2020).
6. Bloomberg [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com) (дата обращения: 15.01.2020).
7. Boeh, K., Dunbar, C. IPO waves and the issuance process // Journal of Corporate Finance. – 2014. – Vol. 25 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://ideas.repec.org/a/eee/corfin/v25y2014icp455-473.html> (дата обращения: 15.01.2020).
8. Capital IQ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com) (дата обращения: 15.01.2020).
9. Pastor, L., Veronesi, P. Rational IPO Waves // The Journal of Finance. – 2005. – Vol. 60. – No. 4 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.jstor.org/stable/3694852> (дата обращения: 15.01.2020).

#### References

1. Glavina S. G. Tsiklichnost' mirovogo rynka IPO i ee vliyanie na protsess pervichnogo publichnogo razmeshcheniya [*The cyclical nature of the global IPO market and its impact on the intitial public offering process*]: dis. ... kand. ekon. nauk: 08.00.14, RUDN. Moscow, 2017. Available at: <https://docplayer.ru/47173467-Ciklichnost-mirovogo-rynka-ipo-i-eyo-vliyanie-na-process-pervichnogo-publichnogo-razmeshcheniya.html> (accessed 15.01.2020).
2. Moskovskaya Birzha [*Moscow Stock Exchange*]. Available at: <https://www.moex.com> (accessed 15.01.2020).
3. Eksperty opredelili samykh aktivnykh venchurnykh investorov goda [*Experts have identified the most active venture investors of the year*]. RBC [RBC], 2018, Dec. 26. Available at: [https://www.rbc.ru/technology\\_and\\_media/26/12/2018/5c22283f9a7947307bb63b91](https://www.rbc.ru/technology_and_media/26/12/2018/5c22283f9a7947307bb63b91) (accessed 15.01.2020).
4. Alti, A. IPO Market Timing. The Review of Financial Studies. Available at: <https://faculty.mcombs.utexas.edu/aydogan.alti/Research/ipo.pdf> (accessed 15.01.2020).
5. Batnini F., Hammami M. IPO waves: How market performances influence the market timing of IPO? The Journal of Applied Business Research, 2015, vol. 35, no. 5. Available at: [https://www.researchgate.net/publication/282770875\\_IPO\\_waves\\_How\\_market\\_performances\\_influence\\_the\\_market\\_timing\\_of\\_IPO](https://www.researchgate.net/publication/282770875_IPO_waves_How_market_performances_influence_the_market_timing_of_IPO). (accessed 15.01.2020).
6. Bloomberg. Available at: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com) (accessed 15.01.2020).
7. Boeh K., Dunbar C. IPO waves and the issuance process. Journal of Corporate Finance, 2014, vol. 25. Available at: <https://ideas.repec.org/a/eee/corfin/v25y2014icp455-473.html> (accessed 15.01.2020).
8. Capital IQ. Available at: [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com) (accessed 15.01.2020).
9. Pastor L., Veronesi P. Rational IPO Waves. The Journal of Finance, 2005, vol. 60, no. 4. Available at: <https://www.jstor.org/stable/3694852> (accessed 15.01.2020).