

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Махмуд Юнес Хассанович

РАЗВИТИЕ РЫНКА ПЕРВИЧНЫХ ПУБЛИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ И ОЦЕНКА ЕГО ЭФФЕКТИВНОСТИ НА ФОРМИРУЮЩИХСЯ РЫНКАХ

5.2.4. Финансы

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Алифанова Елена Николаевна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2026

Оглавление

Введение.....	4
Глава 1 Теоретические и методические подходы к исследованию функционирования рынка первичных публичных размещений	19
1.1 Развитие, тенденции, правовое регулирование и основные характеристики рынка первичных публичных размещений	19
1.2 Сравнительный анализ структуры, процедур и этапов проведения IPO на развитых и формирующихся рынках.....	30
1.3 Анализ теоретических подходов к проблеме ценообразования акций при первичных публичных размещениях	38
Глава 2 Анализ пост-IPO динамики и доходности акций на развитых и формирующихся рынках	54
2.1 Анализ рыночных портфелей IPO в разрезе развитых и формирующихся рынков.	54
2.2 Классификация рынков IPO по доходности инвестиционных портфелей разной срочности	78
2.3 Объёмы размещений и их влияние на пост-IPO динамику доходности акций.....	92
Глава 3 Информационная асимметрия, финансовая прозрачность и пост-IPO доходность акций.....	109
3.1 Влияние асимметрии информации на динамику акций при первичных публичных размещениях	109
3.2 Применение закона Бенфорда к анализу российских IPO-компаний и рекомендации по снижению информационной асимметрии на рынке IPO	132
Заключение	153

Список литературы	159
Приложение А Формирование выборки.....	176
Приложение Б Анализ влияние объёмов размещения на пост-ИРО доходность	179
Приложение В Регрессионный анализ.....	180
Приложение Г Анализ ИРО на российском рынке	186

Введение

Рынок первичных публичных предложений (Initial Public Offerings, IPO) представляет собой важнейший механизм привлечения капитала для компаний и играет значимую роль в развитии финансовых рынков. Процесс IPO позволяет компаниям привлечь инвестиции для расширения бизнеса, диверсификации своей деятельности и повышения публичного статуса. Вместе с тем, доходность от инвестирования на рынке IPO и его результаты существенно зависят от множества факторов, которые могут различаться в зависимости от уровня развития рынка, институциональной среды и характеристик самих компаний.

Развитие национальных экономик и институциональное становление фондовых рынков расширяют возможности компаний по привлечению капитала с помощью первичных публичных размещений. Наблюдаемый рост активности на рынке IPO, особенно на формирующихся рынках Азии, а также в высокотехнологичных секторах экономик, определяет актуальность исследования в данной области.

Данный рынок привлекает внимание многих инвесторов, и считается, что существует возможность получения аномальной, сверх рыночной доходности от инвестиций в акции на IPO, превышающей среднерыночную с учётом рисков и ожиданий. Для эмитентов это хороший способ привлечения новых инвесторов и их средств для дальнейшего развития. Основные научные исследования посвящены аномалиям, которые возникают в ходе IPO, а также причинам и факторам низкой доходности акций в пост-IPO период и проблем в ценообразовании при размещении.

Актуальность темы исследования. Рост числа первичных публичных размещений (IPO) на формирующихся рынках, активизация российских компаний, стремящихся выйти на публичный рынок акционерного капитала, возникновение новых тенденций на рынке IPO в связи с активным участием в IPO физических лиц, отсутствие специальных исследований, посвященных

вопросам оценки эффективности IPO на формирующихся рынках, определяют актуальность выбранной темы исследования.

На формирующихся рынках условия проведения IPO отличаются, прежде всего, повышенной информационной асимметрией, которая может сказываться на уровне риска, краткосрочной и долгосрочной доходности, успешности размещения для эмитентов, доходности акций для инвесторов. В связи с этим важное значение в этой связи приобретает оценка эффективности IPO на основе изучения рыночных аномалий в ценовой динамике IPO и типов пост-IPO траекторий доходности и волатильности акций, в том числе на российском рынке.

Информационная асимметрия присутствует на уровне компаний-эмитентов во всех странах и проявляется в том, что инсайдеры обладают более полной информацией о реальном финансовом состоянии компании по сравнению с внешними инвесторами. При этом в контексте IPO ключевое значение имеет не только достоверность отчётности, но и качество раскрытия информации о перспективах компании, планах использования привлечённых средств, прогнозах роста и рисках. Именно на этапе подготовки IPO эмитент фактически формирует ожидания инвесторов относительно будущей стоимости компании, поэтому преувеличение возможных перспектив роста или недостаточное раскрытие имеющихся ограничений может усиливать информационную асимметрию. Такая ситуация приводит к появлению рыночных аномалий в ценовой динамике на этапах IPO и пост-IPO.

В отдельных случаях возникает искажение раскрываемой информации, включая завышение ожидаемой прибыльности или недооценку рисков. Это обусловлено стремлением повысить инвестиционную привлекательность компании или создать благоприятный сигнал для рынка. В результате инвесторы могут принимать решения, основываясь на неполной или искажённой информации, что повышает риск переоценки акций и негативно отражается на их последующей доходности.

Под эффективностью IPO в рамках данного исследования понимается

способность акций, размещённых в ходе IPO, обеспечивать положительную доходность для инвестора в краткосрочной, среднесрочной и долгосрочной перспективах за рассматриваемый период с 2015 по 2025 год.

Степень разработанности темы исследования. В экономической научной литературе и многих исследованиях по рынку IPO большое внимание уделяется проблеме доходности акций компаний после первичного размещения. Описаны случаи, когда пост-IPO доходность акций растет в краткосрочной перспективе, однако становится отрицательной в долгосрочном периоде. В классических зарубежных работах Дж. Риттера, И. Уэлча, А. Льюнгквиста, Т. Лограна, К. Рока, а также в российских исследованиях таких авторов, как А. Абрамов, М. Чернова, А. Сегаль, А. Галич, А. Мирзоян, изучаются тенденции рынка IPO, поднимаются проблемы первоначальной недооценки и переоценки акций, информационной асимметрии и снижения доходности в долгосрочной перспективе.

Цель исследования - выявление тенденций развития и оценка эффективности первичных публичных размещений на формирующихся рынках в сравнении с развитыми рынками на основе анализа различий по типам динамики пост-IPO доходности, волатильности, срочности инвестиционного горизонта и уровню развития финансовых рынков, а также выявление характеристик и особенностей российского рынка IPO.

Достижение указанной цели определило постановку и решение следующих **задач**:

- 1) исследовать динамику кумулятивной доходности равновзвешенных рыночных IPO-портфелей на национальных развитых и формирующихся рынках и выделить типы пост-IPO траекторий в динамике доходности акций, характерные для России и различных стран в период 2015-2025 гг. С учетом уровней развития рынков сгруппировать формирующиеся и развитые рынки IPO по характеру динамики и волатильности пост-IPO доходности акций с целью их сравнительного анализа и оценки эффективности;

2) определить различия в доходности IPO-портфелей с учетом временных горизонтов инвестирования (краткосрочных, среднесрочных и долгосрочных) и определить, какие стратегии инвестирования являются наиболее доходными для выявленных групп рынков IPO с учетом уровня их развития, а также оценить доходность инвестиционных стратегий на российском рынке IPO;

3) выявить наличие рыночных аномалий в ценовой динамике IPO на развитых и формирующихся рынках, и на этой основе обосновать идею качественной эволюции рынков IPO, отражающую сглаживание пост-IPO аномалий на развитых рынках в современном периоде 2015-2025 гг. в результате повышения их информационной эффективности (в рамках гипотезы Ю. Фама) при сохранении таких аномалий на формирующихся рынках;

4) эмпирически проверить влияние признаков наличия числовых аномалий в финансовой отчетности эмитентов, выявляемых на основе отклонений от распределения согласно закону Бенфорда, на пост-IPO доходность акций и оценить устойчивость данного эффекта с учетом характеристик эмитента и размещения, а также рыночной конъюнктуры (сектора экономики, срока деятельности компании, объема предложения, года IPO и динамики рыночного индекса) на российском рынке и в сравнении с развитыми рынками;

5) разработать и апробировать алгоритм сравнительного анализа национальных рынков IPO с учетом уровня их развития и их эффективности, позволяющий выявлять различия в группах формирующихся рынков, а также в сравнении с развитыми рынками, по типу динамики доходности акций и волатильности в пост-IPO период 2015-2025 гг., по степени их эффективности, а также с учетом выявленных характеристик сформировать рекомендации по инвестиционным стратегиям на этих рынках, включая российский;

6) выявить характеристики и особенности функционирования российского рынка IPO, идентифицировать его принадлежность к

определенной группе рынков IPO в структуре формирующихся рынков, оценить влияние инвестиционного горизонта, объема размещения, отраслевой принадлежности и качества раскрытия финансовой информации эмитентов на пост-IPO доходность акций, а также построить рэнкинг российских IPO-компаний на основе указанных критериев.

Объектом исследования является рынок первичных публичных размещений и ценовая динамика акций на национальных финансовых рынках.

Предмет исследования - процессы функционирования и развития рынков первичных публичных размещений (IPO) на основе анализа динамики пост-IPO доходности акций и оценка их эффективности в группе формирующихся финансовых рынков, а также в сравнении с развитыми рынками.

Область исследования соответствует п. 22. «Финансовые инструменты и операции с ними» и п. 24. «Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Гипотезы исследования включают в себя следующие предположения:

- 1) эффективность рынка IPO на национальных рынках IPO, в том числе российском рынке, зависит от уровня развития финансового рынка, характера пост-IPO динамики доходности и срочности инвестиционных стратегий;
- 2) по мере развития институциональной и информационной среды национальных рынков IPO происходит изменение характера динамики пост-IPO доходности акций, выражающаяся в сглаживании ранее характерных рыночных аномалий;
- 3) акции компаний, у которых финансовая отчетность в преддверии IPO имеет числовые аномалии, выявляемые на основе закона Бенфорда, характеризуются более низкой пост-IPO доходностью по сравнению с

компаниями без таких признаков, независимо от отраслевой принадлежности, срока деятельности компании и объёма размещения.

Положения, выносимые на защиту:

1) национальные рынки первичных публичных размещений существенно различаются по выявленным типам динамики кумулятивной пост-IPO доходности портфелей, состоящих из акций компаний, вышедших на рынок, их волатильности и уровню развития (авторские критерии группировки) и могут быть отнесены к одной из 5 групп: устойчивый рост; рост с коррекциями и высокая волатильность; рост → плато с повышенной волатильностью; пик → падение и падение/стагнация; доходность без четкого тренда с высокой волатильностью, что может быть учтено для принятия инвестиционных и регуляторных решений. Этот вывод обоснован результатами анализа 27 рынков IPO: на 13 формирующихся и 14 развитых финансовых рынках, 13 тысяч размещений акций (С. 67-68; 71-73);

2) доходность инвестиционных стратегий на рынках IPO существенно зависит от горизонта удержания акций, причем, оптимальный горизонт инвестирования различается для групп формирующихся и развитых рынков, выявленных по авторским критериям. Определено, что различные по срочности стратегии (краткосрочные – 3,6 месяцев, среднесрочные – 9,12 месяцев, долгосрочные – до 10 лет buy-and-hold) в изученном периоде 2015-2025 гг. демонстрируют наиболее высокую доходность в разных группах рынков (по типу динамики доходности, волатильности и уровню развития), а именно:

а) для развитых рынков более высокие результаты пост-IPO доходности, как правило, достигаются на длительных инвестиционных горизонтах удержания акций (стратегия buy-and-hold за весь рассматриваемый период);

б) на формирующихся рынках IPO, относящихся к группам устойчивого роста и роста с коррекциями, более высокие результаты пост-IPO доходности достигаются на краткосрочных инвестиционных горизонтах до

трёх месяцев;

с) на формирующихся рынках IPO, относящихся к группе «доходность без четкого тренда с повышенной волатильностью», более высокие результаты пост-IPO доходности достигаются на среднесрочных инвестиционных горизонтах удержания акций в диапазоне от шести до двенадцати месяцев.

Это свидетельствует о том, что уровень развития рынка и группа, к которой они относятся (по критериям характера динамики доходности и волатильности), должны учитываться для принятия инвестиционных решений и выбора инвестиционной стратегии на национальных рынках IPO (С. 84-87; 89-91);

3) на базе выявления нового феномена в динамике IPO развитых рынков обоснован вывод о качественной эволюции рынков IPO, которая выражается в сглаживании пост-IPO аномалий доходности акций на развитых рынках; это является индикатором повышения их информационной эффективности (в рамках гипотезы Ю. Фама), при сохранении таких аномалий на формирующихся рынках (С. 106-108);

4) признаки наличия числовых аномалий в финансовой отчётности эмитентов в преддверии IPO, выявляемые на основе отклонений от распределения согласно закону Бенфорда, оказывают статистически и экономически значимое влияние на пост-IPO доходность акций, причём данный эффект сохраняется с учётом отраслевых и рыночных характеристик. Установлено, что компании-эмитенты с признаками статистических отклонений в отчётности по закону Бенфорда демонстрируют устойчиво отрицательную доходность после размещения, что позволяет рассматривать данный фактор как самостоятельный источник отрицательной доходности акций на рынке IPO (С. 122-124; 130-131);

5) авторский алгоритм сравнительного анализа национальных рынков IPO позволяет комплексно оценивать их эффективность на основе следующих этапов:

- а) выявления принадлежности к выделенным автором группам рынков (по комплексу критериев: типу динамики пост-IPO доходности, волатильности, уровню развития);
- б) учета инвестиционного горизонта в оценке наиболее доходных инвестиционных стратегий в выявленных группах;
- с) оценке качества раскрытия информации эмитентами на основе соответствия финансовой отчетности закону Бенфорда;
- д) выявления и сопоставления эффекта недооценки или переоценки акций в пост-IPO период с учетом отраслевой принадлежности компании-эмитента и объемов размещения (распределение IPO по четырём квантилям в зависимости от объёма размещения и сравнительный анализ пост-IPO доходности акций в каждом квантиле на различных инвестиционных горизонтах).

Реализация предложенного алгоритма анализа позволяет установить общие тенденции и различия в динамике рынков IPO на формирующихся рынках, в том числе, в сравнении с развитыми. Апробация предложенного алгоритма позволила оценить сравнительную эффективность функционирования рынков IPO на изученных финансовых рынках (С. 71-73; 91-92; 106-108; 130-131);

- б) выявлены особенности российского рынка IPO, относящегося к группе формирующихся рынков с отсутствием устойчивого тренда пост-IPO доходности и повышенной волатильностью. Доказано, что пост-IPO доходность российских эмитентов определяется горизонтом удержания акций, объёмом размещения, отраслевой принадлежностью и качеством раскрытия финансовой информации, оцениваемым на основе закона Бенфорда. Установлено, что наиболее высокая доходность достигается при удержании акций на горизонте 9-12 месяцев и при инвестировании в IPO среднего объёма 47-229 млн долл. США. По таким результатам построен рэнкинг российских IPO-компаний с учётом инвестиционной доходности, отраслевых

характеристик и признаков числовых аномалий в финансовой отчетности, выявляемых по закону Бенфорда (С. 150-152).

Научная новизна исследования заключается в разработке комплексного подхода к оценке эффективности рынков первичных публичных размещений на основе сопоставления формирующихся и развитых рынков по типам пост-IPO динамики доходности, уровню волатильности, инвестиционным горизонтам и степени развития финансовых рынков и выражается в следующем:

1) впервые были выделены группы рынков IPO по комплексу критериев, предложенных автором: типу пост-IPO динамики доходности акций, волатильности и уровню развития рынка. Это позволило выявить различия в сравнительной эффективности национальных рынков IPO в период 2015-2025 гг. в соответствии с принадлежностью к выявленным группам;

2) предложена инвестиционно-ориентированная классификация рынков IPO по двум критериям, а именно: принадлежности к определенной группе рынков (выделенной по комплексу авторских критериев) и по срочности стратегий (на основе анализа доходности рыночных IPO-портфелей). Это позволило оценить сравнительную эффективность инвестиционных стратегий в выделенных группах рынков. Показано, что на рынках, относящихся к разным выявленным группам, наиболее высокая доходность достигается и при разных инвестиционных горизонтах (краткосрочных, среднесрочных или долгосрочных стратегиях buy-and-hold), формируя основу для практико-ориентированных рекомендаций по выбору инвестиционных стратегий на рынках IPO на основе предложенной классификации и с учетом инвестиционных предпочтений в поведении инвестора;

3) выявлена тенденция сглаживания характерных пост-IPO рыночных аномалий на развитых рынках, отражающая повышение степени их информационной эффективности в рамках Гипотезы эффективного рынка Ю.Фама, при сохранении таких аномалий на формирующихся рынках

в 2015-2025 гг. Это позволило обосновать новый вывод о качественной эволюции рынков IPO в направлении повышения степени их эффективности на развитых финансовых рынках в современном периоде и опровергнуть гипотезу информационной эффективности рынка в слабой форме на формирующихся рынках. Тем самым в работе предложено рассматривать снижение пост-IPO доходности не как статичное свойство рынка, а как динамическое явление, смещающееся между рынками по мере повышения их уровня развития. Такой подход дополняет классическое теоретическое обоснование процесса функционирования первичного рынка (IPO), вводя временную и страновую компоненту в анализ аномалий доходности на рынке первичных публичных предложений;

4) эмпирически доказано, что фактор недостоверности финансовой отчетности эмитентов, выявляемый на основе отклонений от распределения закона Бенфорда, оказывает статистически и экономически значимое влияние на пост-IPO доходность акций. Впервые обосновано, что воздействие выявленных отклонений от закона Бенфорда носит универсальный характер и сохраняется на развитых и российском формирующемся рынках IPO, независимо от сектора деятельности, срока деятельности компании, объема размещения или фазы рыночного цикла. Это позволило предложить проведение количественного скрининга финансовой отчетности эмитентов на основе закона Бенфорда и эмпирически доказать возможность его использования в качестве дополнительного инструмента диагностики информационной асимметрии на российском рынке первичных публичных предложений. В отличие от традиционного анализа проспекта эмиссии и маркетинговых материалов эмитента, данный подход позволяет выявлять статистические аномалии в раскрываемых числовых данных отчетности и формировать дополнительный информационный сигнал для инвесторов, организаторов размещения и регулятора;

5) разработан и апробирован алгоритм сравнительного анализа национальных рынков первичных публичных размещений (IPO), включающий следующие взаимосвязанные этапы:

- а) выявление групп национальных развитых и формирующихся рынков IPO на основе комплекса предложенных автором критериев;
- б) проведение сравнительного анализа IPO-портфелей с различными инвестиционными горизонтами удержания, позволяющего оценить и выявить наиболее доходные стратегии с учетом фактора времени, а также сформировать практические рекомендации: для инвесторов - учитывать при выборе инвестиционного горизонта и стратегии участия в IPO на национальных рынках в соответствии с их принадлежностью к заданным группам и срочности наиболее доходных инвестиционных стратегий; для регуляторов – по оценке эффективности национальных рынков IPO;
- с) оценка качества раскрытия информации эмитентами на основе соответствия финансовой отчетности закону Бенфорда;
- д) выявление и сопоставление эффекта недооценки или переоценки акций в пост-IPO период с учетом отраслевой принадлежности компании-эмитента и объемов размещения.

Реализация предложенного алгоритма анализа в отличие от ранее использовавшихся подходов, которые были ориентированы преимущественно на оценку отдельных феноменов в развитии рынков IPO, таких как первоначальная недооценка, снижение долгосрочной доходности акций, позволяет комплексно оценивать рынок IPO, учитывая его принадлежность к определенной группе рынков по динамике доходности, волатильности и уровню развития, инвестиционные горизонты и качество раскрытия информации эмитентами;

- б) выявлены тенденции, характеристики развития и функционирования российского рынка IPO, которые комплексно дают возможность идентифицировать его принадлежность к группе формирующихся рынков IPO с отсутствием четкого тренда пост-IPO

доходности и повышенной волатильности. Определены характеристики российского рынка IPO: существенная зависимость результата инвестирования от временного горизонта, объема размещения и отраслевой принадлежности эмитентов.

Можно выделить особенности российского рынка в сравнении с другими формирующимися рынками проявляются в том, что:

а) наибольшая доходность достигается:

– при среднесрочном удержании акций после IPO на горизонте 9-12 месяцев;

– при инвестировании в IPO среднего объема от 47-229 млн долл. США, в то время как малые и крупные по объёму размещения преимущественно демонстрируют отрицательную доходность;

б) опережение рынка по уровню доходности, как правило, выше у акций эмитентов из ключевых секторов российской экономики (прежде всего сырьевого, далее сектор IT, здравоохранение, потребительский, финансовый и последний - логистика), а также у компаний с более высоким качеством раскрытия финансовой информации, оцениваемы на основе применения закона Бенфорда.

Это позволило впервые построить рэнкинг российских компаний, вышедших на IPO, не только по отраслевой принадлежности, но и с учётом признаков числовых аномалий в финансовой отчётности, выявляемых на основе закона Бенфорда. Данные особенности могут быть учтены мегарегулятором при разработке мер по развитию российского рынка IPO.

Теоретическая значимость работы заключается в расширении методологии сравнительного анализа рынков IPO за счет разработки алгоритма их комплексного сопоставления. Предложенный подход позволил классифицировать рынки, учитывая не только уровень их развития, но и характеристики пост-IPO динамики доходности акций, включая и волатильность, что углубило представления о неоднородности рынков IPO. Предложенная классификация рынков по принадлежности к определенной

группе и наиболее доходной стратегии инвестирования, авторский алгоритм сравнительного анализа и проведенный на этой основе анализ национальных рынков первичных публичных размещений позволили обосновать вывод о качественной эволюции рынков IPO, повышении информационной эффективности развитых рынков в анализируемый период и качества раскрываемых финансовых данных. Такой подход дополняет классическое теоретическое обоснование процесса функционирования первичного рынка (IPO), вводя временную и страновую компоненты в анализ аномалий доходности на рынке первичных публичных предложений.

Практическая значимость работы заключается в возможности использования разработанного алгоритма сравнительного анализа рынков IPO регуляторами, инвесторами и иными участниками финансового рынка. Для инвесторов результаты работы позволяют учитывать уровень развития рынка и его волатильность, инвестиционный горизонт, качество раскрытия информации и принадлежность рынка к определённой группе при выборе стратегии участия в IPO. Для регуляторов и организаторов размещений полученные выводы могут быть использованы при оценке эффективности рынка IPO, разработке мер по повышению прозрачности раскрытия информации и совершенствовании регулирования первичных публичных размещений, в том числе на российском рынке.

Методология и методы исследования. Для выполнения поставленных задач применялись общенаучные и специальные методы. Общенаучные методы включали: синтез теоретических и методических подходов, представленных в зарубежной и отечественной научной литературе, посвященной проблеме исследования. Специальные методы включали: эконометрический и статистический анализ данных, в том числе корреляционно-регрессионный анализ; метод сравнительного и бенчмарк-анализа национальных рынков.

Информационная база исследования. База данных, на основе которой проводилось эмпирическое исследование, составлена на данных

официальных сайтов Банка России, Росстата, Московской Биржи, Finam, Investing, Investfunds, Yahoo finance, Preqvca, Bloomberg. Эмпирическая база исследования включает данные по более чем 13 тысячам акций, прошедших IPO компаний, размещённых на 27 национальных рынках за период 2015-2025 гг., в том числе по 44 российским IPO. Обработка, систематизация данных и расчёты, построение таблиц и графиков проводились в Microsoft Excel. Эконометрический анализ выполнялся в EViews.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность результатов обеспечена теоретической, нормативной и эмпирической базой исследования, включающей анализ научных публикаций российских и зарубежных авторов, раскрывающих особенности функционирования рынка IPO, пост-IPO доходности, информационной асимметрии и рыночных аномалий.

Результаты исследования были апробированы на научно-практических конференциях, а именно: на конференции, посвященной 105-летию Финансового университета, «Научные школы Финансового университета: становление и развитие» (Москва, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 28 марта 2024 г.); на VI Международной научно-практической конференции «Трансформация финансовых рынков и финансовых систем в условиях цифровой экономики» (Москва, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 24-25 октября 2024 г.); на Круглом столе «Прикладное решение фундаментальных проблем науки о банках, деньгах и финансовых рынках в исследованиях студентов и аспирантов» (Москва, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 14 марта 2025 г.); на VII Международной научно-практической конференции «Трансформация финансовых рынков и финансовых систем в условиях цифровой экономики» (Москва, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 23-24 октября 2025 г.).

Материалы исследования используются в практической деятельности инвестиционной компании ООО «Чалленжеринвест», департамента инвестиционного анализа и оценки активов при проведении анализа рынка первичных публичных предложений, оценке инвестиционной привлекательности компаний-эмитентов и подготовке аналитических материалов, связанных с принятием инвестиционных решений на рынке ценных бумаг.

Материалы исследования используются Кафедрой финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации в преподавании учебной дисциплины «Финансовые рынки» для направления подготовки бакалавриата 38.03.01 «Экономика» профиля «Финансовые рынки и финтех», а также при преподавании дисциплины «Современные финансовые рынки» в рамках программы магистратуры «Финансовая математика и анализ рынков» по направлению «Финансы и кредит».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Результаты исследования отражены в 5 публикациях, общим объёмом 4,19 п.л., (авторский объём – 3,99 п.л.) опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определённых ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объём диссертации определены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, состоящего из 136 наименований, и приложений. Текст диссертации изложен на 188 страницах, содержит 28 рисунков, 38 таблиц.

Глава 1

Теоретические и методические подходы к исследованию функционирования рынка первичных публичных размещений

1.1 Развитие, тенденции, правовое регулирование и основные характеристики рынка первичных публичных размещений

Компании могут привлекать капитал различными способами, и выбор метода зависит от множества факторов, таких как: размер компании, стадия её развития, финансовые потребности и стратегические цели. Финансирование возможно осуществлять за счёт собственных средств учредителей, готовых вкладывать их в развитие компании и реинвестирование прибыли для дальнейшего роста. Можно применять следующие инструменты долгового финансирования - банковские кредиты и облигации. Некоторые операторы рынка прибегают к следующим вариантам частного размещения:

- 1) привлечение средств от венчурных фондов, специализирующихся на инвестициях в стартапы и молодые компании с высоким потенциалом роста;
- 2) привлечение капитала от негосударственных инвестиционных фондов и частных лиц, предоставляющих капитал в обмен на приобретение доли в компании.

Еще одним важным способом, который подойдет компаниям с определённым, сложившимся уровнем капитализации, является публичное размещение, что включает в себя продажу акций широкому кругу инвесторов через фондовый рынок (первичное публичное размещение, IPO).

Так, крупным развитым компаниям с высокими темпами роста на определенном этапе экономической деятельности могут потребоваться значительные средства для дальнейшей экспансии. Такие компании могут отказаться от финансирования за счёт собственных средств или за счёт привлечения заёмного капитала из-за ограниченности ресурсов, стремления

сохранить ликвидность, высокой стоимости долга, риска увеличения долговой нагрузки и других факторов. Публичное размещение акций предоставляет возможность привлечь значительный капитал, улучшить ликвидность акций, поднять публичный имидж, диверсифицировать базу акционеров и обеспечить финансовую гибкость для реализации стратегических целей.

В отличие от частного размещения, которое подходит для быстрого привлечения капитала на ранних стадиях развития с минимальными регуляторными требованиями, публичное предложение предпочитается зрелыми компаниями, готовыми к публичной отчётности, желающими привлечь значительные суммы капитала и повысить свою узнаваемость на рынке.

Концепция первичного публичного предложения (IPO) является фундаментальной в сфере финансов, выступая в качестве ключевого события в жизненном цикле компании. Сущность и определения IPO были подробно изучены в академической литературе, предлагающей понимание их функции, значение и влияние как на компании, так и на финансовые рынки в целом.

IPO обычно определяется как процесс, посредством которого частная компания впервые предлагает свои акции публике. Это определение, хотя и простое, включает в себя несколько важнейших элементов финансовой теории и практического применения.

Так, Т. Логран и Дж. Риттер описывают IPO как «фундаментальный механизм для компаний, чтобы получить доступ к публичным рынкам капитала», подчеркивая его роль в переходе компании от статуса частной к статусу публичной [97]. В данном случае основное внимание уделялось непосредственно процессам выхода на рынок и листингу.

Кроме того, Р. Брейли, С. Майерс и Ф. Аллен предлагают более техническую трактовку, определяя IPO как первую продажу акций компанией публике, как правило, включающую выпуск новых акций компанией, которые затем котируются на фондовой бирже [43]. Это определение подчеркивает появление нового капитала за счёт эмиссии и изменение статуса компании

после IPO, так как это связано с повышением требований к раскрытию информации, соблюдением нормативных обязательств и усилением внешнего контроля со стороны участников публичного рынка.

Суть IPO заключается в его функции как финансового механизма, который позволяет компаниям привлекать капитал от широкого круга инвесторов. М. Пагано, Ф. Панетта и Л. Зингалес предполагают, что основной мотивацией для компании провести IPO является расширение своей капитальной базы, снижение затрат на заимствования и диверсификация собственности [112]. Эта точка зрения отражает двойную цель IPO: генерировать средства для роста и распределять собственность среди более крупной, более разнообразной группы акционеров.

С другой стороны, IPO рассматривают как сигнал зрелости фирмы и готовности работать в условиях прозрачности и правил, требуемых от публичных компаний. Выход на рынок может означать, что компания способна к новым стратегическим шагам, в том числе, продемонстрировать свой потенциал, привлекая тем самым внимание инвесторов [61].

При принятии решений о выходе на фондовый рынок, компании также исходят из дальнейших стратегических планов. Данный шаг позволяет собственникам, акционерам и начинающим инвесторам обеспечить ликвидность и извлечь еще больше прибыли из своих первоначальных инвестиций [104]. Это играет важную роль в стремлении получить прибыль от вложенных средств и диверсифицировать инвестиции.

Описанное событие в жизни компании является более значимым, чем только привлечение капитала. Так как рынок требует от компаний большей прозрачности, это может повысить её авторитет и расширить круг возможностей для бизнеса, тем самым укрепляя конкурентные преимущества. Однако на рынке существует много нормативных требований и давление со стороны инвесторов и регуляторов, что может изменить долгосрочные стратегии и цели [117].

Р. Ибботсон и Дж. Риттер углубляют определение, включая

последствия для финансовой экосистемы, описывая IPO как «механизм, посредством которого фирма переходит к публичной собственности, что позволяет ей получить доступ к публичным рынкам акций, диверсифицировать собственность и улучшить свое корпоративное управление» [91].

Другие авторы расширяют данный вариант, дополняя его механизмами, при помощи которых компания получает доступ к рынку ценных бумаг, улучшает внутреннее корпоративное управление и развивает финансовую экосистему. Здесь речь уже идет об изменениях в первоначальной структуре капитала и в составе управления, а также в принятии управленческих решений.

Так, экономическая литература показывает сложность и важность данного процесса на финансовых рынках. Можно сказать, что первичное публичное размещение - это не только финансовый механизм или сделка, но и стратегическое решение, влияющее на структуру капитала, изменения в управлении и позиционировании на рынках.

Исходя из определений, можно сказать, что, хотя процессы IPO достаточно стандартизированы и регулируются определёнными нормами, результативность и последствия могут быть непредсказуемыми и различаться в зависимости от обстоятельств на рынке и у эмитента.

С точки зрения инвестора, IPO является хорошей возможностью купить акции в преддверии роста котировок, до того как рынок оценит стоимость компании и она начнет дорожать. Однако данный процесс всегда сопровождается большими рисками, поскольку при IPO существует высокая информационная асимметрия между эмитентом и внешними инвесторами [121]. Инсайдеры знают больше о возможностях и текущем положении компании, чем внешние наблюдатели, инвесторы и рынок в целом, что может привести к значительным колебаниям котировок как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Эта неопределенность является центральным элементом сущности IPO для инвесторов, которые делают выбор и

взвешивают потенциал получения сверхдоходов против рисков и несения убытков.

Риски при IPO могут возникнуть на разных этапах, одним из которых является установление первоначальной цены акций компании, выходящей на фондовый рынок, что влияет на решения инвесторов и во многом определяет дальнейшие результаты на рынке. Основываясь на теории «проклятия победителя», инвесторы, которые в итоге получают много акций, возможно, переплачивают за них, в то время как другие, будучи более информированными, не инвестируют [122]. Эта теория играет ключевую роль в феномене недооценки первичных публичных предложений, когда фирмы занижают цену для привлечения большего числа инвесторов и обеспечения успеха IPO.

Т. Логран и Дж. Риттер, развивая данное направление, предположили, что при низкой цене компания пытается обеспечить дальнейший рост цен на вторичном рынке, привлекая большое количество инвесторов [106]. Поэтому, при IPO процессы ценообразования, поведение инвесторов и дальнейшее восприятие на рынке тесно связаны между собой.

При анализе рынка IPO и доходности акций после размещения в научной литературе обычно выделяют две ключевые тенденции: рост цен после размещения в краткосрочной перспективе и последующая корректировка или снижение доходности на длительном горизонте. Эти тенденции зачастую формируются настроениями инвесторов, состоянием рынка и реакциями участников. Настроения, ожидания и настрой инвесторов могут приводить к скачку цен на акции из-за изначально завышенного спроса, так называемого «скачка IPO», что отражается в не всегда обоснованном оптимизме инвесторов, сопровождающемся резким повышением цен [95]. Но данный феномен может привести к ситуации, когда краткосрочная доходность от IPO будет относительно высокой, но в дальнейшей перспективе рынок станет корректироваться по мере поступления новой информации и оценки справедливой стоимости компании. В результате это приведёт к снижению

долгосрочной доходности [117]. Это достаточно частая тенденция на рынке первичных публичных предложений и исследуется в различных работах.

С точки зрения рынков, IPO могут иметь большое значение для эффективного распределения капитала. Если рынки эффективны, то цены должны отражать всю информацию, доступную в данный момент (по гипотезе Ю. Фама [72]). Цены, которые формируются при IPO, в данном контексте могут тестировать рынок на эффективность, то есть, быстро корректироваться и отражать справедливую стоимость компаний на основе информации о них. Следует отметить, зачастую рынки IPO неэффективны из-за присутствия большой асимметрии информации и неконтролируемых настроений инвесторов, что приводит к аномалиям в ценообразовании и дальнейших доходностях акций [117]. Данные аномалии и делают данный рынок весьма сложным для прогнозирования.

Также считается, что одну из главных ролей на рынке IPO играют институциональные инвесторы, которые имеют ключевое значение в распределении акций, способствуя более точному ценообразованию и снижению недооценки [41]. Это происходит вследствие того, что они, как правило, обладают большими объёмами информации и аналитическими возможностями. Кроме того, в случае, если крупные институциональные инвесторы демонстрируют готовность инвестировать в новые компании, выходящие на рынок первичных публичных предложений, это может послужить сигналом качества данного IPO и повлиять на его восприятие рынком [47].

Таким образом, IPO с точки зрения инвесторов и рынка, представляет собой сложный процесс, ведущий к доходам или потерям и сопровождающийся повышенными рисками. Для инвесторов это возможность получения аномально высокой доходности, поэтому первичные публичные предложения всегда привлекают большое внимание, но в связи с проблемами в ценообразовании, асимметрией информации и настроениями инвесторов данные процессы зачастую приводят к существенным финансовым потерям.

На современных рынках IPO по-прежнему существуют проблемы ценообразования: из-за различных факторов возникает как недооценка, так и переоценка акций, что приводит к непредсказуемым результатам на рынке. Однако, несмотря на все аномалии, IPO является важным механизмом, посредством которого происходит взаимодействие компаний с рынком и инвесторами, и понимание динамики, факторов и структур этого процесса может помочь ориентироваться в сложностях первичных предложений.

Под влиянием изменений в экономических циклах, технологических достижений, а также корректировок в регулятивных нормах, правилах и законах, рынок первичных публичных предложений в последние годы претерпевает значительные изменения. Особый интерес представляет динамика и особенности IPO на формирующихся рынках.

В период с 2014 г. по начало 2020 г. наблюдалась активная фаза роста IPO по всему миру. Общая сумма привлеченных средств в 2020 г. на рынках составила 271 млрд долл. США. На рисунке 1.1 продемонстрирована динамика глобального рынка IPO за 2015-2025 гг. по количеству размещений и объёмам привлечённого капитала:



Источник: составлено автором по данным [80].

Рисунок 1.1 - Динамика количества первичных публичных размещений и объёма привлечённого капитала на мировом рынке IPO за 2015-2025 гг.

Пандемия COVID-19 вызвала краткосрочное замедление глобальной IPO-активности в первой половине 2020 года, особенно в первом квартале, но

по итогам года, рынок не только восстановился, но и превысил уровень 2018 и 2019 годов. Рост был обеспечен, прежде всего, активностью азиатских рынков, особенно Китая и Индии, а также постепенным восстановлением рынка США.

Так, в 2020 году было проведено 1363 IPO с общим объёмом привлечённых средств 268 млрд долл. США, что превышает показатели 2019 года на 19% и 29%, соответственно. В 2021 году рынок начал стремительно расти, и произошёл бум IPO, что привело к рекордному числу компаний, вышедших на рынок - порядка 2500 - которые привлекли суммарно 459,9 млрд долл. США. За всплеском в 2021 г. последовал спад по количеству размещений до уровня допандемийного времени.

В 2022 г. мировые поступления от IPO составили менее 200 млрд долл. США из-за макроэкономических проблем. Это произошло вследствие геополитической напряжённости и нестабильности, за ними последовали инфляция и рост процентных ставок. Также стоит обратить внимание на то, что на рынках наряду с классическим IPO развиваются альтернативные способы выхода компаний на публичный рынок, включая прямой листинг и сделки через SPAC (Special Purpose Acquisition Company - специальная компания, созданная для привлечения денежных средств на бирже и последующего поиска частной компании для слияния), которые привлекают внимание инвесторов. При прямом листинге компания получает доступ к биржевым торгам без традиционного андеррайтинга и без обязательного привлечения нового капитала в момент размещения, а SPAC позволяет компании стать публичной через объединение с уже зарегистрированной публичной структурой. В отличие от классического IPO, которое предполагает проведение роуд-шоу, участие андеррайтеров и формирование книги заявок, альтернативные способы выхода на рынок являются менее затратными и более быстрыми. Распространение таких механизмов показывает, что современный рынок IPO постепенно дополняется более гибкими форматами выхода компаний на рынок капитала.

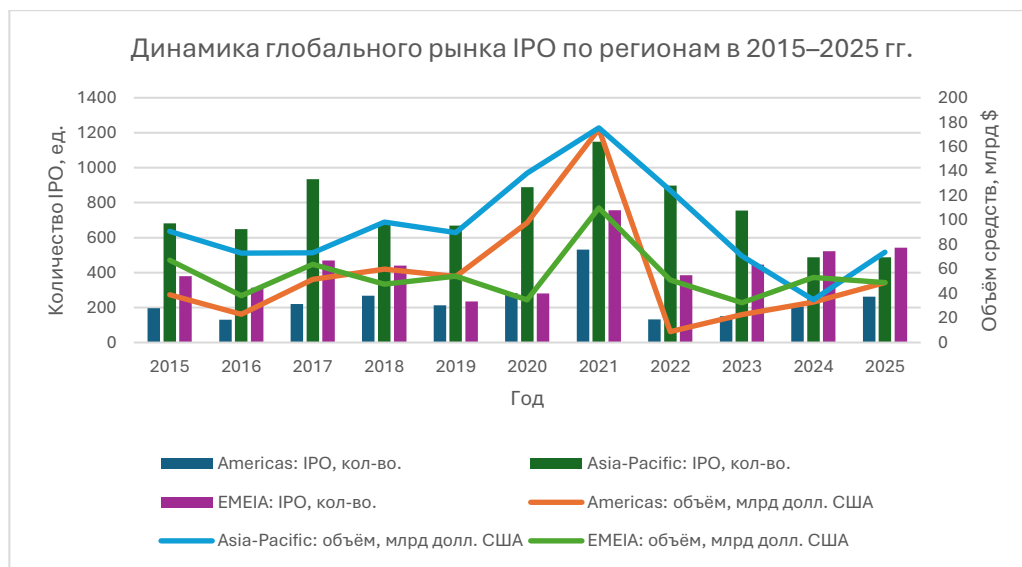
При этом стоит отметить, что, несмотря на спады в количестве размещений, объёмы привлеченного капитала росли в 2015-2021 гг. Это указывает на то, что на рынок тогда выходили более крупные компании со значительными объёмами размещений из более консервативных отраслей экономики, таких как энергетика, финансы, потребительские товары и услуги, на более поздних стадиях своего развития.

В последующие годы количество размещений возросло, но объёмы предложений снижались. Это соответствует тому факту, что в последние несколько лет большое количество размещений пришлось на формирующиеся рынки, где на биржу стали выходить преимущественно небольшие, но быстрорастущие молодые компании из таких современных отраслей, как, например, информационные технологии или биотехнологии. Выявленная тенденция еще раз подтверждает теорию «окна возможностей», когда в периоды благоприятных рыночных условий проводят не столько массовые, сколько более масштабные по объёму размещения, и эмитенты, пользуясь ситуацией на рынке, пытаются привлечь как можно больше средств, как, например, было в 2020-2021 гг.

Основными секторами, где проходили IPO на развитых рынках, были ИТ-сектор и технологии. ИТ-компании доминируют на рынках первичных публичных предложений, поскольку они инновационны и имеют большой потенциал для роста, что является важным критерием для инвесторов. Компании, работающие в области здравоохранения, которые достигают больших успехов в медицинских технологиях и биотехнологиях, также демонстрируют значительную активность IPO. Финтех-компании также все чаще выходят на IPO, используя тенденции цифровой трансформации. Также популярность обретают компании, которые выходят на рынок, делая акцент на «зелёную» энергетику.

Основываясь на отчетах EY Global IPO Watch 2025, ведущим регионом по доходам от IPO стал Азиатско-Тихоокеанский, его доля составила около 67% от мировых фондовых IPO в последние годы [80]. Одним из ключевых

рынков стал Китай, обеспечивший почти 40% от общего объёма мировых доходов от IPO. В секторах технологий и образования из-за жёстких регулятивных норм, введённых Китаем, были отменены или задержаны значительные IPO. Несмотря на различные трудности, рынок IPO продолжил развитие. На рисунке 1.2 представлена динамика глобального рынка IPO по количеству размещений и объёму привлечённых средств в 2015-2025 гг. в разрезе регионов:



Источник: составлено автором по данным [80].

Рисунок 1.2 - Динамика количества первичных публичных размещений и объёма привлечённого капитала на IPO по регионам за 2015-2025 гг.

Из рисунка также видно, что рост количества IPO в 2024-2025 гг. демонстрировали формирующиеся рынки, такие как Индия, Южная Корея и страны Юго-Восточной Азии, вследствие экономического роста и создания благоприятной нормативно-правовой среды. Индия год за годом увеличивает своё присутствие на рынках IPO, достигая 13% от мировых объёмов. Этому способствует благоприятная регулятивная среда, создание экосистем и большое количество новых стартапов. Ключевые IPO включают Zomato, Paytm и Life Insurance Corporation of India (LIC), которые заработали более 3 млрд долл. США [93].

В 2022 г. фондовый рынок Индии занял 3 место по объёму привлечённых средств при IPO, что составило порядка 7,5 млрд долл. от 144 проведённых размещений. Спустя год рынок продолжил развиваться: объём

привлечённых средств составил порядка 9 млрд долл., а количество проведённых IPO - 243, что составило больше половины всех IPO в регионе [129]. А в 2024 г. Индия заняла первое место с 337 проведёнными размещениями, что составило больше половины всех IPO в регионе.

США остаются одним из ключевых рынков IPO, где происходит большое количество размещений. В 2021 году США в процентном соотношении имели долю около 30% мировых доходов от первичных публичных предложений. Всплеск технологических IPO наблюдался в США, связанный со стремлением компаний с высоким ростом получить финансирование. Здесь можно выделить такие IPO, как Snowflake (3,4 млрд долл., 2020), Airbnb (3,5 млрд долл., 2020) и Rivian (11,9 млрд долл., 2021).

Европейские рынки сохраняют стабильную активность в сфере IPO, при этом ключевыми площадками для размещений традиционно выступают Лондонская, Франкфуртская и площадки группы Euronext. Известные IPO проводились в финансовых и технологических секторах и включают такие компании, как Deliveroo (Великобритания), Adyen (Нидерланды) и Spotify (Швеция).

IPO является одним из наиболее значимых этапов в жизни компании-эмитента, так как данный процесс позволяет перейти на новый уровень развития, привлечь значительный объем капитала, повысить ликвидность акций и расширить круг инвесторов. При этом первичное размещение важно не только для самой компании, но и для инвесторов, для которых IPO дает возможность получить сверхдоход за счёт роста стоимости акций после выхода на рынок. Данный процесс сопровождается большими рисками, которые связаны, в первую очередь, с информационной асимметрией, сложностью оценки справедливой стоимости компании и высокой волатильностью цен после выхода на рынок.

1.2 Сравнительный анализ структуры, процедур и этапов проведения IPO на развитых и формирующихся рынках

В зависимости от уровня экономического и финансового развития рынка, процедура, структура и механизмы IPO могут сильно отличаться. На финансово зрелых рынках процессы IPO отличаются высокой степенью стандартизации и регулируемости.

США являются одним из крупнейших рынков IPO. Там ежегодно проводится большое количество предложений благодаря сформировавшейся инфраструктуре, которая начала совершенствоваться много десятилетий назад, и обширной базе инвесторов, которые поддерживают инвестиции на фондовом рынке.

Рынок первичных публичных предложений регулируется Законом о ценных бумагах 1933 года и Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC). Компании, выходящие на данный рынок, обязаны подать регистрационную форму (S-1) с информацией о финансовом положении компании. SEC проверяет, соответствует ли компания требованиям основного законодательства и адекватно ли отражена необходимая информация. В данном документе также должны детально освещаться дальнейшие стратегии, информация о бизнесе и возможных рисках. В 2002 году в систему проверок на рынке IPO были внесены значительные дополнения с появлением Закона Сарбейнса-Оксли, который включает в себя обязательные требования к аудиту и раскрытию информации.

Проведение IPO на данном рынке начинается с подготовительного этапа, когда определяется объём привлекаемого капитала и цели IPO, проводятся финансовый и юридический аудит, а также выбор андеррайтера. Далее подается регистрационная документация, которая включает в себя вышеупомянутую форму S-1, содержащую отчёты о бизнесе, финансах, рисках, руководстве, а также предполагаемых объёмах эмиссии и ценах.

После подачи всех необходимых документов проводят так называемое

«дорожное шоу» (роуд-шоу) - ряд встреч с потенциальными инвесторами (фондами, страховыми компаниями, частными инвесторами) и аналитиками, где эмитент и андеррайтер презентуют компанию, её финансовое положение, продукты и услуги для оценки интереса к акциям компании. Также используют механизм букбилдинга - процесс формирования и регистрации спроса на акции, когда потенциальные инвесторы делают заявки с указанием цены, которую они готовы заплатить за определенное количество акций [84].

Также существует механизм «greenshoe» (или положение о дополнительном размещении), который дает возможность андеррайтеру приобрести у эмитента до 15% дополнительных акций по цене IPO в случае повышенного спроса на размещение. Данный механизм позволяет увеличить объём предложения и снизить волатильность торгов после выхода компании на биржу. В отличие от него существует механизм «brownshee» («reverse greenshoe»), применяемый для поддержания цены акций в случае их снижения после IPO, поскольку позволяет андеррайтеру выкупать акции на рынке и тем самым стабилизировать их рыночную стоимость [84].

Западная Европа также считается развитым рынком, где проводятся публичные предложения, хотя их объём меньше, чем на американском рынке. Выделить стоит такие страны, как Великобритания, Германия и Франция, активно развивающиеся и стремящиеся привлечь всё больше компаний для листинга на своих биржах, хотя также демонстрируют отличительные особенности в своих процессах IPO по сравнению с США.

IPO в Европе регулируются национальными надзорными органами и должны соответствовать нормативным актам Европейского Союза, таким как Регламент Европейского парламента и Совета ЕС 2017/1129 о публикации проспекта при публичном предложении ценных бумаг или их допуске к торгам на регулируемом фондовом рынке.

Данный регламент в значительной степени усовершенствовал действующие директивы от 2003 года. Он распространяется на территории всех стран ЕС, что обеспечивает единообразие и упрощает его применение и

интерпретацию на национальных уровнях, упраздняя возможность некорректного применения, неверного толкования. Директива 2003 года устанавливала требования к публикации проспекта ценных бумаг, которые должны были решаться на уровне членов союза, а регламент 2017 года снизил административные барьеры в рамках союза, сделав рынок более доступным для малых и средних предприятий и создав тем самым, больше возможностей для доступа к рынку капитала.

Основной упор данного регламента был сделан на поддержку малых и средних предприятий, так как для них был введён упрощённый формат проспекта и расширен перечень освобождений от обязательных публикаций, что должно сокращать и упрощать процессы подготовки документации. Также была улучшена прозрачность и доступность информации за счёт требований публиковать стандартизированный формат резюме компании (не более 7 страниц), включающий всю необходимую информацию о компании и размещении, в отличие от большого описания, которое было тяжело анализировать.

В США и Европейском союзе раскрытие информации при IPO основывается на подготовке специального документа для инвесторов, однако различаются процедуры подачи и одобрения. В США эмитент подаёт регистрационное заявление в SEC, тогда как в ЕС проспект ценных бумаг составляется в соответствии с требованиями Регламента 2017/1129. При этом решение о принятии проспекта принимается национальным компетентным органом соответствующего государства ЕС, что демонстрирует сочетание единых общих требований и национального надзора. Данная процедура упрощает подготовку документов и фокусируется на прозрачности для инвесторов с точки зрения порядка предоставления общей информации об IPO, а также защиты их прав. Однако данные нормы в меньшей степени регулируют уровень раскрытия информации, особенно финансовой, в отличие от США где требования к ней более строгие и важны для аналитики и прогнозирования.

После подачи проспекта и необходимой документации также проводятся роуд-шоу, которые ориентированы, прежде всего, на институциональных инвесторов и иных потенциальных участников размещения [71]. Формирование книги заявок (букбилдинг) используется как один из ключевых методов ценообразования, потому что позволяет учитывать спрос инвесторов при определении цены IPO [81]. Андеррайтеры в ЕС, как и в США, играют ключевую роль в подготовке и сопровождении IPO. Они участвуют в структурировании сделок, маркетинге выпуска, сборе заявок и координации размещения. При этом состав банковского синдиката в европейской практике в большей степени зависит от конкретного рынка листинга, биржевого сегмента и целевой аудитории инвесторов эмитента.

Из особенностей европейского рынка стоит также выделить стремление к двойному листингу, например, на Лондонской бирже и Euronext, чтобы привлечь больше капитала и охватить большее число инвесторов. Присутствуют также механизмы стабилизации, похожие на опцион «Greenshoe», такие как опцион на избыточное размещение, но они адаптируются под каждую страну отдельно и происходят обычно в первый месяц после размещения, что соответствует нормативным стандартам. Регламент ЕС о злоупотреблениях на рынке (MAR) устанавливает требования к применению стабилизационных механизмов, направленные на повышение прозрачности и предотвращение манипулирования рынком.

Рынок первичных публичных предложений в Китае претерпел множество изменений и реформ за прошедшие годы. До их проведения размещения акций осуществлялись преимущественно в рамках разрешительной системы, при которой компании должны были проходить проверку и получать одобрение Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг Китая (CSRC). Одной из важных реформ в области фондового рынка стал переход на регистрационную систему IPO в начале 2019 года. Данная реформа означает, что компании, которые хотят провести публичное предложение, не должны проходить обширные проверки и получать

одобрения со стороны государственных инстанций, таких как Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая (CSRC). Пилотное внедрение такой модели началось на STAR Market в 2019 году, затем было распространено на ChiNext в 2020 году, а в 2023 г. - на весь рынок.

Так, органы регулируют и проверяют точность и полноту представляемой информации, а рынок регулирует и устанавливает уровни цен. Это даёт возможность большему количеству компаний сформировать и успешно пройти подготовительные этапы, а участникам - принимать более обоснованные решения на основе прозрачной и полной информации. Также предпринимаются меры по унификации данных процедур для основных бирж Китая - Шанхайской, Шэньчжэньской и Пекинской, что направлено на повышение согласованности регуляторных требований и механизмов проведения IPO. Данный подход приближает Китай к практикам США и Европы, что проявляется, прежде всего, в усилении роли раскрытия информации и повышении значения рыночного ценообразования при размещении акций, однако государственный надзор все еще присутствует в значительной мере, чтобы обеспечить стабильность.

На китайском рынке IPO существуют специализированные площадки для инновационных и технологических компаний, например, STAR Market Шанхайской фондовой биржи и ChiNext Шэньчжэньской фондовой биржи. Их роль заключается в привлечении капитала для компаний новых отраслей и использовании регистрационной модели, которая затем была распространена на весь рынок. Развитие данных площадок связано с политикой государства по поддержке внедрения новых технологий и повышению конкурентоспособности экономики.

Китайская модель регулирования IPO также включает требования к раскрытию информации и защите инвесторов, однако характеризуется более выраженной ролью государства. Даже после перехода к регистрационной системе IPO государственные органы и биржи сохраняют значимое влияние на проверку эмитентов, условия листинга и развитие рыночной

инфраструктуры.

Значительную долю инвесторов на рынке Китая составляют розничные инвесторы, в то время как на развитых рынках основными участниками первичных публичных размещений являются, как правило, институциональные инвесторы. Из-за этого возможна повышенная волатильность рынка, так как частные инвесторы более склонны к иррациональному поведению и обладают меньшей аналитической базой для принятия объективных решений.

В Индии существуют две основные биржи для проведения первичных публичных предложений: Национальная фондовая биржа и Бомбейская фондовая биржа, являющаяся одной из старейших площадок в Азии. На обеих площадках также были созданы платформы для малых и средних предприятий, предоставляющие возможность привлечь капитал без использования традиционного публичного предложения. При этом речь не идет об отказе от него. Такие размещения по-прежнему регулируются SEBI и соответствующей биржей, но осуществляются в рамках специального режима для малых и средних предприятий, предусматривающего менее жесткие требования к допуску и листингу по сравнению с основным рынком.

На подготовительном этапе проверяются компания и её проекты. В Индии эмитент должен доказать, что проекты, на которые привлекаются средства, уже на 75 процентов (не включая IPO) будут обеспечены финансированием за счет других источников [124]. Также все ценные бумаги должны выпускаться в бездокументарной форме. Далее, как и на европейских рынках, проспект подаётся в комиссию по ценным бумагам для предварительного рассмотрения и одобрения. В процессе ценообразования используются два механизма: фиксированное ценообразование и метод букбилдинга, когда собираются заявки в установленном ценовом диапазоне и инвесторы делают ставки. Регулятором для всех этих процессов в Индии выступает Управление по ценным бумагам и биржам Индии (SEBI), которое защищает права инвесторов, следит за проведением IPO, ценообразованием и

раскрытием информации.

В отличие от некоторых западных стран, здесь регулирующий орган играет большую роль на рынке первичных публичных предложений, осуществляя полный надзор: от начала процесса, проверки всех документов и информации об эмитенте, до выхода компании на биржу. Также регулируется доля участия различных инвесторов в IPO [83]. Так, 50% должны составлять институциональные инвесторы, 35% - розничные и 15% - неинституциональные. Также на рынке создаются биржевые платформы (сегменты фондовых бирж) для малых и средних предприятий, где привлечение финансирования проходит в упрощённом формате, давая возможность небольшим компаниям развиваться.

Практика роуд-шоу также весьма популярна в Индии и даже в чём-то опережает более консервативные форматы данных мероприятий. Часто используется гибридный формат, когда презентации проводят не только физически, но и в виртуальных пространствах для того, чтобы охватить как можно большую аудиторию, что стало особенно распространённым в постпандемийный период.

В России рынок IPO активно развивался, начиная с 2000-х гг., и был на пике в 2007-2008 гг. «В Российской Федерации с 2003 г. начался процесс становления этого рынка, значительный рост числа размещений и развитие бирж. В 2007 г. сумма размещений составляла практически 30 млрд долл. США, что было больше, чем, например, в Великобритании (22 млрд долл. США) или Германии (11 млрд долл. США) [39]. Вследствие санкционного давления и макроэкономических кризисов эта тенденция замедлилась, однако рынок IPO в России все же показывает постепенный рост. Российские компании заинтересованы в привлечении инвестиций из-за необходимости диверсификации источников финансирования. Для многих компаний IPO становится важным способом привлечения капитала. Для инвесторов российский рынок IPO может быть интересен при участии в размещениях компаний, которые ориентированы на внутренний спрос, импортозамещение

и развитие ключевых секторов экономики» [35].

В российской научной литературе также подчёркивается, что развитие внутреннего фондового рынка приобретает особое значение в условиях ограниченного доступа к внешним источникам капитала. Так, М. Ершов отмечает, что расширение фондового рынка должно рассматриваться как важная национальная основа экономического развития, поскольку именно через него возможно формирование внутренних инвестиционных ресурсов и перераспределение капитала в экономике [28]. Упоминается также и рынок IPO, где данный подход особенно важен, потому что первичные публичные предложения выступают не только способом привлечения средств отдельными эмитентами, но и механизмом расширения самого рынка, и его глубины, вовлечения новых участников. Таким образом, для России IPO имеют значение не только на уровне компании, но и на уровне развития национальной финансовой системы в целом.

После периода стагнации на российском рынке IPO он начал восстанавливаться после пандемии коронавируса, и новый бум произошёл в 2023 г., когда эмитенты снова стали возвращаться на рынок первичных публичных предложений: было проведено 8 размещений и привлечено около 40 миллиардов рублей, что стало лучшим показателем за последние 10 лет. Данная тенденция продолжается, и ожидается дальнейшее развитие рынка. Изученные особенности рынков структурированы в таблице А.1.

Таким образом, проведённый сравнительный анализ показывает, что IPO выступает универсальным механизмом привлечения капитала, но его структура, процедуры и этапы существенно различаются в зависимости от уровня зрелости финансового рынка, качества институциональной среды и степени участия государства в регулировании. Общая логика IPO на всех рассмотренных рынках схожа. Так, компания проходит подготовительный этап, раскрывает информацию, взаимодействует с регулятором и биржей, проводит маркетинг размещения, формирует спрос инвесторов, определяет цену акций и выходит на торги. Однако различия проявляются в структуре

участников, глубине регулирования, роли государства и степени развития рыночных механизмов. На развитых рынках процедуры более стандартизированы, высока роль андеррайтеров, институциональных инвесторов и механизмов рыночного ценообразования. На формирующихся рынках роль государства и надзорных органов больше, а процедуры IPO чаще соответствуют задачам развития национального фондового рынка, поддержки отдельных отраслей, привлечения внутренних инвесторов и повышения устойчивости финансовой системы.

1.3 Анализ теоретических подходов к проблеме ценообразования акций при первичных публичных размещениях

«На рынке IPO уже много лет изучают вопросы возникновения специфических аномалий, приводящих, в частности, к первоначальной недооценке или переоценке акций, повышению краткосрочной и снижению долгосрочной доходности. Эти аномалии наблюдаются как на развивающихся, так и на развитых рынках.

В исследованиях отмечается, что на финансовых рынках возникают периоды повышенного оптимизма инвесторов, которые создают для эмитентов так называемые «окна возможностей» для проведения IPO. Эти ситуации стимулируют компании к проведению IPO. Во время таких периодов рынок завышает оценку компании, что позволяет ей привлечь больший объем средств, чем реально можно ожидать [121].

Следовательно, можно утверждать, что стоимость компании может быть переоценена либо недооценена в зависимости от периода, когда у инвесторов более оптимистичные настроения или, наоборот, пессимистичные соответственно. Так, на основе этого, разрабатывались теории, учитывающие асимметрию информации и объясняющие выбор временного периода для проведения первичного публичного предложения с целью достижения максимального эффекта для эмитента или доходности от него для

инвестора» [35].

Д. Лукасом и Р. Макдональдом была разработана теоретическая модель, основанная на концепции информационной асимметрии и неблагоприятного отбора, которая демонстрирует, что руководители могут принять решение о проведении IPO, осознавая переоценку их компании рынком [99]. Эта модель предполагает, что собственники обладают более полной информацией о состоянии компании по сравнению с инвесторами и стремятся использовать благоприятную рыночную оценку для увеличения стоимости акционерного капитала. Согласно данной модели, если принять во внимание упомянутые допущения, то руководство будет ожидать момент, когда настроение (ожидания) инвесторов сформирует наиболее выгодные условия для эмитента для проведения IPO, позволяющий компании зафиксировать максимально возможную стоимость акций.

Данные концепции также использовались авторами для объяснения цикличности эмиссионной активности на рынке капитала [99]. Существует такое явление, как цикличность эмиссионной активности, при котором количество выпускаемых новых ценных бумаг на рынке изменяется в зависимости от различных стадий экономических циклов. Уровень эмиссионной активности в разные периоды испытывает колебания.

Компании в период экономического роста чаще выходят на рынок с новыми эмиссиями акциями. Это связано с тем, что в такие периоды у компаний появляются новые возможности для роста и расширения, требующие капитала. Инвесторы в условиях экономического подъема более склонны к риску и готовы вкладывать средства в новые эмиссии. Соответственно, в такие периоды, и ожидания инвесторов в первичных размещениях могут быть чрезмерно оптимистичны и критично завышены.

С другой стороны, во время экономических спадов количество новых эмиссий обычно уменьшается. Компании стараются избегать привлечения капитала на публичных рынках из-за нестабильности и неопределенности. Инвесторы становятся более осторожными и предпочитают менее

рискованные инвестиции, что снижает спрос на новые выпуски акций или облигаций.

Так как компании склонны и более активно готовы проводить IPO в периоды благоприятных рыночных условий, это приводит к тому, что на рынок выходят не только перспективные компании, но и те, чьи акции уже переоценены. Исследования М. Пагано, Ф. Панетта и Л. Зингалес также показывают, что это приводит к снижению долгосрочной доходности IPO, так как инвесторы со временем корректируют свои ожидания, основываясь на появляющейся информации, и переоценивают риски, связанные с новыми акциями [112].

Следовательно, финансовые рынки, в том числе рынок первичных публичных размещений акций (IPO), находятся под воздействием настроений инвесторов. В периоды повышенного оптимизма инвесторов и благоприятной рыночной конъюнктуры у эмитентов возникают так называемые «окна возможностей» для выхода на биржу. Учёт данного фактора важен для объяснения пост-IPO-аномалий доходности, так как завышенные ожидания на этапе размещения могут привести к последующей корректировке рыночной оценки компании.

«Существует феномен снижения доходности акций после IPO, который до сих пор остаётся темой многих исследований. Например, снижение доходов от IPO может объясняться тем простым фактом, что акции были распределены среди наиболее оптимистичных инвесторов, предложивших за них самую высокую цену. Со временем котировки начинают снижаться вследствие того, что чрезмерный оптимизм на рынке спадает, он «остывает», а оценки котировок со стороны инвесторов становятся более рациональными и среднерыночными» [35].

Тем не менее, данное утверждение требует уточнения, поскольку оно не объясняет продолжительность периода сниженной доходности и не учитывает, что не все IPO подвержены этому явлению. В исследовании, в котором Дж. Риттер сопоставлял доходность IPO с доходностью рыночных

индексов и аналогичных публичных компаний, была рассмотрена выборка из 1526 IPO обыкновенных акций на рынке США [121]. Результаты показали, что средняя трехлетняя доходность таких IPO составила 34,47%, в то время, как доходность аналогичных компаний, чьи акции уже были на рынке, достигала 61,86%. При этом, только в пяти из десяти лет наблюдаемого периода, IPO показывали доходность ниже, чем у сравниваемых компаний. Данный факт указывает на неоднородность эффекта сниженной пост-IPO доходности и позволяет связать его не со всеми размещениями, а, прежде всего, с отдельными периодами повышенной эмиссионной активности и избыточного оптимизма инвесторов. Следовательно, IPO, проведенные в периоды повышенной эмиссионной активности, могут демонстрировать более низкую последующую доходность по сравнению с рыночным ориентиром, так как по мере поступления новой информации инвесторы пересматривают первоначальные оценки перспектив компании.

П. Шульц разработал модель, которая по своей структуре напоминает ранее предложенную Дж. Риттером [123]. Эта модель предполагает, что компании осуществляют IPO в моменты, когда рыночные оценки их акций находятся на пике, хотя сами эмитенты могут не осознавать достигнутого максимума.

Согласно модели П. Шульца, при полной корреляции доходности IPO с рыночным индексом пик цен акций, размещенных в ходе IPO, должен был бы совпадать с максимальными значениями индекса, что исключало бы последующее снижение долгосрочной доходности.

Итак, доходность IPO может коррелировать с общим состоянием рынка. На долгосрочном горизонте после периодов рыночного бума пост-IPO доходность акций может снижаться. П. Шульц эмпирически обнаружил, что долгосрочная доходность от IPO снижается, если оно было проведено в периоды рыночного подъема, когда возможно завышение стоимости бумаг при ценообразовании, а инвесторы переполнены оптимизмом насчет рынка и дальнейшего роста.

Эти исследования важны для понимания особенностей рынка IPO и доходностей, связанных с этим рынком. Так, условия и время, в которые происходит размещение, играют важную роль для успешного IPO: компании должны учитывать текущее состояние рынка и рыночные циклы при планировании. Проведение публичных предложений в благоприятное время может привлечь больше инвесторов, что приведет к более успешному размещению и росту капитала. Однако, инвесторы должны учитывать риски. Для них такие вложения могут обернуться убытками в перспективе, поскольку доходность акций таких компаний, если они были заведомо переоценены по разным причинам, может снижаться со временем при корректировках и появлении новой информации.

Таким образом, эффективное размещение для эмитента не всегда оказывается высокодоходным для инвестора. Эффективность рынка предполагает баланс интересов и соответствие рыночных цен фундаментальной стоимости активов. В контексте IPO это означает, что цена размещения должна формироваться без существенной недооценки или переоценки эмитента, а последующая доходность акций должна оцениваться с учетом общего состояния рынка. Поэтому снижение цены акций после IPO не всегда свидетельствует о неэффективности размещения. Оно может быть вызвано как общерыночной коррекцией, так и пересмотром завышенных ожиданий инвесторов в отношении конкретного эмитента.

Р. Шиллер связывал отклонение рыночных цен от фундаментальных значений с влиянием массовых ожиданий, популярных моделей оценки, спекулятивных настроений и «причуд» инвесторов [126]. Дж. Риттер развил данную логику, применив её к анализу рынка IPO, и показал, что в долгосрочном периоде акции компаний после размещения демонстрируют более низкую доходность, а полученные им результаты соответствуют гипотезе о том, что рынок IPO подвержен воздействию «причуд» инвесторов и избыточного оптимизма.

Иначе говоря, исследователи выявляют отсутствие сильной формы

эффективности рынка в соответствии с гипотезой эффективности рынка нобелевского лауреата Ю.Фама [72].

Однако не существует единой основной гипотезы или причины падения цен и, следовательно, универсальной теории недооценки или переоценки IPO, объединяющей все времена и все страны [117]. Более того, так как все исследователи используют разные методологии, статистические тесты, выборки и факторы при анализе доходностей IPO, они могут получать несовпадающие результаты, которые нередко оказываются различными и даже противоречивыми. Вследствие этого, выявляемые в отдельных работах аномальные эффекты, могут быть обусловлены не только особенностями самого рынка IPO, но и различиями в применяемых исследовательских подходах [100].

«В исследованиях доходность акций компаний, выходящих на рынок первичных предложений также сравнивалась и анализировалась по отраслям, секторам, срокам деятельности компании, году выпуска, малым и крупным выпускам и при помощи регрессии (метод наименьших квадратов) [121]. В большинстве своем IPO оказывалось менее прибыльно, чем сопоставимый эталон индекса или акции» [35].

Кроме того, было установлено, что в долгосрочной перспективе подавляющее большинство компаний, вышедших на IPO, независимо от критериев выбора компании, имеют снижение доходности акций в течение 3-5 лет [97; 117; 121]. При этом подчёркивается, что данный эффект выявлен, прежде всего, на рынке США и в значительной степени зависит от используемой методологии оценки. Так, по выводам исследователей, доходность IPO-компаний нередко оказывается ниже доходности сопоставимых уже публичных компаний, сходных по размеру и рыночным характеристикам. В своем исследовании авторы опровергают одно из возможных объяснений, которое заключается в «развороте долгосрочной доходности», поскольку IPO происходят после фаз роста рынка, хотя сама активизация IPO обычно приходится на периоды высокой доходности

фондового рынка. В свою очередь, А. Брав и П. Гомперс показывают, что часть долгосрочной слабой доходности может быть связана не только с фактом первичного публичного размещения как таковым, но и с характеристиками самих эмитентов [57].

П. Гомперс и Дж. Лернер провели исследование, в котором они опровергали общепринятые выводы о низкой долгосрочной доходности IPO [82]. В своей работе они подвергли сомнению методы и интерпретации предыдущих исследований, утверждая, что низкая доходность IPO может быть результатом методологических проблем и неправильного учета факторов, влияющих на результаты. В частности, авторы связывали возможные искажения результатов с неправильным выбором контрольной группы и использованием средних значений. Они подчеркнули, что выбор соответствующих контрольных групп для сравнения с IPO имеет решающее значение. Неправильный выбор контрольной группы может привести к некорректным выводам о низкой доходности IPO.

Также была указана необходимость корректного учета факторов риска. Без надлежащей коррекции на риск можно получить искаженные результаты. Авторы предложили учитывать систематические риски и факторы, влияющие на доходность, такие как рыночные условия, макроэкономические переменные и характеристики компаний.

Более тщательный анализ данных показывает: после корректировки на риск и выбора адекватной контрольной группы доходность IPO не является столь низкой, как предполагалось ранее. Многие исследования не учитывали всю сложность рыночных механизмов и факторов, влияющих на доходность, что приводило к занижению реальных показателей.

Тем не менее, поскольку метод «купи-и-держи» на практике более надёжен, судя по выводам П. Гомперса и Дж. Лернера хотя они и указывают на изменение результатов в зависимости от подхода, доказательства всё равно свидетельствуют в пользу снижения доходности [82].

Т. Логран и Дж. Риттер в своих более поздних исследованиях также

начали утверждать, что использование различных критериев отбора и временных интервалов влияет на результаты изучения показателей доходности IPO [97].

А. Брав и П. Гомперс изучали IPO, схожие по соотношению балансовой и рыночной стоимости и размеру, и также пришли к выводу, что в определенных выборках получаются разные результаты, например, в малых и очень крупных компаниях уровень переоценки при размещении выше, чем в компаниях среднего размера [57]. При сопоставлении IPO с компаниями аналогичного размера и соотношения балансовой и рыночной стоимости данный эффект в значительной степени ослабевает. Тем самым авторы пришли к выводу - слабая долгосрочная доходность многих IPO может быть связана не столько с самим фактом размещения, сколько с характеристиками эмитентов, входящих в выборку.

Однако есть исследования, опровергающие теорию о том, что в долгосрочной перспективе (от 5 лет) IPO во многих случаях не оправдывают себя. Они проводились на разных азиатских рынках, где тоже наблюдались различия, например, Х. Чун и С. Смит [128], а также Дж.-Б. Ким, И. Крински и Дж. Ли [94] обнаружили, что корейские IPO в долгосрочной перспективе обеспечивают доходность выше, чем фондовый рынок в целом. Н. Ахмад-Залуки, К. Кэмпбелл и А. Гудакр [42] выявили хорошие долгосрочные результаты IPO на малайзийском рынке. Как видно из этих исследований, полученные результаты противоречат ранее рассмотренной концепции о том, что IPO имеют тенденцию к снижению доходности в долгосрочном периоде (более 5 лет), или, по крайней мере, говорят о том, что такая тенденция проявляется не на всех рынках.

Ф. Моширян и др. также указывают на более частое проявление отставания доходности и других аномалий на развивающихся рынках по сравнению с развитыми. Это может произойти из-за низких требований и правил входа на развивающиеся рынки [107].

«Также стоит обратить внимание на частое распределение

андеррайтерами большей части IPO между институциональными инвесторами, предъявляющими повышенный спрос. Возможно, это происходит за счет неформального соглашения с институциональными клиентами отправлять будущие сделки через брокеров андеррайтера [41]. Существует мнение, что предпочтение институциональным инвесторам в процессе распределения IPO может быть обусловлено передачей данных о спросе на ценную бумагу со стороны этих инвесторов андеррайтеру» [35]. Авторам удалось получить данные о распределении акций между институциональными и розничными покупателями в ходе IPO. В результате исследования американского рынка было установлено, что около 65-75% акций (взято медианное значение всех IPO) распределяется среди институциональных инвесторов [41]. Международные исследования также подтверждают доминирование институциональных инвесторов в распределении IPO, хотя конкретные доли существенно различаются в зависимости от страны и механизма размещения [41].

Отдельно стоит отметить, что преобладание институциональных инвесторов в распределении акций в ходе IPO можно рассматривать не только как результат работы андеррайтеров или наличия у крупных участников более полной информации о спросе, но и как проявление более широких закономерностей функционирования финансового рынка. Так, Ю. Евлахова рассматривает финансовый рынок как систему экономических отношений, обеспечивающую аккумуляцию и перераспределение денежных средств между различными группами участников [27]. Е. Алифанова подчёркивает институциональную природу фондового рынка, связывая его развитие со зрелостью инфраструктуры, уровнем доверия участников и способностью снижать риски и трансакционные издержки [25]. Это позволяет сделать вывод о том, что структура спроса на акции в ходе IPO и распределение бумаг между различными группами инвесторов определяются не только параметрами конкретного размещения, но и общим состоянием рыночной среды.

Таким образом, исходя из изученных материалов, одна из ключевых

теорий, объясняющих снижение доходности в пост-IPO период, связана с информационной асимметрией. В рамках этой теории предполагается, что существует значительный разрыв в уровне информации между инсайдерами компании (текущими акционерами) и внешними инвесторами. Инсайдеры обладают более точной и полной информацией о реальной стоимости компании. Это может привести к завышению цены акций на момент IPO и дальнейшему резкому или постепенному спаду после выхода на рынок.

Хотя классические работы заложили основу объяснения плохих результатов после IPO через информационную асимметрию, более поздние исследования также подтверждают, что недостаточность информации у инвесторов может привести к значительным изменениям в цене акций после IPO, это в перспективе проявляется в снижении доходности. Данный момент стоит брать во внимание не только как рыночный аспект, но и как то, чем компания может воспользоваться в собственных интересах. Поскольку полная информация до выхода на IPO перед инвесторами недоступна, возможность проверить достоверность всех данных и отчетов затруднена.

Так, И. Хуан, М. Ли и К. Чен показывают, что более высокая прозрачность рынка связана с меньшей недооценкой акций при первичном публичном размещении и более устойчивыми долгосрочными результатами после выхода компании на биржу [89]. Р. Кокс и П. де Гозь отмечают, что инвесторы обращают внимание не только на объем раскрываемой информации, но и на форму представления факторов риска и сигналов регуляторного одобрения [64]. Также в исследованиях, которые проводились после пандемии COVID-19, говорится о том, что наличие каких-либо неопределённостей перед IPO сопровождается более высокой недооценкой акций при размещении и большей волатильностью после первичного публичного размещения, то есть, данная проблема не исчезла, а сохранилась и в новых рыночных условиях [135].

В процессе первичных публичных предложений важную роль также играют лок-ап периоды - временные ограничения, устанавливаемые

эмитентом. В данный период определённые группы акционеров-инсайдеров, такие как учредители, топ-менеджмент, сотрудники и ранние инвесторы не могут продавать свои акции. Основная цель данного периода заключается в том, чтобы стабилизировать рынок сразу после IPO и предотвратить резкий рост предложения, возникающий с определённой вероятностью в случае массовой продажи инсайдерами своих долей. Это может привести к обвалу цен и вызвать сомнения у внешних инвесторов, тем самым подорвав доверие к компании и сделав IPO бесперспективным.

Лок-ап периоды варьируются по времени, эмитент устанавливает данный промежуток в зависимости от своих потребностей либо от регулятивных установок. Обычно он составляет 90-180 дней после выхода компании на рынок. Этот период может в значительной степени влиять на поведение инвесторов и на динамику цен на акции, что также может усугублять или, наоборот, смягчать проблему асимметрии информации на рынке.

«Лок-ап периоды оказывают значительное влияние на цены акций на рынке после того, как компания провела IPO. Зачастую, когда данный период подходит к концу, происходит значительный рост волатильности [119]. Это может объясняться ожиданием инвесторами массовых продаж акций после завершения лок-ап периода, когда инсайдеры получают возможность продать свои доли на рынке. Это может привести к резкому снижению цены акций, особенно если продажи окажутся очень значительными и бесконтрольными, что приведёт к отрицательному эффекту от лок-апа» [33].

Лок-ап периоды также играют важную роль в возникновении и возможном усилении асимметрии информации на рынке первичных публичных предложений. До тех пор, пока компания не стала публичной, полную информацию о ней, как правило, имеют только инсайдеры и, следовательно, обладают значительным преимуществом [55]. Они осведомлены о реальном финансовом положении компании, перспективах роста и рисках. Это создает неравенство на рынке, так как данные недоступны

широкому кругу инвесторов. После окончания лок-ап периода инсайдеры могут продать свои акции на рынке. Если, по их оценкам, компания переоценена, может начаться массовая продажа, что приведет к падению цены, вызовет панику и волнение среди внешних инвесторов, что также будет указывать на усиление асимметрии информации. По окончании лок-ап периода поведение инсайдеров может стать очень важным сигналом для рынка, но из-за высокого уровня недоверия и недостатка информации большинство может исказить или неправильно интерпретировать эти сигналы [54].

Лок-ап периоды фигурируют также в теории информационной асимметрии, поскольку это является важным инструментом, влияющим на поведение участников рынка. Считается, что эмитенты, которые устанавливают более длительный лок-ап, делают это с целью укрепления доверия к компании и снижения уровня асимметрии информации [46]. Наоборот, более короткие периоды могут вызывать озабоченность среди инвесторов, предполагающих, что инсайдерам быстрее хочется избавиться от акций. Это приводит к высокой волатильности на рынке, повышает уровень риска и увеличивает асимметрию информации [134].

Стоит отметить также, что лок-ап периоды влияют как на поведение розничных, так и на институциональных инвесторов. Многие инвесторы, которые направляют денежные средства в компании в период IPO, зачастую основывают свои дальнейшие решения на ожиданиях изменения цен после лок-ап периода. Если есть основания полагать, что по окончании лок-апа возможна продажа акций инсайдерами, то инвесторы могут начать продавать свои ценные бумаги до окончания данного периода, что также приведет к волатильности. Если же существует расчёт на долгосрочные перспективы компании, то во время периода лок-апа бумаги будут активно покупаться и удерживаться, несмотря на возможные краткосрочные колебания, а цены - расти [73].

Таким образом, условия лок-апа в рамках IPO ограничивают

возможность продажи акций инсайдерами и поэтому могут учитываться инвесторами при оценке потенциального предложения акций после окончания установленного периода. Ожидания относительно возможного выхода таких акций на рынок могут отражаться на поведении инвесторов и динамике цен акций в пост-IPO периоде. В зависимости от продолжительности данного периода асимметрия информации может смягчаться или, наоборот, усиливаться. Данный фактор является важным, и инвесторам следует учитывать его при принятии решений, поскольку они могут влиять на эффективность рынка, изменения цен и доходность от вложений в IPO.

«А. Нваобиа и др. указывают на то, что при выборе той или иной компании инвесторы оценивают ее привлекательность по многим параметрам [111]. При этом основная часть этих показателей рассчитывается на основе информации, представленной в бухгалтерской отчетности. Актуальность проблемы качества финансовой отчетности в значительной степени ощутили на себе компании развивающихся рынков, разместившие свои ценные бумаги на международных торговых площадках» [35].

Эта проблема очень распространена, и в научной литературе есть много примеров искажения отчетов в компаниях. Например, А. Флеминг и др. в своей статье изучили мошенничество в государственных и частных компаниях, привели примеры более 15 случаев мошенничества в них и их особенности [75]. Р. Дэвидсон проанализировал работу 1805 руководителей с широким доступом к информации и высокими бонусами и пришел к выводу, что около 40% высшего руководства как минимум превышали свои полномочия в личных целях или прибегали к мошенничеству для отмывания денег [65].

«Таким образом, на примерах из проанализированной литературы видно, что асимметрия информации является достаточно распространённой проблемой на рынке. Нередко инсайдеры искажают информацию в своих целях, заведомо завышая прибыль или указывая несуществующие затраты и активы» [35].

«Следовательно, можно сделать вывод, что компании, выходящие на IPO, показывая изначально очень хорошие показатели в отчетах, также могут прибегать к искажениям, чтобы выглядеть более привлекательными для внешних инвесторов и продать как можно больше акций по максимально высокой цене» [35].

Исходя из всего вышеизложенного, можно сделать вывод - очень важно изучить снижение доходности акций после IPO, которое могло возникнуть не из-за используемого метода оценки или рыночных условий, а именно, в результате повышенной информационной асимметрии.

Итак, основные ключевые теории по рынку IPO структурированы в таблице 1.1.

Таблица 1.1 - Систематизация основных теоретических подходов к исследованию рынков IPO, пост-IPO динамики доходности акций и аномалий IPO

Направление подхода	Авторы / работы	Основные выводы	Значение для исследования
1	2	3	4
Информационная асимметрия и выбор момента проведения IPO	Д. Лукас, Р. Макдональд [99]; М. Пагано, Ф. Панетта, Л. Зингалес [112]; П. Шульц [123]	Эмитенты стремятся проводить IPO в периоды благоприятной рыночной конъюнктуры и повышенного оптимизма инвесторов. В такие периоды рынок может переоценивать компанию, что позволяет привлечь больший объем капитала, но повышает риск последующей коррекции цены	Объясняет, почему IPO часто концентрируются в периоды рыночного подъема и почему после размещения может наблюдаться снижение доходности
Поведенческие факторы и эффективность рынка	Р. Шиллер [126]; Ю. Фама [72]; Дж. Риттер [121]	Рыночные цены при IPO могут отклоняться от фундаментальной стоимости из-за инвесторского оптимизма, спекулятивных ожиданий и «причуд» инвесторов. Это ставит под сомнение сильную форму эффективности рынка применительно к IPO	Позволяет рассматривать аномалии IPO не только как результат ошибок оценки, но и как следствие поведения инвесторов
Долгосрочная пост-IPO доходность и методология ее оценки	Дж. Риттер [121]; Т. Логран, Дж. Риттер [97]; А. Брав, П. Гомперс [56; 57]; П. Гомперс, Дж. Лернер [82]	Многие исследования фиксируют более слабую долгосрочную доходность IPO по сравнению с рыночными ориентирами, однако результаты зависят от периода анализа, контрольной группы, размера компаний, отношения балансовой и рыночной стоимости и метода расчета доходности	Показывает, что снижение доходности после IPO нельзя объяснять только фактом размещения. Необходимо учитывать методику анализа и характеристики эмитента

Продолжение таблицы 1.1

1	2	3	4
Межстрановые различия и особенности формирующихся рынков	Х. Чун, С. Смит [128]; Дж.-Б. Ким, И. Крински, Дж. Ли [94]; Н. Ахмад-Залуки, К. Кэмпбелл, А. Гудакр [42]; Ф. Моширян и др. [107]	Эффект слабой долгосрочной доходности не является универсальным для всех стран. На отдельных азиатских рынках IPO демонстрировали более высокую доходность, тогда как на формирующихся рынках аномалии могут проявляться сильнее из-за институциональных и регуляторных особенностей	Обосновывает необходимость анализа IPO не только на развитых рынках, но и на формирующихся, включая российский рынок
Роль институциональных инвесторов и распределения акций	Р. Аггарвал, Н. Прабхала, М. Пури [41]; исследования распределения акций между группами инвесторов [96]	Институциональные инвесторы часто получают значительную долю акций при IPO, поскольку обладают большей аналитической базой и могут передавать андеррайтеру информацию о спросе. Их участие может выступать сигналом качества размещения	Позволяет учитывать структуру спроса и состав инвесторов как фактор ценообразования и последующей динамики акций
Раскрытие информации, прозрачность и лок-ап как сигнальные механизмы	И. Хуан, М. Ли, К. Чен [89]; Р. Кокс, П. де Гозй [64]; исследования лок-ап периодов [46; 54; 56; 73; 134]	Более высокая прозрачность рынка и качественное раскрытие информации снижают информационную асимметрию. Лок-ап периоды ограничивают продажу акций инсайдерами и могут служить сигналом для инвесторов, их завершение способно усиливать волатильность	Показывает, что пост-IPO динамика зависит не только от цены размещения, но и от качества информации, поведения инсайдеров и ожиданий инвесторов
Качество финансовой отчетности и риск искажения информации	А. Нваобиа и др. [111]; А. Флеминг и др. [75]; Р. Дэвидсон [65]	Инвесторы оценивают эмитента на основе финансовой отчетности, поэтому ее качество напрямую влияет на восприятие компании. Аномалии в отчетности или недобросовестное поведение инсайдеров могут усиливать информационную асимметрию и приводить к переоценке компании на IPO	Формирует основу для дальнейшего анализа связи между информационной асимметрией, возможными манипуляциями и снижением доходности акций после IPO

Источник: составлено автором.

Таким образом, в рамках первой главы диссертационного исследования проведен анализ теоретических и эмпирических исследований, посвящённых функционированию рынков первичных публичных размещений, что позволяет сделать вывод о том, что рынки IPO находятся в процессе постоянного развития и трансформации, сопровождающейся изменением характера динамики пост-IPO доходности и факторов информационной асимметрии.

Современные исследования показывают, что динамика доходности

акций после размещения не может быть объяснена исключительно рыночной конъюнктурой или используемыми методами оценки, а во многом определяется особенностями институциональной среды, качеством раскрытия информации и уровнем информационной асимметрии между эмитентами и инвесторами. В этих условиях возрастает необходимость выявления и систематизации устойчивых закономерностей динамики пост-IPO доходности, что имеет принципиальное значение для формирования обоснованных инвестиционных стратегий на рынках IPO.

Особую роль в данном контексте играет анализ информационной асимметрии и возможных искажений финансовой информации эмитентов, поскольку, именно они могут выступать одним из ключевых факторов снижения доходности акций после IPO и формирования наблюдаемых аномалий. Сделанные выводы обосновывают актуальность дальнейшего эмпирического исследования, направленного на выявление закономерностей пост-IPO доходности и роли информационных факторов на развитых, формирующихся и российском рынках IPO.

Глава 2

Анализ пост-IPO динамики и доходности акций на развитых и формирующихся рынках

2.1 Анализ рыночных портфелей IPO в разрезе развитых и формирующихся рынков

Активность IPO существенно варьируется на разных рынках, что влияет и на процесс размещения, и на последующую динамику акций компаний. Это происходит в связи с различными особенностями институциональной и макроэкономической среды, значительно может отличаться уровень прозрачности, защиты инвесторов и вовлечённости институционального капитала, что влияет как на количественные характеристики IPO, так и на их доходность [53].

В данном разделе будет проводиться изучение активности IPO и сопоставительный анализ динамики акций компаний, которые выходили на рынок за последние 10 лет. В особенности важно рассмотреть доходности акций после размещений как в целом, так и в различные периоды выхода компаний на рынки, выявить устойчивые закономерности и особенности стратегий инвесторов.

«Изучение и сравнение динамики доходности акций после первичных публичных предложений на развитых и развивающихся рынках представляет научный и практический интерес, потому что данный анализ позволяет выявить особенности поведения инвесторов, общие тенденции пост-IPO доходности, а также наличие аномалий в ее уровне. Полученные результаты могут быть использованы при формировании инвестиционных стратегий, связанных с выбором рынка и отбором компаний в период IPO» [32].

Данный анализ опирается на статистические данные по первичным публичным предложениям, включает в себя группировку рынков, построение графиков и моделей, связанных с доходностью ценных бумаг. Основой всего

является анализ портфелей акций, собранных только из тех компаний, которые проводили IPO, изучение пост-IPO динамики их доходности в разные временные периоды и создание портфелей разной срочности. Это позволит не только выявить группы рынков с общими характеристиками, но и сформулировать обоснованные выводы относительно факторов, влияющих на пост-IPO доходность акций на рынках с разным уровнем развития и национальной принадлежности.

«Несмотря на выявленные тенденции первичных публичных предложений на разных рынках, которые отражают особенности IPO, для инвесторов и самих эмитентов ключевым аспектом оценки рынка являются тренды в краткосрочной и долгосрочной доходности акций после размещения. В связи с этим была предпринята попытка проанализировать кумулятивные доходности акций после листинга на развитых и формирующихся рынках за последние 10 лет.

Для данного анализа было принято решение сформировать и изучить кумулятивный портфель IPO, в который включались только те акции, которые выходили на рынок за последние 10 лет на каждом отдельно взятом рынке. В выборку включаются компании, у которых состоялось первичное публичное размещение в период 2015-2025 гг.» [32].

«Для проведения эмпирического анализа динамики доходности IPO использовалась база данных Bloomberg Terminal, которая обеспечивает доступ к детальной информации по публичным размещениям акций на глобальных рынках. С использованием поисковых модулей IPO <GO> и FLDS были собраны сведения по всем IPO, проведённым в период с 2015 по 2025 год включительно. В формировании выборки основными критериями по типу размещения были первичные предложения, исключая вторичные размещения (SPO). Также важным было наличие международного идентификатора (тикера), рыночных цен на момент листинга и в последующие периоды, а также размещение на регулируемой бирже. В таблице А.2 представлен пример формирования выборки.

Дополнительно была получена информация о динамике цен акций после размещения, включая корректировки на корпоративные события (сплиты, дивидендные выплаты), что позволило произвести расчёт кумулятивной доходности без искажений. Цены были приведены к единому формату и выгружались с регулярным временным интервалом в один месяц.

Из выборки были исключены компании, по которым отсутствовали сведения о доходности. Несмотря на то что данные были взяты с корректировкой на возможные сплиты, чтобы избежать искажения результатов, было принято решение рассматривать акции со сверхвысокой доходностью или с доходностью, превышающей 100%, как выбросы и исключать из анализа для сохранения устойчивости модели» [32].

Доходность акций рассчитывалась стандартной формулой (2.1) с учетом корректировок на дивидендные выплаты и сплиты

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,0}}{P_{i,0}}, \quad (2.1)$$

где $R_{i,t}$ – доходность акции i на момент времени t ;

$P_{i,0}$ – цена размещения акции при IPO;

$P_{i,t}$ – цена на момент t , приведённая с учётом всех корпоративных событий.

Для исключения смещения в пользу крупных эмитентов, в рамках анализа используется равномерное распределение весов (W_i) (2.2)

$$W_i = \frac{1}{N_t}, \quad (2.2)$$

где N_t – число IPO, включённых в портфель в год t .

Это означает, что каждый эмитент оказывает одинаковое влияние на

итоговую доходность портфеля вне зависимости от размера привлечённого капитала или рыночной капитализации.

Доходность равновзвешенного IPO-портфеля (2.3) в каждом периоде определялась как средняя доходность всех компаний, входящих в портфель на соответствующую дату

$$R_t^p = \sum_{i=1}^{N_t} w_{i,t} R_{i,t} = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} R_{i,t}, \quad (2.3)$$

где R_t^p – доходность равновзвешенного IPO-портфеля в период t ;
 $R_{i,t}$ – доходность акции i в период t ;
 N_t – число IPO-компаний в портфеле.

Накопленная стоимость портфеля рассчитывалась последовательным умножением доходностей за отдельные периоды. Для сопоставимости динамика портфеля нормировалась к единице на начальную дату (2.4)

$$V_t = V_{t-1}(1 + R_t^p), \quad V_0 = 1, \quad (2.4)$$

где V_t – накопленная стоимость IPO-портфеля на момент t ;
 V_{t-1} – стоимость портфеля в предыдущем периоде;
 R_t^p – доходность портфеля в период t .

«Таким образом, в портфели по каждому рынку включались только компании, вышедшие на рынок. Динамика портфеля считалась ежемесячно, так как были взяты ежемесячные котировки компаний. Каждый месяц при появлении на рынке новой компании, она включалась в портфель, и все веса пересчитывались, чтобы распределение осталось равномерным. Все данные были взяты с корректировками на сплиты и аномальные доходности отдельно взятых компаний. Доходность самого портфеля рассчитывалась на основе

среднего равновзвешенного изменения цен всех акций IPO в портфеле. Кумулятивная доходность представляла собой накопленный рост (падение) стоимости портфеля с течением времени. Соответственно, если подавляющее большинство акций компаний, вышедших на рынок, продолжили расти, то кумулятивная доходность будет увеличиваться, и наоборот, что и дает понимание о развитии или снижении доходности портфеля того или иного рынка.

Данный анализ и построение графиков проводились по тем рынкам, где за 10 лет вышло более 30 компаний. В расчет не брались площадки, где произошли единичные размещения за данный период. Таким образом, выборка составила 27 рынков, где возможно было рассчитать данные доходности и где присутствовало достаточное количество размещений для выявления трендов» [32]. Данные рынки представлены в таблице 2.1.

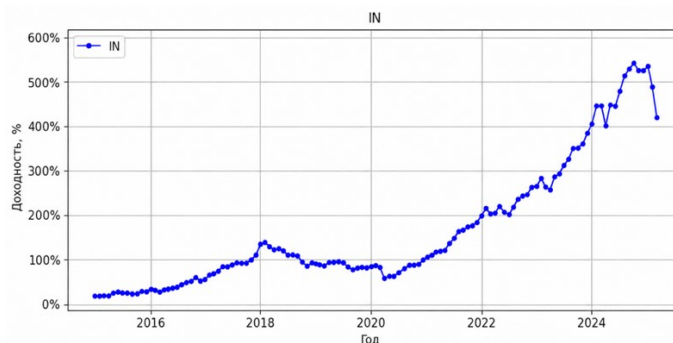
Таблица 2.1 - Анализируемые рынки и их аббревиатуры

Аббревиатура	Название рынка	Тип рынка
AU	Австралия	Развитые рынки
NO	Норвегия	
FN	Финляндия	
HK	Гонконг	
LN	Великобритания (Лондон)	
SS	Швеция	
IM	Италия	
CN	Канада	
FP	Франция	
SW	Швейцария	
SM	Испания	
DC	Дания	
KS	Южная Корея	
US	США	Формирующиеся рынки
RU	Россия	
CH	Китай	
IJ	Индонезия	
TI	Турция	
VN	Вьетнам	
TT	Тайвань	
MK	Малайзия	
PM	Филиппины	
BD	Бангладеш	
GR	Греция	
TB	Таиланд	
PW	Польша	
IN	Индия	

Источник: составлено автором по классификации FTSE Russell [76].

Ниже представлен рисунок 2.1 - пример графика кумулятивной

доходности портфеля из акций IPO на активно развивающемся рынке Индии.



Источник: составлено автором по данным из Bloomberg 2025.

Рисунок 2.1- Кумулятивная доходность портфеля акций IPO на рынке Индии за 2015-2025 гг., в процентах

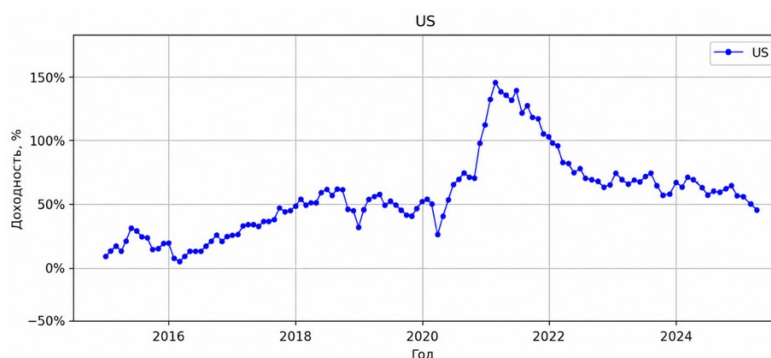
«На приведенном графике горизонтальная ось отражает временной период с 2015 по 2025 год. Вертикальная ось показывает кумулятивную доходность - накопленное изменение стоимости портфеля, состоящего из акций IPO, относительно его первоначального уровня, в процентах. Синяя линия - динамика кумулятивной доходности по месяцам» [32].

Из данного графика можно сделать вывод, что за первые пять лет анализа доходность такого портфеля для инвестора была достаточно стабильной и превысила первоначальное значение в 1,5-2 раза. Затем наблюдалось ускорение роста, отражающее улучшение макроэкономических показателей и растущий интерес к технологическому сектору. В пандемийный год был небольшой краткосрочный спад, который сменился экспоненциальным ростом. Доходность портфеля, состоящего из компаний, которые выходили на рынок, стремительно увеличивалась. Такой рост на данном рынке может быть связан с тем, что появился устойчивый внутренний спрос, был проведен ряд институциональных реформ, а также сместились интересы инвесторов в сторону формирующихся рынков.

Данный анализ был проведен по всем рынкам, указанным в таблице 2.1. После построения кумулятивной доходности на рынках были выявлены основные тренды, которые характеризуют 6 основных групп рынков.

К первой группе можно отнести рынки, где наблюдался стабильный рост доходности портфелей акций компаний, прошедших первичное

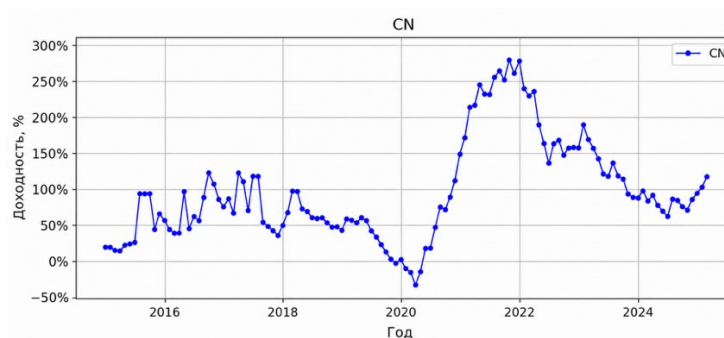
размещение, перешедший в фазу быстрого роста и достигший своего пика в основном в 2021 году, однако после 2021 года произошел спад (за 10 лет). Данная группа рынков по типу динамики доходностей обозначена «Пик → Падение». К этой группе относятся только развитые рынки, такие как США, Норвегия, Финляндия, Швеция, Южная Корея и Дания. На рисунке 2.2 изображен пример динамики пост-IPO доходности такого типа рынка (США).



Источник: составлено автором по данным из Bloomberg 2025.

Рисунок 2.2- Кумулятивная доходность портфеля акций IPO на рынке США за 2015-2025 гг., в процентах

Ко второй группе можно отнести такие рынки, на которых наблюдался подъем с дальнейшей стабилизацией доходности и переходом в фазу плато (возможно, после небольшого спада). Фаза плато в контексте анализа кумулятивной доходности - это период, когда после выраженного подъёма (в первые месяцы или годы, как в нашем случае) наблюдается стабилизация [48]. В данный период доходность может переставать расти (или растет очень медленно), график выравнивается. Также после подъёма повышалась волатильность на данных рынках, которая приводила к небольшим колебаниям, но без четкого тренда вверх или вниз. Эта группа была обозначена как «Рост → Плато с повышенной волатильностью». К данным типам рынков относятся также только развитые страны из анализируемой выборки: Канада, Великобритания, Швейцария, Испания, Италия. На рисунке 2.3 отображен тренд на одном из таких рынков (Канада).



Источник: составлено автором по данным из Bloomberg 2025.

Рисунок 2.3- Кумулятивная доходность портфеля акций IPO на рынке Канады за 2015-2025 гг., в процентах

На развитых рынках к процессу IPO все чаще выходят компании на довольно поздних стадиях развития, с уже ограниченным потенциалом к стремительному росту. Поэтому к данной группе были отнесены рынки с ростом в первые 2-5 лет и дальнейшей стабилизацией или снижением доходности. Ранний рост мог быть связан с тем, что накопившиеся IPO в выборке имели хороший положительный тренд, а новые компании после бума могли не давать такого эффекта, при этом ранее вышедшие на рынок уже могли иметь снижение темпов роста доходности в связи с изменениями трендов на фондовом рынке. Таким образом, происходила стагнация совокупной доходности, но не было спада. Прежние удачные IPO могли поддерживать доходность портфеля, а большинство из новых иметь слабый или отрицательный рост.

Итак, фаза плато на графике кумулятивной доходности, появляющаяся на развитых рынках в последние 5 лет, свидетельствует о том, что, несмотря на сохраняющийся высокий уровень активности, рост доходности от новых первичных публичных предложений снижается. В особенности стоит отметить данный сценарий именно на развитых рынках, где существуют уже зрелые регуляторные нормы, образующие в совокупности эффективное, прозрачное и справедливое ценообразование, которое исключает сильную недооценку в период размещения и, следовательно, резкий рост акций.

К третьей группе были отнесены рынки с падением доходности или с отсутствием роста на протяжении заданного периода - «Падение или

стагнация». Основываясь на полученных данных, в эту группу вошли Австралия, Гонконг и Франция. На рисунке 2.4 представлен пример графика из этой группы (Франция).



Источник: составлено автором по данным из Bloomberg 2025.

Рисунок 2.4 - Кумулятивная доходность портфеля акций IPO на рынке Франции за 2015-2025 гг., в процентах

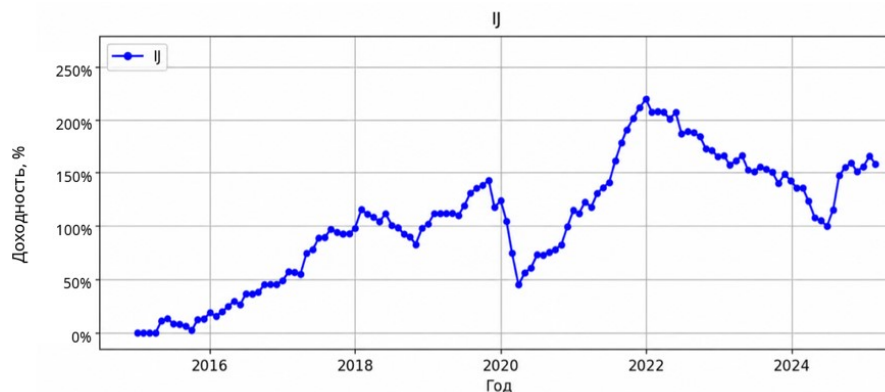
Несмотря на различия в уровнях экономического развития, данные рынки демонстрируют схожие типы динамики - стагнацию и снижение кумулятивной доходности IPO в течение анализируемого периода.

Так, например, в Австралии, несмотря на то что это развитый рынок, сложилась неблагоприятная ситуация для эмитентов, связанная с ограниченным интересом к IPO со стороны институциональных инвесторов. Предпочтение отдаётся голубым фишкам и крупным, надежным компаниям, входящим в местный индекс ASX200, что ограничивает доступ капитала к развивающимся компаниям и уменьшает интерес к первичным размещениям [130].

Итак, данная группа не подойдет инвесторам, желающим инвестировать на долгий срок в акции эмитентов, однако возможно заработать при краткосрочных вложениях в такой вид активов, что следует изучить более детально (анализ проводится дальше).

Следующие две группы состоят только из формирующихся небольших рынков. Они характеризуются повышенной волатильностью, но в одной из них наблюдается стабильный рост с коррекциями - «Рост с коррекциями и высокая волатильность», а во второй нет четкого тренда доходности и высокая волатильность - «Доходность без четкого тренда с высокой волатильностью».

В первую группу входят такие страны, как Индонезия, Турция и Малайзия, а во вторую: Россия, Таиланд, Греция, Филиппины и Польша. На рисунках 2.5 (рост с коррекциями, высокая волатильность) и 2.6 (доходность без четкого тренда с высокой волатильностью) представлены примеры таких рынков.



Источник: составлено автором по данным из Bloomberg 2025.

Рисунок 2.5 - Кумулятивная доходность портфеля акций IPO на рынке Индонезии за 2015-2025 гг., в процентах

Как видно из графика, доходность портфеля, состоящего из IPO компаний за 10 лет, показывает стабильный рост со спадами в кризисные макроэкономические периоды. На протяжении десятилетия общий тренд остаётся положительным: кривая доходности выросла практически в 2,5 раза. Это указывает на высокий интерес к первичным размещениям и долгосрочную стратегию компаний при одновременной нестабильности и высокой чувствительности к внешним факторам.

Так, например, рынки, входящие в группу роста с коррекциями и высокой волатильностью (Индонезия, Турция и Малайзия), подвержены и чувствительны к валютным шокам. Многие исследования указывают на то, что, например, политическая нестабильность в Турции и частые структурные сдвиги приводят к обесценению лиры, что, в свою очередь, негативно сказывается на фондовых рынках [85]. Исследования показывают, что индонезийский рынок акций демонстрирует высокую волатильность в ответ на макроэкономические события, включая колебания валютного курса [110]. Таким образом, данные рынки могут быть интересны для инвесторов, но требуют более глубокой предварительной аналитики и понимания поведения

во время шоковых ситуаций.

На рисунке 2.6 представлен пример динамики пост-IPO доходности акций эмитентов из группы «Доходность без четкого тренда с высокой волатильностью».



Источник: составлено автором по данным из Bloomberg 2025.

Рисунок 2.6 - Кумулятивная доходность портфеля акций IPO на рынке Таиланда за 2015-2025 гг., в процентах

Итак, основной чертой рынков, входящих в группу волатильности без четкого тренда, является отсутствие долгосрочного тренда доходности и повышенная волатильность. Доходность портфеля IPO на этих рынках демонстрирует значительные колебания, но в целом остается вблизи исходного уровня, не показывая устойчивого роста или снижения. Рынки также подвержены внешним шокам, влиянию политических событий, что приводит к колебаниям в настроениях и, как следствие, к волатильности доходности. Так, например, исследования показывают, что более 45 процентов колебаний на тайландском фондовом рынке могут быть объяснены геополитическими событиями, что, безусловно, влияет и на акции компаний, выходящих на IPO [45].

На Филиппинах, несмотря на демонстрацию устойчивости фондового рынка, страна сильно зависит от торговли и экспорта, поэтому при изменениях цен на внешних рынках, многие отрасли реагируют соответственно [49]. В Греции прошлые политические и экономические кризисы привели к высокой волатильности на рынке IPO, а также к ограниченному числу размещений [101].

К последней группе относятся рынки, которые демонстрировали устойчивый или даже экспоненциальный рост доходности портфеля акций

ИРО, например, индийский рынок- рисунок 2.1, описанный ранее и рисунок 2.7 ниже. Это означает, что большинство акций компаний, которые провели публичное размещение, демонстрируют положительную долгосрочную доходность, а не только краткосрочные всплески. Рост акций таких компаний длится несколько лет, минуя фазы стагнации и коррекции, а новые компании добавляют положительного эффекта без снижения доходности. Такого рода рынки находятся в фазе роста, расширения и положительной трансформации, привлекая и пользуясь доверием и интересом со стороны инвесторов.

К данной группе - «Устойчивый рост», отнеслись только формирующиеся рынки, а именно: Китай, Индия, Вьетнам и Тайвань.



Источник: составлено автором по данным из Bloomberg 2025.

Рисунок 2.7 - Кумулятивная доходность портфеля акций IPO на рынке Тайваня за 2015-2025 гг., в процентах

Итак, как видно из приведенных выше графиков, наблюдается устойчивый рост кумулятивной доходности портфеля из акций компаний, вышедших на рынок за последние 10 лет. Причем если на тайваньском и вьетнамских рынках рост стабильный и портфель вырос примерно в 3 раза, то в Индии, особенно за последние 5 лет, рост оказался экспоненциальным и увеличил стоимость портфеля в 5 раз, что представлено на рисунке 2.1. В Индии данный тренд объясняется тем, что государство оказало большую поддержку эмитентам, провело либерализацию правил, упростив процедуры выхода на рынок, цифровизацию данных процессов и повышало рост доверия к рынку капитала в целом, используя для этого ряд маркетинговых и образовательных программ [92].

Одной из ключевых причин роста рынка IPO в Индии в последние годы является сдвиг в структуре эмитентов в сторону технологических компаний,

малых и средних предприятий. После 2020 г. на этом рынке увеличилось число размещений компаний из таких секторов, как здравоохранение, машиностроение, химическая промышленность, IT и потребительские товары. Отдельные эмитенты, включая Gland Pharma, Happiest Minds Technologies и Route Mobile, продемонстрировали рост стоимости акций более чем на 100% в первый год после выхода на рынок. Такая же логика характерна и для отдельных рынков Юго-Восточной Азии, в частности Вьетнама, где экономический рост и расширение корпоративного сектора формируют предпосылки для дальнейшего развития рынка IPO [133].

Однако, несмотря на это, на данный момент на индийском рынке IPO все еще сохраняется низкий уровень капитализации, примерно 300-400 млрд долл. США, а когда рынок небольшой, каждое успешное размещение (с ростом акций в несколько раз) весомо повлияет на весь портфель и его кумулятивную доходность. Хотя модель построена так, чтобы исключить вероятность выбросов (ограничение по доходности максимум 100%), для небольшого рынка даже рост в два раза может иметь значительный результат. Поэтому необходимо также изучить портфели с различными горизонтами удержания (3, 6, 9, 12 месяцев), чтобы выявить, что именно способствовало росту доходности. Ниже представлена таблица 2.2, в которой рынки разделены на группы с учетом выделенных авторских критериев.

Таблица 2.2 - Группы рынков IPO по типу динамики доходности с учетом уровня их развития (развитые и формирующиеся)

Тип рынка	Группа	Перечень рынков
1	2	3
Формирующийся (крупный)	Устойчивый рост	Китай
		Индия
		Тайвань
		Вьетнам
Формирующийся (малый)	Доходность без четкого тренда с высокой волатильностью	Россия
		Филиппины
		Греция
		Тайланд
		Польша
		Бангладеш
	Рост с коррекциями, Высокая волатильность	Индонезия
		Турция
		Малайзия

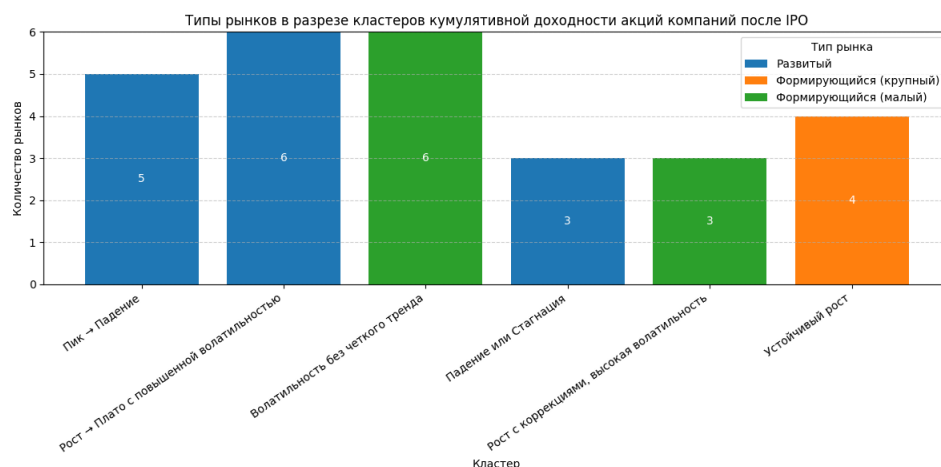
Продолжение таблицы 2.2

1	2	3
Развитый	Рост → Плато с повышенной волатильностью	Великобритания (Лондон)
		Италия
		Канада
		Швейцария
		Испания
	Пик → Падение	Норвегия
		Финляндия
		Швеция
		Южная Корея
		Дания
		США
	Падение или Стагнация	Австралия
		Гонконг
		Франция

Источник: составлено автором.

Представленная таблица систематизирует фондовые рынки по уровню их развития и группам в зависимости от типа динамики пост-IPO доходности акций при помощи построения рыночного портфеля, состоящего из акций компаний, которые проводили первичные размещения предложения за последние 10 лет на данных рынках.

Для более детального анализа распределения рынков внутри каждой группы по типу развития (развитые, формирующиеся крупные и малые) была дополнительно построена обобщающая диаграмма. Рисунок 2.8 дает возможность оценить соотношение типов рынков в рамках каждой группы и понять к какому типу за последние 10 лет была более свойственна та или иная динамика.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.8 - Группы рынков по типу динамики кумулятивной доходности акций компаний после IPO за 2015-2025 гг. с учетом уровня развития рынка (развитые и формирующиеся)

Итак, проведенный анализ кумулятивной доходности портфелей IPO позволил выявить общие тенденции в динамике акций компаний после выхода на рынок, включая фазы роста, коррекций, периодов повышенной волатильности, стабилизации или падения. Однако, как правило, анализ доходности IPO портфелей не ограничивается абсолютными показателями, а сравнивается с рыночными бенчмарками. Так, в литературе при анализе пост-IPO доходности производится сравнение с рыночными индексами или скорректированными инвестиционными портфелями [121]. Многие авторы подчеркивали, что наблюдаемая долгосрочная динамика акций после IPO может быть обусловлена фазами рыночного цикла, что делает использование бенчмарков для сравнения полезным для корректной интерпретации полученных результатов.

В данной работе анализ кумулятивной доходности IPO-портфелей дополняется сравнением с рыночными индексами, построенными по схожей методологии с равновзвешенным распределением весов, такими как, например, S&P 500 Equal Weight Index в США, MCSI Equal Weighted Indexes (включающий в себя развитые рынки и использовавшийся для тех, где нет схожего национального бенчмарка), MSCI Emerging Markets Equal Weighted Index для формирующихся рынков и индекс MOEX для российского рынка. Использование данных индексов позволяет учесть общее направление движения мировых рынков капитала и оценить доходность от инвестиций на национальных рынках IPO в контексте глобальных трендов.

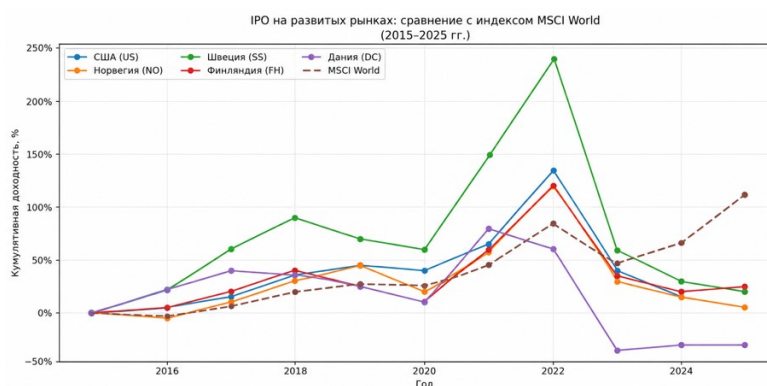
Ниже представлен рисунок 2.9, на котором отображено сравнение динамики кумулятивной доходности портфеля, состоящего из акций IPO на американском рынке, и индекса S&P 500 Equal Weight Index.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.9 - Сравнение кумулятивной доходности портфеля IPO в США и рыночного индекса S&P 500 Equal Weight Index за 2015-2025 гг., в процентах

Выявлено, что в первые 7 лет анализа доходность сформированного портфеля в США, состоящего из акций компаний, выходящих на рынок, превышает рыночную доходность бенчмарка и достигает практически +150%. Однако, после 2022 года наблюдается значительное изменение тренда и падение, в результате которого доходность портфеля оказывается ниже глобального бенчмарка. Рисунок 2.10 демонстрирует сравнение динамики построенных портфелей на развитых рынках с рыночным индексом:



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.10 - Сравнение кумулятивной доходности IPO на развитых рынках и глобального рыночного индекса MCSI Equal Weighted Indexes за 2015-2025 гг., в процентах

Основываясь на приведенном выше графике, аналогичная ситуация наблюдается и в других группах развитых рынков, что позволяет сделать вывод о структурном характере данного феномена. На развитых рынках можно наблюдать опережение индекса на горизонте от одного до шести, семи лет, однако в более длительной перспективе (10 лет) глобальные фондовые

индексы демонстрируют результаты лучше.

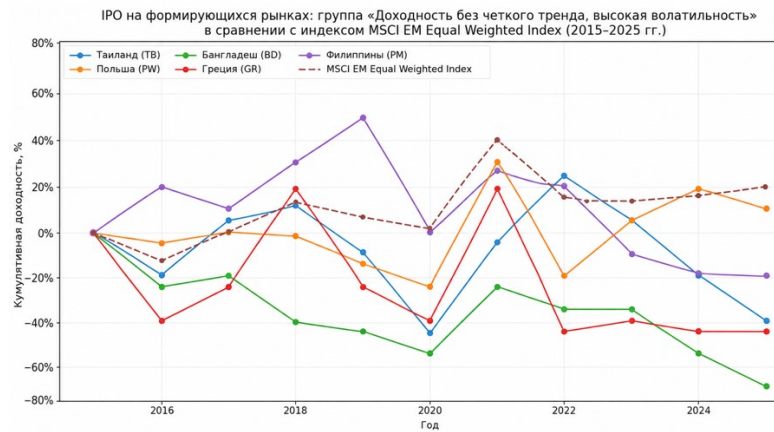
Анализ формирующихся рынков показывает, что относительная доходность IPO по отношению к рыночному бенчмарку зависит от принадлежности рынка к определённой группе. В группах, характеризующихся устойчивым ростом или ростом с последующими коррекциями, IPO-портфели демонстрируют опережающую доходность по сравнению с индексом MSCI Emerging Markets Equal Weighted Index, что указывает на более выраженный эффект недооценки и потенциал роста. Рисунок 2.11 демонстрирует сравнение кумулятивной доходности IPO на формирующихся рынках, группа «устойчивый рост» и глобального рыночного индекса MSCI Emerging Markets Equal Weighted Index.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.11 - Сравнение кумулятивной доходности IPO на формирующихся рынках, группа «устойчивый рост» и глобального рыночного индекса MSCI Emerging Markets Equal Weighted Index за 2015-2025 гг., в процентах

В то же время в группе рынков с высокой волатильностью и отсутствием устойчивого тренда доходности, которые изображены на рисунке 2.12 IPO-портфели систематически уступают рыночному индексу, что свидетельствует о повышенной уязвимости новых эмитентов в условиях нестабильной институциональной и макроэкономической среды в этой группе рынков.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.12 - Сравнение кумулятивной доходности IPO на формирующихся рынках, группа «доходность без четкого тренда с высокой волатильностью» и глобального рыночного индекса MSCI Emerging Markets Equal Weighted Index за 2015-2025 гг., в процентах

Итак, данный анализ дает нам возможность оценить структуру каждой группы, основанной на трендах изменения динамики доходности акций компаний, которые вышли на рынок за последние 10 лет. Так, можно оценить тенденции и сопоставить их с учетом степени развития и масштаба рынков, и из полученных результатов сделать ряд содержательных выводов.

Первая группа, где портфели показывали стремительный рост в первые 5-6 лет, но затем спад или боковой тренд, «Пик → Падение», представлена развитыми рынками - США, Норвегию, Финляндию, Швецию, Южную Корею, Данию.

В первые годы анализа наблюдался рост и фаза пика, которая может высокой активностью и доверием к этому сегменту рынка. Тогда развивался интерес к технологическим компаниям, была благоприятная монетарная среда на развитых рынках, низкие ставки повышали спрос на фондовом рынке и IPO. Компании выходили с хорошими финансовыми показателями и мультипликаторы, а инвесторы готовы были брать повешенные риски. После этого благоприятного периода наблюдалось снижение или коррекция доходности, возможно так называемый эффект возврата к среднему.

После пандемии ковид-19 в 2020 году, рынки долго восстанавливались, а инвесторы начали переоценивать фундаментальные показатели в новых

сложившиеся реалиях и возникла аномалия долгосрочной низкой доходности данного рынка, которая свидетельствует о начальной сильной переоценке компаний или об ожиданиях существенного ухудшения их финансового положения в результате влияния макроэкономического шока, пандемии. Вследствие того, что развитые рынки более эффективны, компании, которые не оправдывают ожиданий инвесторов, быстро теряют капитализацию. Развитое регулирование и профессионализм инвесторов опирается на фундаментальные показатели, и маркетинговый эффект не имеет существенного значения.

Развитые рынки, как правило, находятся на более зрелой стадии развития, что выражается в снижении интенсивности IPO по сравнению с предыдущими периодами, притом, что потенциал роста доходности уже был частично реализован ранее. Краткосрочные всплески не дают большого эффекта на долгосрочную кумулятивную доходность.

Вторая группа, «Рост → Плато с повышенной волатильностью», состоит исключительно из развитых рынков: Канада, Великобритания, Швейцария, Испания, Италия, - где кумулятивная доходность стабильно росла, постепенно перейдя в фазу плато, боковой диапазон с колебаниями и возрастающей волатильностью. Наблюдаемый рост, как и в первой группе обусловлен зрелостью рынков, соответствующими наборами механизмов и регулирования. Фаза плато может объясняться тем, что большинство компаний уже достаточно развиты и имеют стабильные цены, без падений и роста. Инвесторы на этих рынках имеют другие цели: стабильный доход от дивидендов без больших рисков.

Повышенная волатильность в данный период возникает в связи с тем, что инвесторы быстро реагируют на микро- и макроэкономические изменения, такие как изменения в процентных ставках, инфляция, рост ВВП, что особенно заметно в 2022-2024 гг. по колебаниям доходности из-за геополитических шоков.

Также подтверждается теория о том, что на развитых рынках после

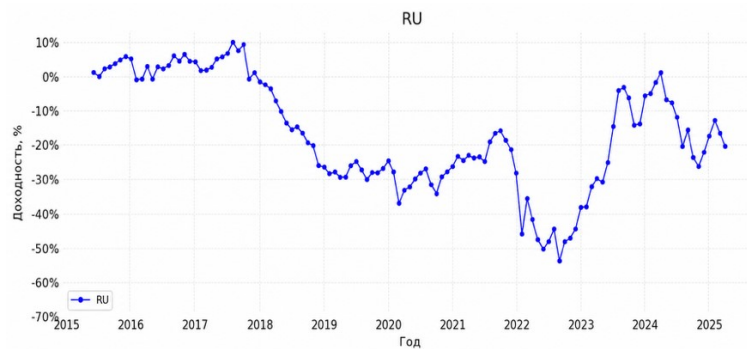
первичного размещения долгосрочно доходность сохраняется только за счет качественных эмитентов - компаний, обладающих устойчивыми фундаментальными показателями и высоким уровнем корпоративного управления и прозрачности. В данную группу попали только развитые рынки, потому что на формирующихся либо нет возможности достичь стабильности из-за структурных проблем, либо не создана необходимая инфраструктура и регуляторная среда. Стабильные периоды с ростом и умеренной волатильностью свидетельствуют о зрелости рынка, где система оценки рисков высокая и стабилен спрос инвесторов. Каждое IPO найдет своего вкладчика, но только при реально хороших и прозрачных показателях, а не за счет маркетинга и выбора оптимального времени для выхода на рынок. При этом рассчитывать на сверхдоходности на таких рынках от первичных публичных предложений тоже не стоит.

В группу «Доходность без четкого тренда с высокой волатильностью» вошли только формирующиеся малые рынки (Таиланд, Греция, Филиппины и Польша), в том числе и российский рынок. Характерной особенностью является отсутствие выраженной направленной тенденции на протяжении всего изучаемого периода (2015-2025 гг.). На этих рынках именно в разрезе кумулятивной доходности акций компаний, выходящих на IPO за 10 лет слабо выражены тренды к росту или падению, фазы чередуются, нет явной точки перегиба, не формируется устойчивое направление. Здесь достаточно высокая ежемесячная, внутригодовая и межгодовая волатильность, наблюдаются резкие скачки в доходности и быстрые спады, что может быть связано с низкой ликвидностью. Возможен ряд успешных крупных IPO, которые приводят к краткосрочному росту, за которыми следует коррекция.

Для всех этих рынков характерно слабое участие крупных институциональных инвесторов, что приводит к фрагментарности спроса. Также здесь затруднительно прогнозирование, поскольку рынки движутся с собственной динамикой, асинхронно с глобальными трендами.

Однако, российский рынок продемонстрировал особенности динамики

доходности среди рынков этой группы, где в остальных случаях тренд полностью хаотичен. Спад в первые годы был связан с небольшой активностью на рынке IPO в целом, более того, во время ковида и политической нестабильности в 2022 году фондовый рынок в целом сильно снижался. Несмотря на это, в последние годы наблюдается резкий рост в кумулятивной доходности, что продемонстрировано на рисунке 2.13.



Источник: составлено автором по данным Финам 2025.

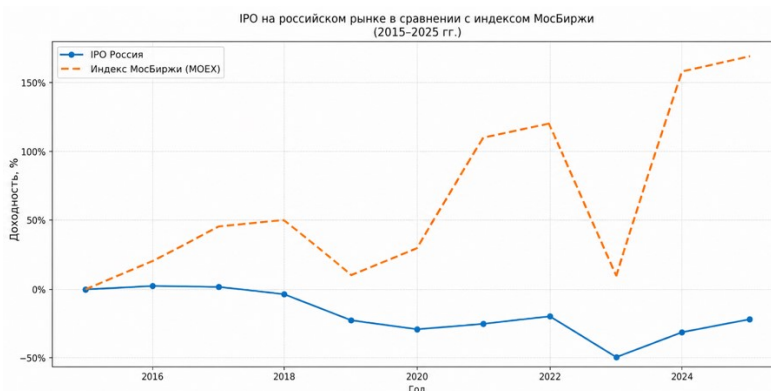
Рисунок 2.13 - Кумулятивная доходность портфеля акций IPO на Российском рынке за 2015-2025 гг., в процентах

Из этого можно сделать следующий вывод: после резкого спада в 2022 году, вызванного геополитическими проблемами, рынок преодолел это и переориентировался на внутренних инвесторов. Эмитенты же в свою очередь больше стали уделять внимания прозрачности и секторам с высоким спросом, что могло сделать их более привлекательными. В 2023-2024 гг. восстановление активности происходило преимущественно за счет внутренних инвесторов и эмитентов, которые ориентированы на российский рынок. По данным Банка России, 2024 год стал рекордным за последние десять лет по количеству публичных размещений. На рынке прошло 15 IPO, при этом объем привлеченных средств превысил 102 млрд руб. Рост интереса внутренних инвесторов к данному процессу был связан не только с восстановлением активности на рынке, но и с развитием цифровых каналов брокерского обслуживания, таких как мобильные приложения и торговые терминалы, через которые частные инвесторы получают доступ к различным инструментам фондового рынка. Дополнительным фактором выступило расширение базы частных инвесторов. По данным Московской биржи, в 2024

году число физических лиц, которые имели брокерские счета, достигло более 35 миллионов, а сделки на фондовом рынке в течение года совершали более 10 миллионов человек [13].

Данный тренд говорит о том, что система внутреннего финансирования стала гибкой и адаптивной, и это положительный сигнал для эмитентов и местных инвесторов. При сохранении данных тенденций - развитии институциональной среды и инфраструктуры - российский рынок может сместиться в группу с более устойчивым ростом или в группу роста с коррекциями.

Ниже представлен рисунок 2.14 сравнения IPO портфеля на российском рынке и динамики рыночного индекса:



Источник: составлено автором по данным Финам 2025.

Рисунок 2.14 - Сравнение кумулятивной доходности рыночного портфеля IPO на российском рынке (группа «доходность без четкого тренда доходности, высокая волатильность») и рыночного индекса МОЕХ за 2015-2025 гг., в процентах

Динамика IPO на российском рынке характеризуется повышенной волатильностью и в целом более низкой кумулятивной доходностью по сравнению с индексом МосБиржи, что сближает его с группой формирующихся рынков без устойчивого тренда. При этом наблюдаемое отставание рынка IPO по уровню доходности не следует интерпретировать исключительно как структурную особенность фондового рынка России. Существенную роль в формировании динамики IPO сыграли внешние шоки и институциональные ограничения, включая ограниченный период функционирования публичных компаний, снижение инвестиционной активности в отдельные периоды и перераспределение капитала в пользу

более зрелых эмитентов. Вместе с тем в последние годы прослеживаются признаки восстановления интереса к первичным размещениям, что в сочетании с растущей ролью внутреннего инвестора, развитием инфраструктуры фондового рынка и потенциалом выхода компаний из новых секторов экономики создаёт предпосылки для повышения пост-ИРО доходности акций на российском рынке в среднесрочной перспективе.

Таким образом, выделение шести групп рынков ИРО по авторским критериям позволило показать, что пост-ИРО доходность определяется не только уровнем развития рынка, но и устойчивостью инвесторского спроса, качеством рыночной инфраструктуры и реакции на внешние шоки. Развитые рынки не всегда обеспечивают положительную динамику ИРО-портфелей, тогда как отдельные формирующиеся рынки демонстрируют более высокий потенциал роста, хотя часто при повышенной волатильности. Это подтверждает необходимость оценки ИРО-рынков не только по формальному признаку развитости, но и по типу динамики доходности, способности к восстановлению после коррекций и устойчивости интереса инвесторов к новым размещениям.

Также динамика доходности рыночных портфелей ИРО была сопоставлена с рыночными индексами. По развитым рынкам результаты частично сопоставимы с некоторыми исследованиями в профильной литературе, которые обнаружили пониженную долгосрочную доходность ИРО в сравнении с бенчмарками на долгосрочных интервалах, которые традиционно рассматривались в литературе [69; 121]. В то же время в данном исследовании горизонт был расширен до 10 лет, что позволило выявить более сложную и нелинейную динамику доходности рыночных портфелей ИРО. В отличие от большинства предшествующих работ, ограниченных пятилетним периодом наблюдений, полученные результаты показывают, что на интервале до 6-7 лет после ИРО в ряде развитых рынков (США, Норвегия, Южная Корея, Швеция) ИРО-портфели способны опережать глобальный рыночный индекс.

Однако по мере дальнейшего увеличения горизонта инвестирования наблюдается устойчивый разворот тенденции, при котором IPO-портфели начинают систематически уступать рынку в целом. Данный спад носит синхронный характер для большинства развитых рынков и сопровождается снижением относительной доходности IPO по сравнению с индексом. Возможным объяснением данного эффекта является структурное перераспределение инвестиционного интереса, при котором капитал постепенно смещается от зрелых рынков IPO в сторону альтернативных сегментов, которые включают формирующиеся рынки, обладающие более высоким потенциалом роста, а также появление альтернативных способов привлечения капитала.

Анализ формирующихся рынков показывает, что пост-IPO доходность акций носит выражено неоднородный характер и в значительной степени определяется типом рыночной динамики. В группах с устойчивым ростом и ростом с коррекциями IPO-портфели систематически опережают индекс MSCI Emerging Markets на длительном горизонте. Это свидетельствует о способности данных рынков трансформировать эффект первичной недооценки в долгосрочный рост капитализации. В то же время на рынках с высокой волатильностью и отсутствием чёткого тренда IPO уступают рыночному бенчмарку.

Таким образом, рынок IPO остаётся весьма неоднородным и не всегда следует общим тенденциям на глобальном и национальных финансовых рынках. Конечно, анализ показал, что доходность акций после IPO существенно зависит от степени развития финансового рынка, масштаба экономики и развития институциональной среды. Развитые рынки в большинстве своем схожи по динамике развития, но были и те, которые показали более низкие результаты по показателям доходности акций после первичных предложений по сравнению с рядом формирующихся рынков (Австралия, Франция, Гонконг).

Более того лучшие результаты были продемонстрированы на

формирующихся рынках (Китай, Индия, Тайвань, Вьетнам), где был стабильный и устойчивый рост портфеля. Результаты подчеркивают важность учета внутренних национальных факторов при оценке перспектив IPO. Однако данный анализ дает только общее понимание тенденций на рынках и для того, чтобы более глубоко изучить вопросы краткосрочных и долгосрочных трендов необходимо построение портфелей с разными временными диапазонами удержания акций после выхода на рынок, что будет более детально рассмотрено в следующем параграфе.

2.2 Классификация рынков IPO по доходности инвестиционных портфелей разной срочности

Для более полноценной оценки происходящего на различных рынках с акциями компаний после первичного публичного размещения, следует рассмотреть также доходности портфелей с различными стратегиями удержания. Анализ общей кумулятивной доходности демонстрирует происходящее на рынке в целом его развитие, однако это не дает понимания, что происходит в краткосрочном периоде с акциями компаний.

Так как для IPO характерны аномалии ценообразования, такие как краткосрочный рост цен и последующее снижение доходности на долгосрочном горизонте, анализ пост-IPO динамики должен проводиться с учётом различных периодов удержания акций в портфеле. Данный подход позволяет выявить, на каких временных промежутках формируются и проявляются основные эффекты, характерные для первичных размещений.

«Применение стратегии удержания по различным временным промежуткам, таким как 3 месяца, 6 месяцев, 9 месяцев, год и весь период, позволяет понять какой из этих горизонтов может быть наиболее прибыльным для инвесторов, а какие нести в себе повышенные риски. Кроме того, данный анализ может помочь выявить тенденции в финансовом поведении игроков на конкретном рынке и выявить тренды, которые могут быть драйверами общей

кумулятивной доходности на рынке IPO. Выбор именно этих временных горизонтов для анализа является не случайным, в них отражены особенности рынка первичных публичных предложений и манеры поведения участников.

Так, краткосрочный горизонт в 3 месяца после размещения показывает первоначальную фазу реакции рынка на IPO, когда очень активны краткосрочные спекуляции, присутствует эффект маркетинга, информационного ажиотажа, что может приводить к повышенному первоначальному спросу на акции новых эмитентов. Резкий рост или падение в данный период могут свидетельствовать о наличии изначальной недооценки или переоценки акций. Также можно понять, насколько быстро рынок корректирует первоначальное ценообразование

Горизонт в 6 месяцев является на данном рынке очень значимым, поскольку за этот период времени истекает стандартный лок-ап период, когда инсайдеры и ранние инвесторы могут начать продавать свои акции после лок-ап периода. После окончания данного периода нередко могут быть резкие скачки цен как вверх, так и вниз и повышаться волатильность. За данный период обычно у участников уже формируется определенное понимание и мнение о компании, появляется больше информации и цены начинают больше регулироваться рынком.

Горизонт в 9 месяцев является переходным этапом, когда рынок уже обработал информацию о компании, и цена начинает в большей степени зависеть от фундаментальных показателей. За данный промежуток времени появляется более устойчивый тренд динамики акций и становится понятно, сохраняется или прекращается переоценка бумаг.

Горизонт в 1 год считается важным инвестиционным горизонтом для определения среднесрочной доходности акций после размещения. Данный период дает понимание о том, как отражаются внутренние и внешние факторы, такие как показатели отчетности, макроэкономические события, на динамике акций после первоначального эффекта хайпа и новизны на рынке.

Совокупная кумулятивная доходность за весь длительный период (в

данном случае 10 лет), когда отсутствует стратегия выхода, может служить референсной линией и быть базой для сравнения с более активными подходами.

Такой анализ в дополнение к построенным моделям с кумулятивной динамикой за весь период помогает расширить исследование в области тенденций рынка первичных публичных предложений и получить новые результаты.

Общий график отражает рост или падение доходности портфеля в долгосрочной перспективе, его связь с макро тенденциями каждого рынка, а изучение динамики доходности с применением стратегий с различными сроками инвестирования может позволить понять за счет чего формируется общий тренд. Это дает представление о том, какое поведение инвесторов типично рынку и какие типы стратегий оказывают основное влияние на совокупный результат в различных временных горизонтах инвестирования» [31].

Так, если стратегия, подразумевающая инвестирование в акции, выходящие на рынок, только на первые месяцы (например, 3 месяца) дает результат лучше, чем более долгосрочные стратегии, это может говорить о том, что на рынке происходит высокая краткосрочная переоценка компаний с последующим снижением интереса к ней или активный спрос со стороны спекулятивных инвесторов, перетекающий в краткосрочный разгон цен. Если же ситуация обратная, когда при более длительных сроках удержания достигается больший эффект, это свидетельствует о первоначальной недооценке с постепенным восстановлением стоимости. Выявление и определение данных тенденций на разных рынках дает основание не только для новых теоретических выводов, но и будет полезным для выработки практических рекомендаций по выбору стратегии инвестирования в портфель IPO в зависимости от конкретного рынка и его наблюдаемых характеристик.

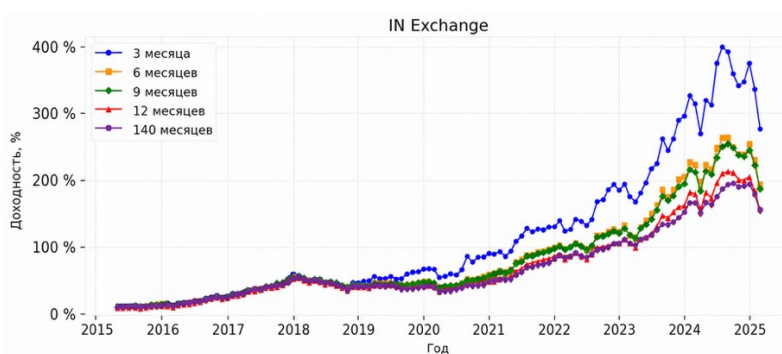
Итак, анализ доходности IPO на разных рынках с применением различных стратегий - это не просто техническое дополнение, но и важная

аналитика, которая поможет оценить зрелость рынков IPO, а также тенденции в динамике доходности и поведения инвесторов после публичного размещения.

«Таким образом, для оценки доходности предложенных выше стратегий на рынке IPO, были построены портфели, включающие в себя акции компаний, которые провели публичное предложение за последние 10 лет. Основной целью является выявление закономерностей и тенденций в зависимости от временного периода удержания акций после IPO: 3,6,9 месяцев, 1 год и весь период (10 лет). Каждый месяц в портфель включаются новые компании, которые выходят на рынок.

Веса так же, как и при анализе кумулятивной доходности распределяются равномерно, независимо от размера и капитализации, что позволяет нивелировать влияние крупных компаний и проследить за общей тенденцией цен акций после размещений. Расчеты осуществлялись на основе методологии из предыдущего раздела, но добавились временные горизонты удержания» [31].

На рисунке 2.15 представлен пример построенного по описанной методологии графика кумулятивной доходности на рынке Индии с разными периодами удержания акций после размещений.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.15 - Динамика кумулятивной доходности IPO в Индии при различных периодах удержания акций (3, 6, 9, 12 месяцев и «купи-и-держи»), 2015-2025 гг., в процентах

Синяя линия демонстрирует портфель, стратегия которого заключалась в покупке акций, выходящих на рынок, с последующей их продажей через 3 месяца. То есть каждая купленная акция держалась в портфеле не более 3-х

месяцев. Как видно из графика, данная стратегия продемонстрировала самую высокую доходность, особенно в 2022-2024 гг., когда доходность портфеля выросла практически в 10 раз. Такое поведение указывает на большой спекулятивный спрос на рынке, а также систематическую недооценку при размещении, вследствие чего акции стремительно растут в первые месяцы. Однако данная стратегия является наиболее волатильной, что указывает на неустойчивость ее результатов при инвестициях в отдельные акции.

«Желтая и зеленая линия показывают портфели с шести- и девятимесячными интервалами удержания. Как видно из графика, данные стратегии имеют практически идентичную динамику и демонстрируют умеренно высокую доходность, сохраняя при этом меньшую волатильность, чем в стратегии с 3-месячным интервалом удержания. Это объясняется тем, что эффект от первоначальной недооценки все еще сохраняется на рынке в эти периоды, но он начинает нивелироваться рынком, так как происходит постепенная переоценка компании в соответствии с ее реальными фундаментальными показателями.

Более долгосрочные стратегии, выражающиеся красной и фиолетовой линиями, то есть 12 месяцев удержания и весь период, хотя и демонстрируют устойчивый рост, приносят наименьшую доходность по сравнению с другими примененными стратегиями. Это говорит о том, что через какое-то время после размещения цены выравниваются со справедливой стоимостью (в соответствии с гипотезой эффективности рынка Ю.Фама), а IPO имеют первоначальную недооценку, которая в дальнейшем корректируется фундаментальными показателями» [31].

Таким образом, основываясь на данном анализе, можно сказать, что на индийском рынке ярко выражен эффект первоначальной недооценки, который особенно заметен в первые 3-6 месяцев. Стратегии с самым коротким временным интервалом дают самую высокую доходность, но также имеют повышенную волатильность. Хотя долгосрочные стратегии имели меньше прироста, они все же оставались прибыльными и менее волатильными.

Данный рынок является доходным, а значит, и перспективным для инвестирования как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Однако не везде тенденции таковы, и есть рынки, где стратегии имеют абсолютно разные результаты.

«С аналогичной динамикой и трендами, где наибольшая доходность достигается при краткосрочном удержании акций на горизонте в 3 месяца, было выявлено 5 формирующихся финансовых рынков: Китай, Индия, Турция, Малайзия, Индонезия. Объединило все данные рынки то, что наиболее доходной стратегией инвестирования оказалась стратегия с 3-месячным горизонтом удержания акций после IPO. Также на всех этих рынках общая кумулятивная доходность продемонстрировала рост, либо устойчивый, либо с коррекциями, поэтому было принято решение классифицировать данные рынки по типу динамики цен акций после IPO с учетом срочности стратегий в группу «Рынки с наиболее доходной стратегией краткосрочного инвестирования с умеренным долгосрочным ростом» [31].

Основными характеристиками данной группы является то, что стратегия с 3-месячным удержанием дает наибольшую доходность. Стратегии с более долгосрочным удержанием имеют более сглаженную динамику доходности, положительную, но ниже, чем в краткосрочной стратегии. Типичным поведением на такого рода рынках является быстрый и большой спрос инвесторов в моменте и сразу после IPO. Хотя краткосрочные стратегии показывали значительно более высокие результаты, долгосрочный тренд оставался положительным.

Таким образом, поведение на данных рынках указывает на присутствие недооценки, которая приводит к быстрому росту капитализации в первые месяцы после размещения. Данный эффект не может рассматриваться как благоприятный индикатор для рынка IPO, но, тем не менее, общая тенденция тоже положительная, так как в данную классификацию вошли только рынки, которые относятся к группам роста по кумулятивной доходности. Это говорит об инвестиционном потенциале при правильном и избирательном подходе к

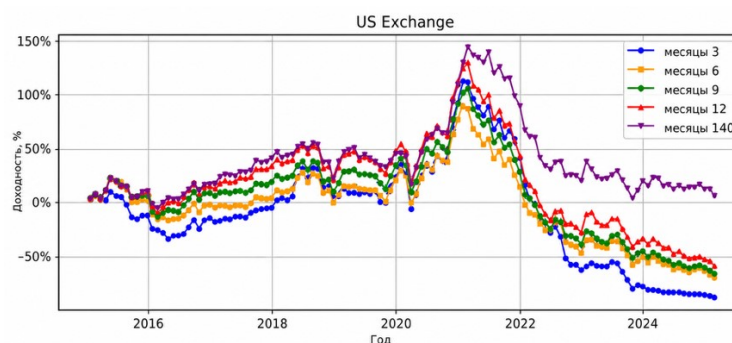
выбору инвестором компаний, проводящих IPO. Для более наглядного вида, данные были структурированы в таблице 2.3.

Таблица 2.3 - Рынки с преобладанием краткосрочных стратегий при положительной долгосрочной динамике IPO

Группа	Тип рынка	Наиболее доходная стратегия	Перечень рынков
Рост с коррекциями, Высокая волатильность	Формирующийся малый	Краткосрочная - 3 месяца	Турция
			Малайзия
			Индонезия
Устойчивый рост	Формирующийся крупный	Краткосрочная - 3 месяца	Китай
			Индия

Источник: составлено автором.

После анализа рынков, где краткосрочная стратегия имеет наибольшую доходность, была выявлена абсолютно противоположная группа рынков (США, Норвегия, Южная Корея, Дания, Финляндия, Швеция, Великобритания, Канада, Швейцария, Испания, Австралия, Франция, Гонконг), где самой прибыльной стратегией оказалась «купи-и-держи» на протяжении всего 10-летнего периода, а более краткосрочные стратегии проигрывали. На рисунке 2.16 представлен типичный график данного типа рынка (на примере США).



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.16 - Динамика кумулятивной доходности IPO в США при различных периодах удержания акций (3, 6, 9, 12 месяцев и «купи-и-держи»), 2015-2025 гг., в процентах

«Как видно из графика, основной чертой является более высокая доходность стратегии долгосрочного удержания над всеми остальными вариантами. Начиная с 2021 года краткосрочные стратегии, особенно 3-месячное удержание, ведут портфель в убыток. Так, после пандемии ковид в 2020 году заметно сильное изменение тенденций на данном рынке. Большинство IPO за последние 5 лет могло быть переоценено, что привело к

падению портфелей в краткосрочных инвестиционных горизонтах. Кумулятивная доходность за весь период имела меньший спад за счет компаний, которые оставались в портфеле с 2015 года, и которые нивелировали спады в доходности новых размещений.

Также на развитых рынках, таких как США, компании выходят на рынок с уже хорошо зарекомендованным бизнесом, и эффект от инвестиций достигается за счет долгосрочного роста. Так, эффект недооценки здесь слабее. При этом общий тренд IPO здесь также зависит от общего состояния на рынке, фазы спадов и роста совпадают с макроэкономическими событиями и денежно-кредитным регулированием» [31].

Данная группа была сформирована на основании того, что стратегия долгосрочного удержания («купи-и-держи») обеспечивала в итоге более высокую кумулятивную доходность на всех рынках по сравнению с остальными стратегиями несмотря на общий тренд, который мог быть как положительный, так и отрицательный. Этот анализ важен, поскольку он дает лучшее понимание о том, что происходит на рынках в определенные промежутки времени.

«В эту группу - «Рынки с наиболее доходной стратегией долгосрочного инвестирования» - вошли только развитые рынки, такие как США, Норвегия, Южная Корея, Дания, Финляндия, Швеция, Великобритания, Канада, Швейцария, Испания, Австралия, Франция, Гонконг. Это объясняется тем, что на развитых рынках компании выходят на IPO с уже зарекомендовавшим себя бизнесом и их задача - долгосрочный рост, а не кратковременный всплеск доходности в целях привлечения инвесторов. Поэтому эффект недооценки здесь выражен слабее. При этом общий тренд IPO здесь также зависит от общего состояния на рынке, фазы спадов и роста совпадают с макроэкономическими событиями и изменениями в денежно-кредитном регулировании» [31].

Компании оцениваются инвесторами в динамике, изучая отчетность, новую информацию, которая раскрывается на рынке, поведение компании

после IPO, а не только в первые недели, все это формирует накопление доходности в долгосрочной перспективе, а не только в самом начале. На этих рынках также преобладают консервативные размещения, а не стартапы и технологичные компании, как на формирующихся, то есть устойчивые зрелые компании, которые рассчитывают на долгосрочное развитие.

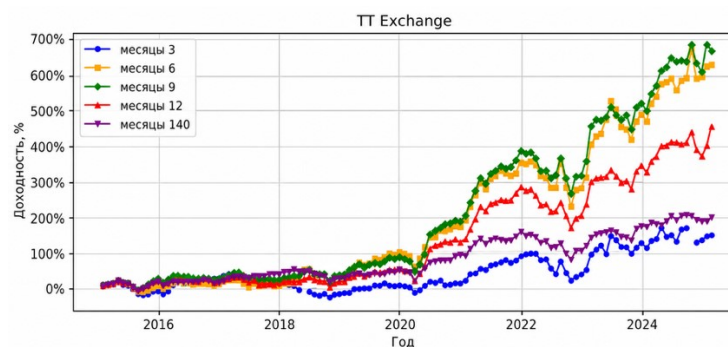
Систематизированное описание каждого рынка из этой классификации представлено ниже в таблице 2.4.

Таблица 2.4 - Классификация рынков с наиболее доходной стратегией долгосрочного инвестирования («купи-и-держи» 10 лет)

Группа	Тип рынка	Наиболее доходная стратегия	Перечень рынков
Пик → Падение	Развитый	Купи и держи (10 лет)	Сша
			Норвегия
			Южная Корея
			Дания
			Финляндия
			Швеция
			Лондон
Рост → Плато с повышенной волатильностью			Канада
			Швейцария
			Испания
Падение или стагнация			Австралия
			Франция
			Гонк-конг

Источник: составлено автором.

В следующий класс рынков с наиболее доходной стратегией среднесрочного удержания IPO вошли такие рынки, как: Финляндия, Тайвань и Малайзия. На рисунке 2.17 представлен график доходностей IPO-портфелей на рынке Тайваня.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.17 - Динамика кумулятивной доходности IPO на рынке Тайваня при различных периодах удержания акций (3, 6, 9, 12 месяцев и «купи-и-держи»), 2015-2025 гг., в процентах

На всех этих рынках наблюдается достаточно нестандартная динамика акций после IPO. Лучшие показатели демонстрируют стратегии с удержанием акций 9 и 12 месяцев. 3-месячная доходность имеет худший результат, стратегия «купи-и-держи» на протяжении всего периода отстает, а доходность инвестирования с интервалом в год находится между ними. Следовательно, акции имеют хороший рост после окончания периода лок-апа на данных рынках, однако спустя еще 3 месяца корректируются. Это крайне нетипично для рынка IPO, потому что как раз по окончании 6 месяцев заканчивается период лок-апа, который зачастую сопровождается спадом цен акций, связанным с их продажей инсайдерами особенно на формирующихся рынках. Однако в данном случае рост продолжается.

Это свидетельствует о том, что на этих рынках низкая аналитическая активность при размещениях и инвесторы реагируют с запозданием. Рынок переоценивает новые компании после 3-6 месяцев их появления на бирже, а рост ликвидности приходится на 2-ой и 3-ий кварталы после IPO.

Для наглядности результаты анализа по данным рынкам были систематизированы в таблице 2.5.

Таблица 2.5 - Классификация формирующихся рынков с наиболее доходной стратегией среднесрочного удержания (6-12 месяцев)

Группа	Тип рынка	Наиболее доходная стратегия	Перечень рынков
Устойчивый рост	Формирующийся крупный	Среднесрочная - 6-9 месяцев	Тайвань
Доходность без четкого тренда с высокой волатильностью	Формирующийся малый	Среднесрочная 9-12 месяцев	Таиланд
			Филиппины
			Россия
			Греция
			Бангладеш

Источник: составлено автором.

Детальный рисунок 2.18 демонстрирует динамику доходности пост-IPO портфелей на российском рынке, который также вошел в данную классификацию.



Источник: построено автором.

Рисунок 2.18 -Динамика кумулятивной доходности портфеля IPO на рынке России при различных периодах удержания акций (3, 6, 9, 12 месяцев и buy-and-hold 10 лет), 2015-2025 гг., в процентах

«Анализ графика приводит к следующим выводам:

- изменения в доходности происходили ступенчато, что связано с небольшим количеством IPO в 2018-2021 гг., а также с периодической активностью на рынке, когда в определенные месяцы выходило больше компаний на IPO;
- среднесрочные стратегии (9,12 мес.) наиболее доходны, однако кумулятивная доходность снижалась, что указывает на первоначальную недооценку компаний с последующим ростом на среднесрочном интервале, но снижением в долгосрочной перспективе;
- после 2019 г. наблюдается спад доходности по всем стратегиям, что связано с общим состоянием на рынке и геополитическими шоками. Вместе с тем в последние годы происходит постепенное восстановление первичного рынка, увеличение количества размещений и рост доходности, что может указывать на формирование нового позитивного тренда;
- в рассматриваемом периоде наибольшая доходность наблюдается при реализации среднесрочных стратегий удержания акций (9, 12 мес.), тогда как краткосрочные стратегии демонстрируют менее устойчивую динамику. Это свидетельствует о том, что рынок постепенно формирует более взвешенную оценку компаний после размещения, а основной рост стоимости акций происходит спустя некоторое время после IPO. Несмотря на среднесрочный рост, кумулятивная доходность в долгосрочном периоде падала, что указывает на негативную общую динамику цен акций компаний в долгосрочный пост-IPO

период» [31].

«Таким образом, был проведен комплексный сравнительный анализ динамики доходности портфелей, сформированных из акций компаний, вышедших на IPO за последние 10 лет, с различными периодами удержания на формирующихся рынках. Полученные результаты позволили классифицировать рынки с выделением наиболее доходных стратегий инвестирования и с учетом различных временных горизонтов, а также выявить различия в зависимости от уровня развития финансовых рынков. Это дало возможность сформировать рекомендации по выбору стратегий инвестирования в портфель IPO на развитых и формирующихся рынках с учетом классификации по следующим основным критериям: типу динамики, уровню развития и временному горизонту инвестирования.

В первую классификацию «Рынки с наиболее доходной стратегией краткосрочного инвестирования при умеренном долгосрочном росте» вошли только формирующиеся рынки (Китай, Индия, Турция, Малайзия, Индонезия), на которых наилучшие результаты были достигнуты при краткосрочных стратегиях удержания акций после размещения (в первые 3 месяца). Для данного типа рынков характерно наличие первоначальной недооценки акций, а также высокая активность краткосрочных инвесторов, что приводит к усилению спекулятивного спроса на первых этапах после IPO. В то же время долгосрочные стратегии на этих рынках также демонстрируют положительную доходность, хотя она менее прибыльна по сравнению с краткосрочными.

Вторая классификация «Рынки с наиболее доходной стратегией долгосрочного инвестирования» состоит из развитых рынков, где наибольшая доходность достигается за счет долгосрочной стратегии удержания акций («купи-и-держи» за весь 10-летний период). В этот перечень вошли США, Канада, Франция, Норвегия, Швейцария, Южная Корея, Великобритания, Испания, Австралия, Гонконг, где краткосрочные стратегии оказались менее эффективны, а акции компаний начинают расти в цене постепенно, со

временем, при достижении определенных фундаментальных показателей. Однако в данной группе стоит обращать внимание на тенденции последних лет. Лучший результат у долгосрочной стратегии мог быть достигнут за счет ранее вышедших на рынок эмитентов, в то время как акции новых IPO были менее доходными. Это важно учитывать при формировании стратегий на данных рынках инвесторами» [31].

Следующая классификация «Рынки с наиболее доходной стратегией среднесрочного инвестирования» включает в себя формирующиеся рынки таких стран, как Тайвань, Таиланд, Филиппины, Греция, Бангладеш и Россия. Это рынки, где максимальный эффект был достигнут при среднесрочном удержании акций в течение 6-12 месяцев. Подобная динамика доходности может быть связана с отложенной реакцией инвесторов на размещение, постепенным ростом доверия и накоплением позиций институциональными участниками после окончания лок-ап периодов. Поскольку данные рынки в целом демонстрировали положительную динамику на протяжении всего рассматриваемого горизонта, не имели эффекта первичной недооценки, а цены росли по окончании лок-апа, они представляют высокий интерес для инвесторов в IPO. На них стоит обратить отдельное внимание при дальнейшей аналитике и построении факторных моделей.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что доходность инвестиционных стратегий на рынке IPO существенно варьируется в зависимости от типа рынка и характера его пост-IPO динамики. В рамках проведённого анализа установлено, что на различных рынках и в разных группах наилучшую доходность демонстрируют разные стратегии по срочности удержания акций, что подтверждает отсутствие универсального подхода к инвестированию в IPO и подчёркивает необходимость учёта институциональной и рыночной специфики.

Так, на развитых рынках наиболее доходными являются долгосрочные стратегии («купи-и-держи» за 10 лет). Это указывает на более высокую степень эффективности рынков, снижение роли краткосрочных ценовых

аномалий и преобладание фундаментальных факторов в формировании цен и доходностей. В таких условиях инвестиционные результаты в большей степени зависят от долгосрочного потенциала эмитента, а не от краткосрочных колебаний цен в период после размещения.

В противоположность этому на формирующихся рынках IPO наибольшую доходность, как правило, демонстрируют краткосрочные и среднесрочные стратегии. Относительно более высокая доходность краткосрочных стратегий отражает наличие выраженных эффектов недооценки и повышенной волатильности в первые месяцы после IPO, что связано с асимметрией информации и ограниченной глубиной рынка. В то же время значимость среднесрочных стратегий указывает на замедленный процесс ценового открытия, при котором корректировка рыночной оценки эмитента происходит не мгновенно, а в течение более продолжительного периода после размещения. Итак, наличие систематической недооценки акций в период размещения, а также временной задержки в их переоценке и сближении рыночных цен со справедливой стоимостью свидетельствует о более слабой форме эффективности рынков в этой группе.

«Таким образом, на основе анализа характера динамики доходности IPO-портфелей различной срочности предложена классификация национальных рынков IPO с точки зрения рационального инвестиционного поведения. На различных рынках максимальная доходность достигается при разных сроках инвестирования (краткосрочных, среднесрочных или долгосрочных стратегиях «купи-и-держи»), что формирует основу для практико-ориентированной классификации рынков IPO с позиции поведения инвестора. На развитых рынках более устойчивые результаты пост-IPO доходности, как правило, достигаются при длительных инвестиционных горизонтах удержания акций (7-10 лет), в то время как на формирующихся рынках - на краткосрочных (до трёх месяцев) или на среднесрочных инвестиционных горизонтах удержания акций в диапазоне от шести до двенадцати месяцев.

Это свидетельствует о том, что уровень развития рынка и выделенная в ходе исследования группа, к которой он относится, оказываются значимыми для принятия решений и выбора инвестиционной стратегии на рынке IPO» [31].

Предложенный подход к классификации на основе траекторий кумулятивной доходности портфелей различной срочности позволяет перейти от анализа отдельных показателей доходности к более комплексному пониманию моделей функционирования национальных рынков IPO. Практическая значимость результатов заключается в возможности использования выявленных групп рынков при разработке инвестиционных стратегий для участия в IPO.

2.3 Объёмы размещений и их влияние на пост-IPO динамику доходности акций

Многие исследования выделяют такое важное направление в изучении рынка первичных публичных предложений, как взаимосвязи между характеристиками размещения и последующей динамикой акций. Структура IPO определяется такими параметрами, как объём привлекаемых средств и цена размещения, что отражает не только рыночные ожидания, цели компании и структуру эмиссии, но и уровень информационной открытости и зрелости. Основываясь на многих исследованиях, именно данные характеристики определяют поведение инвесторов на различных временных горизонтах после выхода компании на биржу [117].

В профильной литературе приводятся примеры того, что более крупные эмитенты с масштабными IPO характеризуются большей прозрачностью, повышенной репутацией и предпочитают выбор более авторитетного андеррайтера. Такие размещения также демонстрируют, как правило, более устойчивую долгосрочную доходность, меньше краткосрочных всплесков, манипуляций и первоначальной недооценки [59].

Если размещение крупное, это может указывать на то, что компания, выходящая на рынок, имеет определенные перспективы развития, стратегию и хороший спрос со стороны разных инвесторов, как розничных, так и институциональных, которые готовы заплатить такую цену [67]. Малые по размеру IPO, наоборот, имеют менее высокую доходность акций в долгосрочном периоде и более выраженные краткосрочные скачки цен и спекуляции на них. Поэтому объём размещения часто использовался как прокси для определения качества компании-эмитента, уровня информационной прозрачности и доверия инвесторов.

Однако теории и аномалии IPO, изученные в первой главе говорят о том, что большие по объёму размещения на данном рынке не всегда имеют фундаментальное или рыночное обоснование. Так, по теории «окна возможностей» Дж. Риттера, эмитенты зачастую пытаются привлечь больше и стремятся выходить на рынок при благоприятных условиях и периодах на рынке, когда инвесторы имеют чрезмерный оптимизм. В такие периоды инвесторы готовы покупать больше акций компаний, которые могут быть переоценены, что даже может вызвать краткосрочный рост, но в долгосрочной перспективе приведет к отрицательной доходности.

В данном вопросе также отдельное внимание уделяется институциональной зрелости и регуляторной среде того или иного рынка. На развитых рынках, таких как США и Европы, ценообразование и размер размещения считается более показательным и взаимосвязь с дальнейшей доходностью может быть более предсказуема в связи с повышенной прозрачностью. Несмотря на это, бывают провальные IPO, когда цены падают после размещения, что делает изучение данного вопроса все еще достаточно актуальным.

На формирующихся же рынках Азии и Россия, маленькие по размеру размещения не всегда указывают на низкое качество эмитента. Одним из объяснений высокой доли небольших IPO может быть недостаточная развитость альтернативных каналов финансирования, таких как институт

«бизнес-ангелов» и венчурные фонды. «На таких рынках достаточно большое количество IPO составляют компании из, например, технологических секторов, которые могут даже быть стартапами, но характеризующиеся стремительным ростом. Там создаются хорошие условия для выхода таких компаний на биржу и привлечения капитала на ранних этапах развития. Компании могут попытаться привлечь капитал на ранних этапах своего развития, что может сделать их предложение более дешевым, а объёмы маленькими, однако эффект от размещения может быть положительным особенно в краткосрочных перспективах.

Итак, нет единого четкого вывода о том, как влияет объём размещения на дальнейшую доходность акций компаний после IPO. Данные факторы имеют двойственный характер: одновременно являются финансовыми показателями размещения и могут быть сигналом для инвесторов. Из-за этого на разных рынках и на разных временных инвестиционных горизонтах могут наблюдаться разные траектории доходности. Так, на развитых рынках крупные объёмы могут говорить о более устойчивой пост-IPO доходности, но если это происходит во время перегретого рынка, то речь идет об умышленной первоначальной переоценке акций со стороны эмитента для привлечения большего финансирования, что приводит в дальнейшем к отрицательной доходности для инвестора. На формирующихся же рынках, в связи с другой институциональной средой и поведением инвесторов, нет четко изученных взаимосвязей от характеристик предложения и его доходности в дальнейшем.

Таким образом, определение влияния такой важной характеристики первичного предложения как объём размещения на дальнейшую доходность акций эмитента остается значимым вопросом. Особенно важно, как и в проведенном ранее анализе, изучить эту взаимосвязь на разных временных промежутках, так как на разных инвестиционных горизонтах результаты могут варьироваться. Как и ранее в работе, были выбраны значимые на рынке IPO инвестиционные горизонты: 3,6,9,12 месяцев и весь 10-летний период» [33].

В данном анализе, для определения влияния характеристик IPO, выборка была поделена на 4 группы (квартиля) внутри каждого периода по объёму предложения, что позволяет выявить разницу и зависимости доходности малых и крупных по размеру размещений для инвестора. «Все IPO сначала ранжировались отдельно по размеру привлеченных средств, после чего вычислялись пороговые значения 25-го, 50-го и 75-го перцентилей распределения. Таким образом были сформированы 4 группы размещений, от самых малых до крупных» [33].

«Для каждой из данных групп были также выявлены следующие показатели: количество первичных публичных предложений в определенном квартале, минимальный и максимальный размер, среднее значение и стандартное отклонение. Доходность портфеля, состоящего из акций компаний, проводящих IPO при различных стратегиях удержания (3,6,9,12 месяцев и весь период)» [33].

Итак, в таблице 2.6 представлен пример проведенного анализа для развитого рынка США, влияния размера размещения на пост-IPO доходность.

Таблица 2.6 - Распределение IPO по размеру привлечённого капитала (США, млн долларов, 2015-2025 гг.) и пост IPO доходность по стратегиям удержания

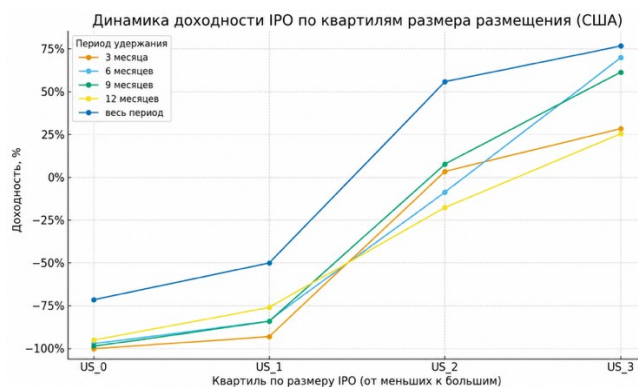
Размер размещения в млн долларов								
Рынок	Количество IPO	Средний размер	Стандартное отклонение	Минимальный размер	25 %	50 %	75 %	Максимальный размер
US-0	288	6,79	3,09	0,01	5,0	6,2	9,2	12,0
US-1	493	39,01	20,00	12,03	20,2	37,5	55,2	75,9
US-2	624	138,5	42,68	76,00	100,1	131,8	172,5	225,0
US-3	640	682,8	902,20	225,11	287,5	405,1	717,8	13724,1
Доходность определенной стратегии, %								
Рынок	Количество IPO	3 Месяца	6 Месяцев	9 Месяцев	12 Месяцев	Весь период (140 месяцев)		
US-0	288	-99,87	-97,09	-98,54	-94,80	-71,24		
US-1	493	-92,70	-83,41	-83,83	-75,76	-49,94		
US-2	624	3,52	-8,54	7,68	17,44	55,77		
US-3	640	28,34	69,84	61,44	25,46	76,62		

Источник: составлено автором.

Исходя из полученных результатов можно сказать, что малые по размеру IPO, от 3 до 12 миллионов долларов США, демонстрируют отрицательные результаты доходности, даже кумулятивный портфель за 10 лет теряет 71%. То же самое происходит со средними по размеру IPO (до 75 миллионов долларов США), где просадка портфеля достигает 50%. У более

крупных размещений, которые в среднем привлекают 140 миллионов, результаты портфелей смешанные. Так, краткосрочная 3-месячная доходность дает положительный эффект в 3,5%, однако на 6-ти и 12-ти месячном горизонтах фиксируются убытки портфелей на 8,5% и 17% соответственно. Крупные IPO, от нескольких сотен миллионов и доходящие до миллиардов, на данном рынке демонстрируют устойчивую положительную динамику на всех инвестиционных горизонтах, кумулятивная доходность таких IPO за весь период составляет 76%. Это отражает доверие инвесторов всех видов и наличие большого спроса к большим по размеру IPO от крупных эмитентов, а также то, что такие предложения обладают хорошей фундаментальной основой, что помогает им достигать положительной динамики после выхода на рынок.

Для более наглядного представления результатов были построены графики, которые показывают средний кумулятивный результат портфелей при разных горизонтах удержания акций у малых, умеренно малых, средних и крупных по объёму размещения компаний. На рисунке 2.19 графический представлены полученные результаты на рынке США.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.19 - Динамика доходности IPO-портфелей по квартилям объёма размещения в США

Основываясь на полученных данных, можно отметить, что наиболее низкие показатели доходности по всем стратегиям удержания наблюдаются у небольших по объёму размещений, где размер размещения составляет в среднем 6 млн долларов. Данный результат подтверждает гипотезу о том, что

небольшие размещения могут быть связаны с большими рисками и иметь нестабильную доходность, в данном случае отрицательную на всех инвестиционных горизонтах. При средних объёмах от 100 млн долларов, доходность остаётся отрицательной в краткосрочных периодах до года, но на протяжении всего периода портфель выходит в +50%. У крупных по объёму размещений, от 225 млн долл. США, вышедших на рынок, положительная динамика достигается на всех инвестиционных горизонтах, и результат сохраняется на протяжении всего периода, достигая +76 %. Это свидетельствует о том, что крупные размещения оказываются успешнее малых на среднесрочных и долгосрочных перспективах инвестиционных горизонтах, но практически все долгосрочные портфели независимо от объёма имеют положительный результат.

«Итак, исходя из полученных данных на рынке IPO в США видно, что феномен классической недооценки в последние годы выражен слабо, потому что практически все изучаемые портфели кроме одного, состоящего из крупных IPO, в краткосрочном периоде имели отрицательные результаты. Это отчасти противоречит предыдущим исследованиям, где описывается недооценка акций и бурный рост в первые месяцы торгов и снижение доходности в дальнейшем. Портфели, состоящие из крупных и высокоценных эмитентов, продемонстрировали положительную доходность при всех стратегиях удержания, при этом кумулятивный рост за 10 лет составил +70-80%, подтверждая то, что более дорогие и большие по объёму размещения эмитенты имеют более устойчивую динамику цен и доходности, которая формируется постепенно. Такую траекторию доходности можно рассматривать как характерный признак развитого рынка, где преимущества получают за счет долгосрочных стратегий и качественных размещений, а не спекуляций в краткосрочных периодах» [33].

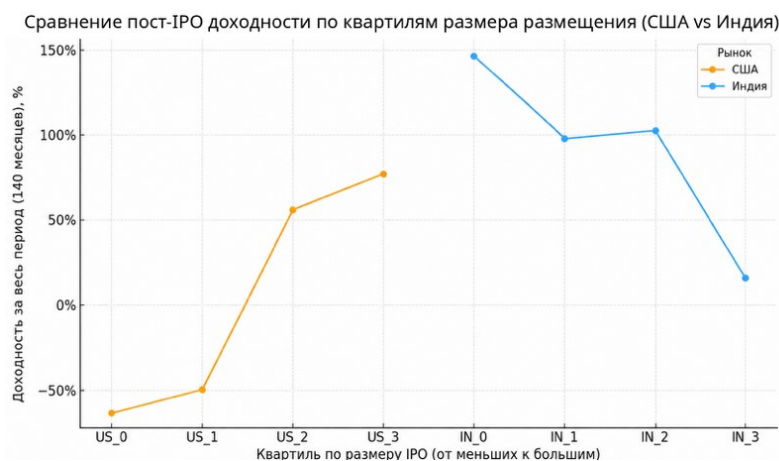
Такой анализ был проведен на 15 из изучаемых рынков, где количество размещений и данных давало возможность построить портфели и получить результаты доходности как в краткосрочных (3-х месячных интервалах), так и

в долгосрочных по выявленным квартилям. Так, новые выводы по результатам анализа также были получены на крупном формирующемся рынке Индии. Результаты по данному рынку представлены в таблицах Б.1, Б.2.

«Таким образом, можно сказать, что совсем небольшие размещения, менее 1 миллиона долларов США, демонстрируют положительную сверхдоходность для инвесторов. Портфели растут от 50-100% при краткосрочном удержании и практически +150% за весь период. Это указывает на очень высокий уровень недооценки маленьких по объему IPO в Индии. Однако, учитывая тот факт, что кумулятивная 10-летняя доходность также остается положительной, а портфель растет более чем в два раза, значит спрос со стороны инвесторов и устойчивость данных компаний все же сохраняется. Портфели с малыми и средними IPO (около 2 и 7 млн долларов США) демонстрируют хорошие результаты при 3-х месячном удержании (более 200%). При стратегии «купи-и-держи» на 10 лет доходность все же остается положительной и составляет практически +100%. Это опять же указывает на сильную недооценку акций, больших спекуляциях на рынке особенно в первое время после IPO» [33].

«Спад доходности замечается при стратегиях удержания 6 и 9 месяцев, что может свидетельствовать о том, что большинство акций теряют в стоимости, но возможно за счет новых эмитентов портфель все же сохраняет положительную динамику на 10-летнем горизонте. Худшие результаты здесь демонстрируют крупные компании. Это сильно отличается от ранее изученного развитого рынка США, однако доходность все же остается положительной и за весь 10-ти летний период и составляет +16%» [33].

На рисунке 2.20 можно наглядно увидеть разницу данных рынков, которая указывает на то, что зависимость доходности от объемов размещения формируется по-разному.



Источник: составлено автором.

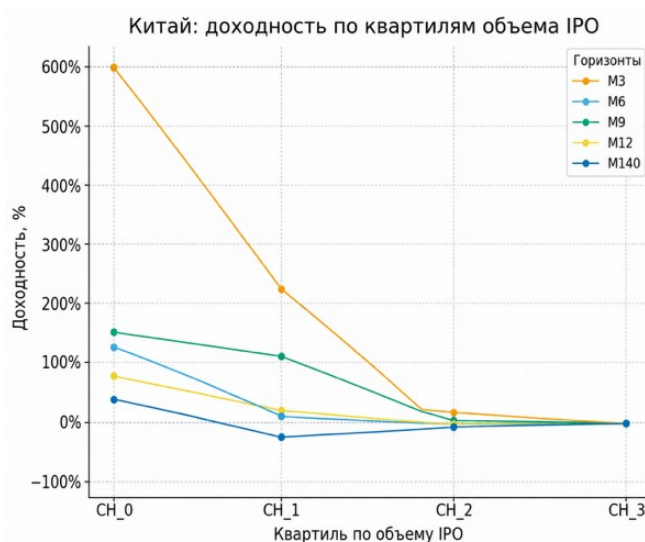
Рисунок 2.20 - Сравнительный анализ пост-IPO доходности на рынке США и Индии в зависимости от объёма размещения

Итак, после анализа двух крупнейших рынков в своих категориях, можно сказать, что в последние годы происходят качественные изменения на них, которые создают новые тренды в динамик цен и доходности на рынках первичного публичного предложения. Так, на рынке США, на котором проводилось огромное количество исследований, указывающих на первичную недооценку и снижение долгосрочной доходности на данных 10-20 летней давности, эта аномалия утрачивает свою актуальность.

Однако теперь данные феномены можно наблюдать на формирующихся рынках, особенно крупных, которые уже находятся в переходном периоде к уровню развитых.

Для полного анализа и более глубокого понимания тенденций и взаимосвязей были изучены и сформирован ряд выводов по остальным рынкам, используя такую же методологию, а также создана обобщающая эти выводы таблица. Из рассматриваемых ранее рынков, для данного анализа взяты 14 рынков, где было достаточно размещений для получения корректных результатов на разных инвестиционных горизонтах и где компании продолжили свое существование в долгосрочном периоде. Это такие формирующиеся рынки, как Китай, Индия, Индонезия, Тайвань, Малайзия, Турция, Таиланд, а также Россия, и такие развитые, как США, Южная Корея, Гонконг, Италия, Швеция, Англия.

Так, на еще одном крупнейшем формирующемся рынке Китая, было выявлено, что акции компаний с небольшими по объёму размещениями выходят на рынок со значительным эффектом недооценки, потому что доходность в первые месяцы значительно выше, однако она снижается в долгосрочной перспективе. Данный тренд отображен на рисунке 2.21.

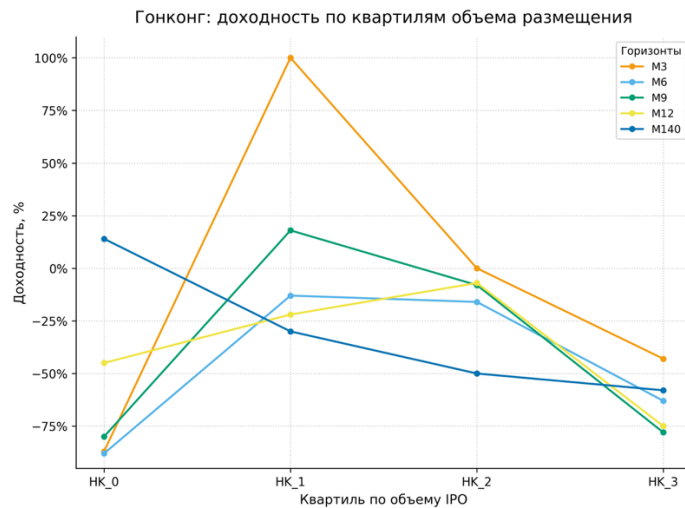


Источник: составлено автором.

Рисунок 2.21 - Динамика доходности IPO-портфелей по квартилям объёма размещения в Китае

Данный рынок демонстрирует типичный для формирующихся рынков паттерн, где присутствует недооценка в краткосрочном периоде, поскольку самая большая доходность здесь достигается при краткосрочном инвестировании, причем в малые по объёму размещения.

На рынке Гонконга можно отметить высокий уровень доходности у портфеля, состоящего из умеренно малых (НК-1) по объёму компаний при 3-х месячном удержании, что отображено на рисунке 2.22. Следовательно, именно в сегменте небольших по объёму размещений сохраняется краткосрочная недооценка и активность инвесторов, которые готовы воспользоваться данным эффектом.



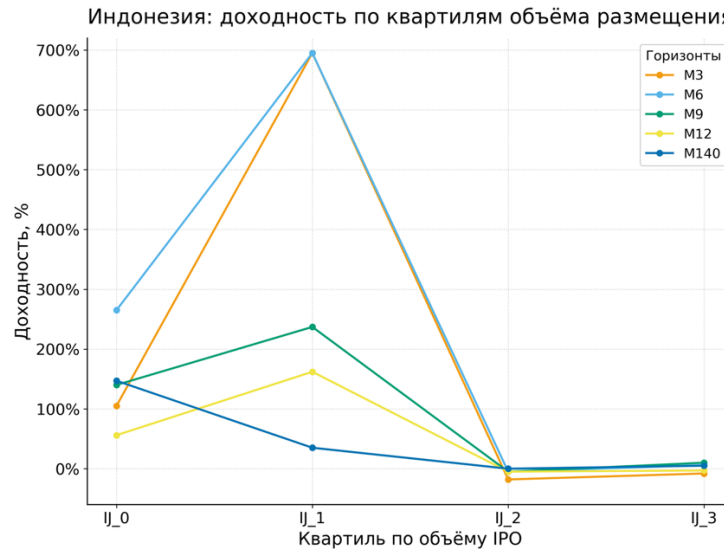
Источник: составлено автором.

Рисунок 2.22 - Динамика доходности IPO-портфелей по квартилям объема размещения в Гонконге

На рынке Гонконга такие тенденции особенно характерны для технологических, биотехнологических и иных инновационных компаний, которые запускают свои стартапы, связанные в том числе и с искусственным интеллектом, цифровыми платформами и медицинскими технологиями. Такие компании часто воспринимаются инвесторами как имеющие потенциал для быстрого роста, несмотря на повышенный риск, что может усиливать спрос на акции в первые дни торгов и приводить к положительной краткосрочной динамике после IPO. Так, например, у инвесторов на данном рынке растет интерес к биотехнологическим и высокотехнологичным компаниям за счет специальных правил листинга для биотех-компаний и специализированных IT компаний [136]. Институциональная особенность данного рынка состоит в том, что правила листинга были адаптированы к эмитентам, стоимость которых на ранних стадиях развития определяется преимущественно не текущей прибылью или объёмом материальных активов, а интеллектуальным капиталом, результатами исследований и перспективами коммерциализации технологий. Так, например, в соответствии с «параграфом 18А» регулятор допускает листинг биотехнологических компаний, которые не соответствуют стандартным требованиям по прибыли, выручке или денежному потоку, а также предусматривает специальный режим для компаний в сфере

специализированных технологий [60].

На рынке Индонезии, изображенном на рисунке 2.23, можно увидеть хорошие результаты у малых-средних по объёму размещений компаний особенно в краткосрочных портфелях.

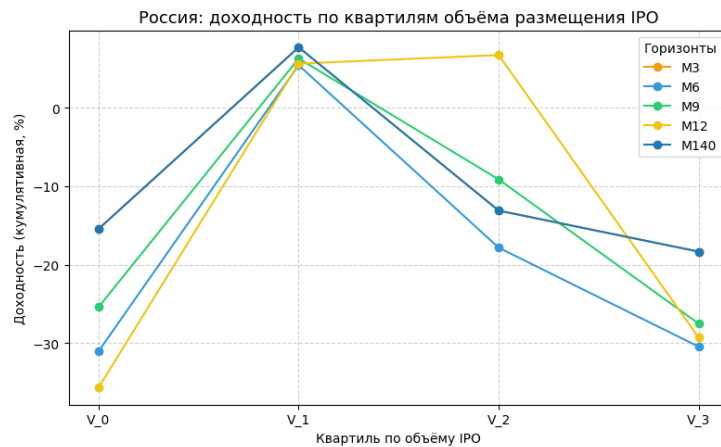


Источник: составлено автором.

Рисунок 2.23 - Динамика доходности IPO по квартилям объёма размещения в Индонезии

Долгосрочные портфели практически демонстрируют небольшой рост, как и портфели, состоящие из крупных размещений. Это указывает на то, что данный рынок имеет типичный паттерн формирующегося рынка, когда краткосрочный эффект недооценки превалирует у небольших по объёму размещений, а долгосрочная доходность снижается. Наиболее выгодны средние по объёму IPO, тогда как большие оказываются переоценёнными, поэтому их динамика положительная, но большого роста не наблюдается.

На российском рынке можно наблюдать похожую ситуацию, где положительные результаты доходности достигаются у средних по объёму размещений. На рисунке 2.24 отображены данные пост-IPO доходности по таблицам Б.3,Б.4.



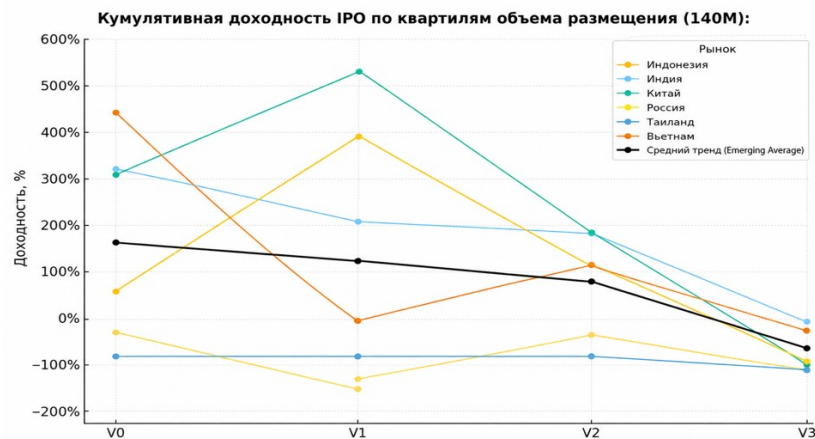
Источник: составлено автором.

Рисунок 2.24 - Динамика доходности IPO по квартилям объёма размещения на рынке России

Из графика видно, что малые и большие по объёму размещения компании показывают худшие результаты на всех горизонтах удержания по сравнению со малыми-средними (V1) и средними (V2) по объёму размещениями. Однако похожая динамика малых и крупных размещений объясняется разными причинами. В первом случае (малые по объёму) отрицательная доходность может быть связана с тем, что потенциал роста эмитента ещё не реализован и недостаточно распознаётся рынком, из-за чего такие компании считаются более рискованные. У крупных размещений низкая пост-IPO доходность может объясняться тем, что такие эмитенты, как правило, уже находятся на более зрелой стадии развития, а их дальнейший рост может считаться ограниченным. Поэтому инвесторы ожидают более устойчивую динамику и регулярные дивиденды, а не резкий рост акций.

Кумулятивная доходность этих портфелей, состоящих из малых и крупных по объёму размещений, достигает практически -20%. Положительные результаты наблюдаются у средних по объёму размещения компаний, где доходность достигает +5-7% в зависимости от выбранной стратегии. Стоит отметить, что совокупный рост произошёл в данном сегменте за счёт компаний, которые выходили на рынок до 2020 года. Большинство эмитентов, которые вышли за последние 5 лет, теряли в стоимости акций.

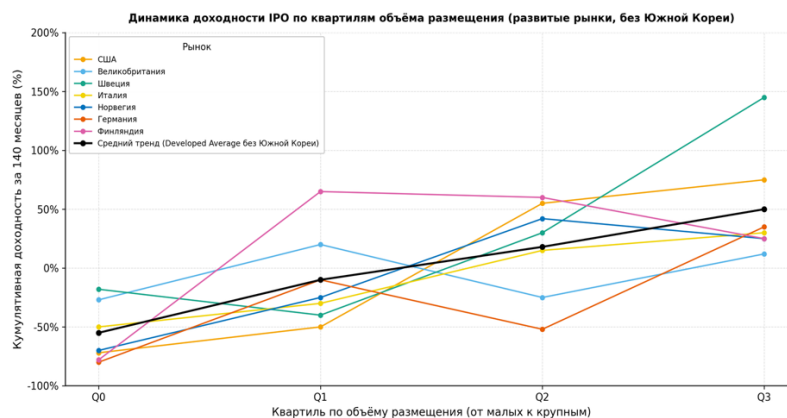
Итак, данный паттерн схож с паттернами поведения на формирующихся рынках, изученных ранее. Если агрегировать график и усреднить доходности, то кривая схожа с другими формирующимися рынками. Видно, что снижение кумулятивной доходности идет от маленьких размещений к крупным, что указывает на наличие большей недооценки у небольших по объёму размещения IPO на данном типе рынков. Ниже представлен рисунок 2.25 по формирующимся рынкам с общим трендом.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.25 - Кумулятивная доходность IPO по квартилям объёмов размещений (140M) на формирующихся рынках

На развитых крупных рынках заметен другой тренд, практически противоположный приведенному выше. На рисунке 2.26 отображены динамики доходности по квартилям цен и объемов размещения на развитых рынках.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2.26 - Кумулятивная доходность IPO по квартилям объёмов размещений(140M): развитые рынки

Обобщение выявленных тенденций приводит к выводу, что существует обратная зависимость между объемом размещения и краткосрочной и долгосрочной доходностью. Развитые крупные рынки показывают тренд: портфели, состоящие из больших по объему размещений, демонстрируют более высокую доходность, особенно в долгосрочных периодах. Это означает, что классический феномен краткосрочной недооценки и отрицательной долгосрочной доходности, который выявлялся часто на таких рынках, как США и Великобритания раньше, уже либо выражен не так ярко, либо вовсе отсутствует. Это указывает на то, что на данных рынках произошло качественное изменение в поведении как эмитентов, так и инвесторов. Рынки стали более рациональны и эффективны, когда цены акций компаний с качественным фундаментальным бэкграундом и большим объемом размещения, ориентированных на долгосрочное развитие, справедливо оцениваются рынком в период первичного публичного размещения.

В свою очередь на формирующихся рынках, наоборот, если достигается положительная или избыточная доходность, то это в основном в краткосрочных перспективах и у более маленьких по объему размещений. На российском рынке также небольшие по объему размещения в долгосрочном периоде демонстрируют результаты лучше, чем более крупными размещения.

Выявлено, что на отдельных формирующихся и азиатских рынках IPO, развитие специальных режимов листинга для биотехнологических и высокотехнологичных компаний демонстрирует институциональную адаптацию фондового рынка к эмитентам с высокой долей интеллектуального капитала. Это усиливает значение нефинансовых факторов, таких как оценка качества раскрытия информации, технологическая стадия и перспективы проекта. Так, тенденции, которые раньше замечались на развитых рынках, теперь повторяются на крупных формирующихся, таких, как например, Индия, Китай, Индонезия и Вьетнам.

Таким образом, можно сформировать ряд важных научных

результатов. Были выявлены расхождения в зависимости объёмов размещения и пост-IPO доходности между формирующимися и развитыми рынками.

Ранее большинство исследований концентрировались на развитых рынках, где присутствовал эффект краткосрочной недооценки акций в период первичного публичного размещения.

В данном исследовании обоснован вывод, что этот феномен в настоящее время практически отсутствует на этих крупных рынках. Однако, с развитием IPO на формирующихся рынках, мы можем наблюдать этот эффект на них. Компании чаще бывают недооценены, что приводит к всплескам доходности в первые месяцы, но в долгосрочной перспективе тренд отрицателен. Это вывод расширяет теоретическое и эмпирическое обоснование снижения пост-IPO доходности акций, дополняя её страновой и институциональной компонентой и необходимостью их учета в регулировании и построении инвестиционных стратегий на развитых и формирующихся рынках.

Было также эмпирически доказано, что различные объёмы размещения дают разные сигналы в зависимости от рынка. На развитых рынках крупное по объемам размещение может являться действительно признаком высокого качества эмитента и свидетельствовать о дальнейшей положительной динамике цен и доходности его акций. В то время как на формирующихся рынках это может быть сигналом о риске переоценки. Это позволяет рассматривать объём размещения как сигнал с различной интерпретацией в рамках развитых и формирующихся рынков.

Данные результаты были получены благодаря предложенному сравнительному подходу по квартильной структуре объёмов размещения. Использование равновзвешенных портфелей с разными инвестиционными горизонтами дает возможность с большей точностью предсказать динамику акций после IPO инвесторам. Это обеспечило новый способ измерения устойчивости доходности акций после первичных публичных предложений. Данный подход выявляет структурные различия по сегментам рынка в отличие

от стандартных кросс-секторных моделей.

Один из основных выводов по проведенному анализу: каждый рынок IPO проходит поэтапную качественную эволюцию. Таким образом, результаты подтверждают, что процесс эволюции рынка IPO сопровождается снижением роли информационной асимметрии, ростом доверия инвесторов и переходом от спекулятивных к фундаментально ориентированным стратегиям оценки эмитентов. В итоге IPO трансформируется из инструмента с выраженным элементом недооценки в эффективный механизм привлечения капитала и долгосрочного рыночного роста.

В рамках второй главы диссертационного исследования проведён сравнительный эмпирический анализ национальных рынков IPO, основанный на изучении динамики кумулятивной доходности равновзвешенных IPO-портфелей. Результаты анализа показали, что пост-IPO доходность на национальных рынках формируется по различным траекториям и не может быть описана единой универсальной моделью.

Проведённая группировка рынков по типам динамики кумулятивной доходности позволила выделить рынки IPO, отличающиеся траекторией роста, уровнем волатильности и доходности в различных инвестиционных горизонтах, что подтверждает наличие систематических различий между рынками различного уровня развития.

Сопоставление динамики IPO-портфелей с рыночными бенчмарками и анализ портфелей различной срочности показали, что результаты инвестирования в акции IPO существенно зависят от типа рынка и инвестиционного горизонта удержания. При этом полученные эмпирические результаты свидетельствуют о том, что ряд аномалий, описанных в более ранних исследованиях рынка IPO, в настоящее время проявляются неравномерно и не могут рассматриваться как универсальные для всех рынков и периодов времени. Это указывает на качественные трансформации рынков IPO по мере их развития и изменения институциональной и информационной

среды. В совокупности результаты второй главы подтверждают гипотезу о поэтапной качественной эволюции рынков IPO и обосновывают необходимость пересмотра и уточнения классических выводов о пост-IPO аномалиях с учётом страновой специфики и стадии развития рынка.

Глава 3

Информационная асимметрия, финансовая прозрачность и пост-IPO доходность акций

3.1 Влияние асимметрии информации на динамику акций при первичных публичных размещениях

На рынке первичных публичных предложений особую роль играет информационная асимметрия. Она возникает из-за того, что инсайдеры компании, такие как менеджмент и собственники, обладают более полной информацией о финансовом положении, чем внешние участники процесса. Данная проблема становится особенно значимой, потому что потенциальные инвесторы принимают решения об участии в IPO, обладая ограниченным доступом к информации, что приводит к высокой неопределенности относительно будущей рыночной динамики акций.

Информационная асимметрия может проявляться не только в неполноте раскрытия данных, но и в качестве самих раскрываемых финансовых показателей. В случае если отчетность эмитента содержит признаки аномалий числовых данных или возможной недостоверности, то это может исказить восприятие ситуации инвесторами и повлиять на формирование спроса на акции, что, безусловно, отразится на последующей доходности после выхода на рынок. В связи с этим для более глубокого анализа пост-IPO доходности важно понять, есть ли взаимосвязь между качеством раскрываемой финансовой информации и дальнейшей динамикой доходности.

Итак, необходимо проверить, может ли отклонение числовых данных финансовой отчетности от распределения согласно закону Бенфорда использоваться в качестве индикатора информационной асимметрии и объяснять пост-IPO доходность. В данном исследовании закон Бенфорда применяется не как прямое доказательство манипуляций или фальсификаций

отчетности, а как статистический инструмент выявления аномалий в цифровых данных финансовой отчетности. Чем больше фактическое распределение первых цифр в финансовых показателях компании отклоняется от ожидаемого распределения по закону Бенфорда, тем выше вероятность наличия нетипичных числовых структур, которые могут указывать на проблемы с качеством и прозрачностью раскрываемой информации. Таким образом, основная задача состоит в том, чтобы определить, существует ли статистически значимая связь между показателем соответствия финансовой отчетности закону Бенфорда и доходностью акций после IPO.

Для первоначального анализа период и рынок были выбраны на основе рассмотренной литературы и фактов об изменениях в законодательстве о первичных публичных предложениях. Процедура выхода на рынок ценных бумаг в развитых странах на данный момент имеет больше требований и правил, чем на формирующихся рынках, и, следовательно, вероятность асимметрии информации из-за большего количества проверок должна быть меньше. Строгие стандарты по предоставляемой документации и раскрытию информации на развитых рынках, таких как США, способствуют защите прав инвесторов и снижению асимметрии информации [118]. На формирующихся рынках условия для проведения IPO могут быть проще, но вследствие того, что регулятивная база и механизмы находятся на этапе становления и реформ, они больше подвержены информационной асимметрии и манипуляциям [115].

Уровень прозрачности рынка зависит от уровня развития регуляторной среды. Более того, факторы, влияющие на недооценку или переоценку на разных рынках, схожи по существу. Так, например, оптимизм по поводу размещения может увеличить спрос на акции, создав таким образом феномен переоценки. Недостаточная информация об эмитенте также влияет на психологические ожидания инвесторов и может привести к недооценке как на развитых, так и на формирующихся рынках [87]. Также информационная асимметрия присутствует на всех рынках. Инсайдеры всегда более осведомлены, чем внешние участники, но из-за введенных требований на

развитых рынках этот разрыв в информации сокращается [102].

На развитых рынках активнее практикуется механизм букбилдинга, который формирует ценовой диапазон. На формирующихся рынках методики могут быть менее прозрачны, но они также направлены на поиск равновесной цены, и их базовые принципы схожи. Поведение эмитентов и андеррайтеров, их цели и стремления также схожи на всех площадках. После выхода на рынок цены регулируются на основе последовательно поступающей новой информации и корректируются в зависимости от новостей и новых финансовых данных, что также характерно для всех рынков.

Таким образом, если разработанная модель и анализируемые факторы будут иметь статистическую значимость и демонстрировать устойчивость при различных вариациях модели и проверках на рынке США, где действуют одни из самых строгих требований к первичным публичным предложениям, высокий уровень раскрытия информации и жесткие стандарты аудита, то ее применение на формирующихся рынках будет оправдано. Более того, экстраполяция результатов может помочь выявить наиболее уязвимые позиции, что придает исследованию большую актуальность и практическую значимость.

«В связи с этим были взяты данные по первичным публичным предложениям США. В августе 2002 года на этом рынке был введен федеральный закон Сарбейнса-Оксли, что стало одним из наиболее значительных изменений в законодательстве о ценных бумагах за последние 60 лет. Закон существенно ужесточает требования к финансовой отчетности и процессу ее подготовки» [34].

Рынок США был выбран для первоначального анализа, потому что он является одним из крупнейших и наиболее развитых рынков IPO. Период исследования был определен с августа 2002 г. по 2024 г., так как после вступления в силу закона Сарбейнса-Оксли были усилены требования к корпоративной отчетности, внутреннему контролю и раскрытию финансовой информации публичных компаний.

«Также следует обратить внимание на период лок-апа - установленный временной промежуток, в течение которого ранние инвесторы, инсайдеры и сотрудники компании не могут продавать свои акции после первичного публичного размещения. Выбор периода лок-апа может быть напрямую связан с информационной асимметрией и возможностью инсайдерских манипуляций. Информационная асимметрия возникает, когда инсайдеры обладают более полной информацией о ее текущем положении и будущем потенциале, чем публичные инвесторы [57]. Более длительный лок-ап (180 дней) является стандартным и позволяет снизить уровень этой асимметрии, поскольку дает рынку больше времени для анализа компании [73]. В связи с этим было принято решение анализировать акции IPO до и после лок-ап периода сроком 180 дней» [34].

За этот период по IPO были получены сведения о 5000 компаниях со стандартным лок-ап периодом в 180 дней. Выборка была скорректирована с целью исключения фондов, которые не торгуются, а также компаний, не имеющих определенного сектора, в результате чего количество эмитентов сократилось до 3126. Загруженные данные были упорядочены в едином формате, представленном в таблице В.1.

«Согласно приведенным выше данным, раскрыты названия компаний, даты их IPO, их секторы и начальные цены. Для выявления аномалий в цифровых данных компаний был применен закон Бенфорда [70]. Данный метод весьма распространен и активно применяется для анализа отчетности и выявления манипуляций. Так например, первыми исследователями, успешно применившими закон Бенфорда в контексте проверки финансовой отчетности на предмет манипуляций, были Л. Бертон [58], М. Нигрини [108], Р. Квик и М. Вольц [114]» [34]. Их работы посвящены разработке алгоритма выявления признаков уклонения от уплаты налогов путем поиска отклонений в статистических закономерностях. Впоследствии применимость закона Бенфорда для выявления признаков манипуляции финансовой отчетностью исследовали также такие авторы, как К. Дурчи и др. [70], назвавшие закон

Бенфорда весьма эффективным при проверке бухгалтерских данных. «О. Попина и М. Савельева [38] оценивали движение денежных средств при помощи закона Бенфорда, М. Алексеев [24] также успешно применил в своем исследовании данный метод для обнаружения недостоверности в финансовой отчетности.

Таким образом, для данного анализа в компаниях из выборки необходимо было найти информацию как минимум по 30 позициям из различных бухгалтерских элементов для проведения достоверного анализа [108]. Было рассмотрено 46 единственно доступных позиций из отчетов о финансовом положении, отчетах о прибылях и убытках, отчете о движении денежных средств, таких как, например, выручка, прибыль, активы» [34]. В таблице 3.1 приведен пример анализа по компании Sidus Space Inc.

Таблица 3.1 - Фрагмент данных процесса

Показатель из отчетности	Sidus Space Inc
Bs cash near cash item	0,020162
Bs cur asset report	0,582617
Bs acct note rev	0,16645
Bs inventories	0,205942
Net income	-1,542906
Is eps	-0,15
Is int expense	0,018269
Is dil eps cont ops	-0,15

Источник: составлено автором по данным Bloomberg 2025.

В ходе анализа компаний по финансовой отчетности 607 организаций не имели данных о финансовых отчетностях в базе Bloomberg. Соответственно, выборка была сокращена до 2519 компаний. Далее 218 эмитентов, у которых еще не прошел год с начала IPO, были удалены, так как это не позволило бы рассчитать их доходность. У 109 из них отсутствовали данные о ценах размещения, что привело к сокращению выборки до 2192 компаний. Также после вычленения компаний с низким качеством данных или тех, где все значения отсутствовали («N/A»), осталось 2108 компаний. Поскольку анализ был начат в 2024 году, 56 компаний были исключены, так как с момента их IPO прошло менее года. Таким образом, окончательное рабочее количество компаний для анализа, которые провели первичные публичные предложения на рынке США в рассматриваемом периоде,

составило 2052. Цены IPO были скорректированы с учетом дробления акций, где это было необходимо.

Для проведения полного анализа и сравнения различных факторов с целью выявления более точной информации, которая может оказать большее влияние на доходность, были собраны дополнительные данные. Помимо цен в определенные периоды, в таблице 3.2 представлены сведения о секторах экономики, размере предложения, сроке деятельности компании или дате регистрации, а также динамика основных рыночных индексов для сравнения. Также были выявлены начальные цены, цены во время локап периода, цена через год после каждого IPO и контрольные показатели. Доходность рассчитывалась с использованием формулы логарифмической доходности (3.1), поскольку этот подход снижает эффект выброса, а также является экономически более обоснованным, чем процентная доходность, и хорошо агрегируется с течением времени [113]

$$r_{i,t} = Ln \left(\frac{P_i}{P_{i-t}} \right), \quad (3.1)$$

где $r_{i,t}$ – логарифмическая доходность;

Ln – натуральный логарифм;

P_i – стоимость финансового инструмента в момент времени i ;

P_{i-t} – цена в предыдущий период времени.

Таблица 3.2 – Фрагмент данных процесса формирования выборки для анализа

Параметры	Компания 1	Компания 2	Компания 3	Компания 2052
1	2	3	4	5
Начало	23/08/2002	30/08/2002	10/10/2002	12/03/2022
Середина (период лок-ап)	19.02.2003	26.02.2003	08.04.2003	08.09.2022
Конец (1 год)	23.08.2003	30.08.2003	10.10.2003	12.03.2023
Тикер компании	BANC US Equity	MCBF US Equity	DS US Equity	RXDX US Equity
Объём предложения (млн)	63,48	23,1437	105,625	218,5
Сектор	Financials	Financials	Consumer Discretionary	Health Care
Год регистрации	2002	2002	2002	2016

Продолжение таблицы 3.2

1	2	3	4	5
Цена компании P0	14,23	58,40	5,30	25,29
Цена компании P1	15,65	59,15	7,20	25,45
Цена компании P2	21,35	72,50	10,16	49,88
Цена индекса SPX0	940,86	916,07	803,92	3943,34
Цена индекса SPX1	845,13	827,55	878,29	4514,07
Цена индекса SPX2	993,06	1008,01	1038,06	4204,31
Цена индекса NDQ0	1380,62	1314,85	1163,37	13319,86
Цена индекса NDQ1	1334,32	1303,68	1382,94	15286,64
Цена индекса NDQ2	1765,32	1810,45	1915,31	12843,81
Доходность 1 (до лок-апа)	9,51	1,28	30,63	0,63
Доходность 2 (через год)	31,06	20,35	34,35	67,29
Доходность SPX1	-10,73	-10,16	8,85	13,52
Доходность SPX2	16,13	19,73	16,71	-7,11
Доходность NDQ1	-3,41	-0,85	17,29	13,77
Доходность NDQ2	27,99	32,84	32,57	-17,41

Источник: составлено автором по данным Bloomberg 2025.

Для выявления подозрительных компаний, которые могли применять манипуляции с отчетностью и использовать асимметрию информации в своих целях был применен Закон Бенфорда.

Закон Бенфорда, также известный как закон Ньюкомба-Бенфорда, закон аномальных чисел или закон первой цифры, представляет собой наблюдение, согласно которому во многих реальных наборах числовых данных первая цифра, вероятно, будет маленькой. Набор чисел удовлетворяет закону Бенфорда, если старшая цифра “d” ($d \in \{1, \dots, 9\}$) появляется с вероятностью, посчитанной по формуле (3.2)

$$P_d = \log_b(d + 1) - \log_b(d) = \log_b\left(1 + \frac{1}{d}\right), \quad (3.2)$$

где P_d – вероятность того, что число начнется с цифры d.

Например, вероятность первой цифры рассчитывается по формуле (3.3)

$$P_1 = \log_1\left(1 + \frac{1}{1}\right) = \log_{10}2 = 30.1\%, \quad (3.3)$$

В таблице 3.3 показаны вероятности, найденные Бенфордом для первой цифры десятичной системы исчисления.

Таблица 3.3 - Вероятности появления первой цифры десятичной системы счисления

Первая Цифра	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Вероятность появления в отчетах	30,1 %	17,6 %	12,5 %	9,7 %	7,9 %	6,7 %	5,8 %	5,1 %	4,6 %

Источник: составлено автором по материалам [106].

Чтобы использовать Закон Бенфорда для целей работы, сначала необходимо было выявить, какие первые цифры позиций из отчетностей. Для этого цифры следует сначала рассматривать как текст с помощью функции анализа текста Excel «LEFT», которая возвращает количество левых символов в текстовой строке и добавляет 0, чтобы получить числовой формат. Это дает возможность определить первую цифру каждого поля.

Однако поскольку исходные данные включали много отрицательных чисел, что неприменимо при использовании Бенфорда, для получения положительных значений использовалась функция «ABS», а те, которые начинались с 0, были умножены на 1000, чтобы получить цифры от 1 до 9. В качестве примера данного анализа была взята компания Sidus, представленная в таблице 3.4.

Таблица 3.4 - Действия по поиску первых цифр для применения метода Бенфорда

Sidus space inc							
Поле из финансового отчета		Функция получения положительного числа		Умножение на 1000 для исключения чисел, начинающихся с 0		Использование функции «left»	
Bs cash near cash item	0,020162	Abs	0,020162	Без 0	20,162	Первая цифра	2
Bs_cur_asset_report	0,582617	Abs	0,582617	Без 0	582,617	Первая цифра	5
Bs_net_fix_asset	1,249753	Abs	1,249753	Без 0	1,249753	Первая цифра	1
Bs_cur_liab	8,095721	Abs	8,095721	Без 0	8,095721	Первая цифра	8

Источник: составлено автором.

Затем при помощи функции Excel «COUNTIF» была посчитана частота появления каждой цифры в отчете. Полученное значение переводилось в проценты путем деления частоты каждой цифры на их общую сумму. Далее по формуле (3.3) была найдена вероятность появления первой цифры в отчете,

что отображено в таблице 3.5.

Таблица 3.5 - Нахождение частоты появления каждой цифры в процентах, идеальное распределение по закону Бенфорда

Sidus Space Inc.				
Цифра	Частота	Частота в процентах	Цифра	Распределение по закону Бенфорда
1	18	50,00%	1	30,10%
2	5	13,89%	2	17,61%
3	5	13,89%	3	12,49%
4	3	8,33%	4	9,69%
5	2	5,56%	5	7,92%
6	1	2,78%	6	6,69%
7	0	0,00%	7	5,80%
8	2	5,56%	8	5,12%
9	0	0,00%	9	4,58%
Итого	36	100,00%	Итого	100,00%

Источник: составлено автором.

Сильное отклонение от распределения Бенфорда свидетельствует о наличии числовых аномалий в отчетности компании. Для его расчета необходимо применить статистическое тестирование, чтобы определить, какова вероятность того, что данные из финансового отчета действительно соответствуют закону Бенфорда. Для этой цели используется наиболее распространенный метод - тест хи-квадрат.

Чтобы применить этот тест, необходимо рассчитать, чего можно было бы ожидать в случае отсутствия отклонений от закона Бенфорда. Общее количество наблюдений следует умножить на ожидаемую вероятность в соответствии с законом Бенфорда. После этого, суммируя все наблюдения, значения статистики хи-квадрат можно определить формуле (3.4).

$$\chi^2 = \sum \frac{(\text{Наблюдаемая частота} - \text{Ожидаемая по Бенфорду частота})^2}{\text{Ожидаемая по Бенфорду частота}}, \quad (3.4)$$

Чтобы преобразовать результат в Р-значение, вероятность насколько отчет соответствует закону Бенфорда и степень искажения данных, необходимо применить функцию Excel с правосторонним распределением хи-квадрат. Результаты отображены в таблице 3.6.

Таблица 3.6 - Результаты расчетов хи-квадрата и Р-значения

Sidus Space Inc					
Цифра	Ожидаемое распределение по Бенфорду	Цифра	$(O-E)^2/E$	Хи-квадрат	Р-значение критерия Хи-квадрат
1	10,8370798	1	4,7344327	9,96933426	26,72%
2	6,33928533	2	0,28294754		
3	4,49779452	3	0,05607423		
4	3,48876047	4	0,06847326		
5	2,85052486	5	0,25377521		
6	2,41008443	6	0,82500765		
7	2,08771009	7	2,08771009		
8	1,84149081	8	0,01364393		
9	1,64726966	9	1,64726966		
Итого	36	Итого	9,96933426		

Источник: составлено автором.

Результат значения p будет указывать на степень отклонения представленных отчетных данных от идеального распределения по закону Бенфорда. Его значение может составлять от 0% до 100%, и чем оно ниже, тем отклонение считается больше и можно предполагать наличие числовых аномалий в данных компании и наоборот [48]. Таким образом, для компании-примера из таблицы 3.6 значение P низкое, а это означает, что числовые данные в отчетах компании демонстрируют статистическое отклонение от закона Бенфорда сильнее ожидаемого.

Итак, с помощью критерия Хи-квадрат проверяется гипотеза о соответствии финансовых данных закону Бенфорда. Полученные P -значения используются как индикаторы степени отклонения от закона Бенфорда чисел в отчетах компаний-эмитентов, и при помощи регрессионных моделей анализируется их влияние на динамику доходности акций после проведения IPO. На начальном этапе решения любой эконометрической задачи необходимо создать эконометрическую модель, то есть представить модель в виде уравнений, характеризующих взаимосвязь между экономическими показателями, путем применения регрессионного анализа, комплекса статистических методов расчета, изучение влияния одной или нескольких независимых переменных на зависимую. На практике поиск линии регрессии чаще всего осуществляется методом наименьших квадратов, когда минимизируется сумма квадратов отклонений реально наблюдаемых Y от их

оценок $\hat{Y}$.

Например, базовое уравнение взаимосвязи между доходностью IPO (y) и вероятностью хи-квадрат, далее – переменная CHIP (x), отражающее отклонение данных отчетности от распределения по Бенфорду, должно быть получено путем обработки результатов для всех 2052 компаний с использованием метода наименьших квадратов. Формула регрессии МНК (3.5) в общепринятом смысле и следующая из нее формула, применяемая в работе, регрессии с доходностью IPO и переменной CHIP (3.6), представлены ниже

$$Y_t = c + \beta x_t + \varepsilon_t, \quad (3.5)$$

$$R_t = c + \beta \times CHIP_t + \varepsilon_t, \quad (3.6)$$

где Y_t ; R_t – зависимая переменная;
 x_t ; $CHIP_t$ – независимая переменная (показатель соответствия числовых данных финансовой отчетности компании распределению согласно закону Бенфорда);
 ε_t – статистическая ошибка;
 c – константа.

Константа обычно не интерпретируется, поскольку не имеет экономического смысла. Иногда ее можно рассматривать как базовый уровень доходности, не объяснённый включёнными в модель факторами.

Остальные регрессии были сделаны по тому же принципу, включая добавление новых контрольных переменных, которые могли повлиять на результат в соответствии с изученной литературой. Ниже можно увидеть основные примененные формулы для построения регрессий, которые были использованы, с пояснениями. Регрессия с корректировкой на рынок (3.7)

$$R_t = c + \beta_1 \times CHIP_t + \beta_2 \times SPX \text{ (or } NDQ)_t + \varepsilon_t, \quad (3.7)$$

Регрессия с добавлением контрольных переменных для проверки устойчивости исходной модели, таких как: год IPO, конкретный сектор, размер предложения и возраст компании (3.8)

$$\begin{aligned}
 R_t = & c + \beta_1 \times CHIP_t + \beta_2 \times SPX_t + \\
 & + \beta_3 \times START/365 - 2002 \text{ ipo time (year)}_t + \beta_4 \times S \frac{TART}{365} - INC \text{ (age of company)}_t + \\
 & + \beta_5 \times LOG(1 + SIZE)(offer size)_t + \beta_6 \times SECTOR = "Communication Services"_t + \\
 & + \beta_7 \times SECTOR = "Consumer Staples"_t + \beta_8 \times SECTOR = "Energy"_t + \\
 & + \beta_9 \times SECTOR = "Financials"_t + \beta_{10} \times SECTOR = "Health Care"_t + \\
 & + \beta_{11} \times SECTOR = "Industrials"_t + \beta_{12} \times SECTOR = "Information Technology"_t + \\
 & + \beta_{13} \times SECTOR = "Materials"_t + \beta_{13} \times SECTOR = "Real Estate"_t + \varepsilon_t, \quad (3.8)
 \end{aligned}$$

где R_t – доходность акций компании после IPO в период t ;

$CHIP_t$ – показатель соответствия числовых данных финансовой отчётности компании распределению согласно закону Бенфорда;

SPX_t – доходность рыночного индекса S&P 500 за соответствующий период;

$Ipo \text{ time (year)}_t$ – год проведения IPO, рассчитанный как $START/365 - 2002$;

$Age \text{ of company}_t$ – возраст компании на момент IPO, рассчитанный как $START/365 - INC$;

$SIZE_t$ – логарифм объёма размещения, рассчитанный как $LOG(1+SIZE)$;

$Communication \ Services_t$ – фиктивная переменная для сектора коммуникационных услуг;

$Consumer \ Staples_t$ – фиктивная переменная для сектора товаров повседневного спроса;

$Energy_t$ – фиктивная переменная для энергетического сектора;

$Financials_t$ – фиктивная переменная для финансового сектора;

$Health \ Care_t$ – фиктивная переменная для сектора здравоохранения;

$Industrials_t$ – фиктивная переменная для промышленного сектора;

Information Technology_t – фиктивная переменная для сектора информационных технологий;

Materials_t – фиктивная переменная для сектора материалов;

Real Estate_t – фиктивная переменная для сектора недвижимости;

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_{14}$ – коэффициенты регрессии;

ε_t – статистическая ошибка;

c – константа.

Для проверки того, могут ли характеристики эмитента менять силу взаимосвязи между показателем числовых отклонений финансовой отчетности от закона Бенфорда и доходностью IPO, был применен анализ взаимодействий. Такой подход позволяет оценить не только прямое влияние каждого фактора на доходность, но и то, зависит ли эффект одной переменной от значения другой переменной (3.9-3.11)

$$R_i = a + b_1 Chi_i + b_2 Size_i + b_3 Mkt_i + \varepsilon_i, \quad (3.9)$$

$$R_i = a + b_1 Chi_i + b_2 Size_i + b_3 Mkt_i + b_4 Chi_i * Size_i + \varepsilon_i, \quad (3.10)$$

$$R_i = a + (b_1 + b_4 Size_i) Chi_i + b_2 Size_i + b_3 Mkt_i + \varepsilon_i, \quad (3.11)$$

где R_i – доходность акций компании после IPO;

a – константа;

Chi_i – показатель соответствия числовых данных финансовой отчетности компании распределению согласно закону Бенфорда;

$Size_i$ – размер размещения, отражающий объем предложения акций компании при IPO;

Mkt_i – доходность рыночного индекса за соответствующий период;

$Chi_i * Size_i$ – переменная взаимодействия между показателем Chi_i и размером размещения;

ε_i – статистическая ошибка.

«К приведенным выше формулам также была применена квантильная регрессия - процедура оценки параметров линейной связи между объясняющими переменными и заданным уровнем квантиля объясняемой переменной [37]. В отличие от обычных наименьших квадратов, квантильная регрессия является непараметрическим методом. Это позволяет получить больше информации: параметры регрессии для любых квантилей распределения зависимой переменной. Кроме того, такая модель гораздо менее чувствительна к выбросам в данных и к нарушениям предположений о характере распределений» [34].

Обратная дисперсия - дисперсия взвешивания (среднего масштабирования) по параметру размера была применена для оценки того, влияют ли больше на связь более крупные компании [1].

Также был проведен тест на избыточные переменные, поскольку их наличие приводит к снижению точности оценок параметров модели. Он был применен к секторам и анализу взаимодействия секторов, давая возможность понять, насколько значимо добавлять их все сразу в модель, и как они на нее влияют [2].

Чтобы проверить гипотезы и понять, могут ли числовые аномалии в отчетах по закону Бенфорда объяснить снижение доходности акций после IPO, согласно методологии после определения Р-значений и хи-квадрат были построены эконометрические регрессии.

При проведении первой, основной и самой важной регрессии, являющейся базовой регрессией, были получены значимые результаты, представленные в таблице 3.7.

Таблица 3.7 - Результаты регрессии методом наименьших квадратов для обзора с доходностью IPO до локапа и значением ChiP

Данные регрессии с зависимой переменной: R1 (6 месяцев до лок-ап периода)				
Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	-7,751251	3,277397	-2,365063	0,0181
CHIP	13,66063	5,980954	2,284022	0,0225
Примечание - Метод наименьших квадратов; включенные наблюдения: 2052; гетероскедастичность по Хуберу-Уайту-Хинкли; состоятельные стандартные ошибки и ковариация.				

Источник: составлено автором.

В этой регрессии зависимой переменной была доходность IPO до локап-периода, в первые 6 месяцев после того, как компания стала публичной (до окончания лок-ап периода), а независимой - вероятность хи-квадрат, определяемая по закону Бенфорда. Прежде всего, необходимо обратить внимание на t-статистику (абсолютное значение) и Р-значение (выделено зеленым), поскольку эти параметры показывают значимость модели. Если показатель находится в пределах 0-5% и t-статистика (эмпирическое правило больше 2,5) - наблюдается сильная значимость, при значении Р 5-10% модель также приемлема, но более 10% означает, что параметры незначимы и не могут быть учтены при интерпретации результатов. Результат также устойчив к гетероскедастичности, так как регрессия проводилась с помощью теста Хубера-Уайта-Хинкли.

«Что касается приведенной выше модели, значение Р для константы составляет 1,8%, а для СНР - 2,25%. Это указывает на значимость каждого параметра в модели, и, следовательно, доходность акций после IPO можно объяснить выявленной переменной СНР. Константа имеет коэффициент 7,75%. Так, если СНР = 0, что указывает на наличие числовых аномалий в отчетности эмитента по закону Бенфорда, то доходность IPO будет отрицательной и составит -7,75%. Напротив, если СНР = 1 - в отчете фирмы нет отклонений, и он может считаться абсолютно прозрачным, то доход составит сумму коэффициентов с и СНР: $-7,75\% + 13,66\% = 5,91\%$, что указывает на достижение положительной доходности за первые полгода (до окончания лок-ап периода)» [34].

Следующим шагом был анализ влияния аномалий в отчетах по закону Бенфорда на доходность после лок-апа и до года после размещения. Полученный результат представлен в таблице 3.8.

Таблица 3.8 Результаты регрессии методом наименьших квадратов с доходностью IPO после локап-периода и значением ChiP

Данные регрессии с зависимой переменной: R2 (6 месяцев после лок-ап периода)				
Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	-7,050202	1,648511	-4,276710	0,0000
CHIP	1,192911	4,025682	0,296325	0,7670
Примечание - Метод наименьших квадратов; включенные наблюдения: 2052; гетероскедастичность по Хуберу-Уайту-Хинкли (HCL1); состоятельные стандартные ошибки и ковариация				

Источник: составлено автором.

«Как видно из результатов этой регрессии, значение Р и переменной CHIP незначительно (более 10%). В данном случае параметр не имеет смысла и не влияет на модель. Это можно объяснить тем, что после лок-апа, когда инсайдеры больше не могут влиять на динамику цен акций, независимые инвесторы сами интерпретируют имеющуюся информацию» [34].

Этот результат свидетельствует о том, что особенно во время лок-ап периодов инсайдеры активно пользуются своим положением, повышая уровень информационной асимметрии, а по его истечении ситуация выравнивается и в дальнейшем уже регулируется рынком.

Основные выводы, которые можно сделать по результатам, заключаются в том, что если у компании присутствуют числовые аномалии в отчетах, выявляемые по закону Бенфорда, то динамика акций после IPO отрицательная.

Далее регрессии проверялись с учетом движения рынка. В таблице 3.9 использовались индексы S&P500 (SPX) и NASDAQ (NDQ) для анализа.

Таблица 3.9 - Анализ результатов регрессии наименьших квадратов с доходностью IPO до лок-ап периода, фактором Chip и движением рынка SPX и NDQ

Данные регрессий с добавлением индексов SPX и NDQ				
Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	-15,22441	3,879223	-3,924603	0,0001
CHIP	13,83737	5,913515	2,339956	0,0194
SPX1	1,532391	0,196545	7,796642	0,0000
Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	-17,51433	4,289761	-4,082822	0,0000
CHIP	13,77866	5,891909	2,338574	0,0195
NDQ1	1,535847	0,208506	7,365972	0,0000

Источник: составлено автором.

После добавления новой переменной параметр $CHIP$ остался значимым и оказал такое же влияние на доходность акций после IPO, как и в ранее рассмотренных регрессиях. Коэффициенты индексов SPX и NDQ - рыночные бета-коэффициентами или риски, равны 1,532 и 1,535 соответственно, следовательно, акции рассматриваемых компаний более волатильны, чем рынок. Поскольку результаты почти одинаковы, индекс SPX будет использоваться в дальнейших регрессиях. Это подтверждает тот факт, что IPO более волатильны, и инвесторы, как и следовало ожидать, идут на больший риск, ожидая более высокой доходности.

Тест Вальда также был применен к регрессиям в таблицах 3.7 и 3.9 для проверки линейных ограничений на коэффициенты C и $CHIP$. В базовой модели $CHIP$, альфа положительная, следовательно, не вызывающие подозрений компании демонстрируют более высокую пост-IPO доходность в сравнении с рынком. Что касается таблицы 3.9, было обнаружено, что альфа не вызывающих подозрений фирм, являющаяся результатом суммы постоянной и независимой переменной, незначительна. Это указывает на то, что IPO-компании без выявленных отклонений от закона Бенфорда демонстрируют схожий с рынком тренд.

В дополнение к методу наименьших квадратов была выполнена квантильная регрессия для проверки устойчивости результатов к влиянию выбросов и особенностям распределения зависимой переменной (таблица В.2). В квантильной регрессии значение p -value статистически значимо. Модель является устойчивой, поскольку результаты такие же, как и при использовании метода наименьших квадратов.

Следующая регрессия в таблице 3.10 еще раз доказывает тот факт, что переменная, которая отражает принадлежность эмитентов к «подозрительным» (по результатам теста Бенфорда), является статистически значимой.

Таблица 3.10 - Анализ результатов регрессии наименьших квадратов с доходностью IPO до лок-ап периода (R1), движением рынка и различными значениями CHIP

Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	-8,005632	1,505264	-5,318424	0,0000
SPX1	1,542898	0,199260	7,743150	0,0000
CHIP<0.1	-9,332706	4,901376	-1,904099	0,0570
CHIP>0.9	3,481024	3,954506	0,880268	0,3788

Источник: составлено автором.

В приведенной выше регрессии был применен фильтр значения CHIP: CHIP<0,1 указывает только на подозрительные компании, тогда как CHIP>0,9 наоборот, на большую прозрачность. Как видно, значимым параметром является CHIP<0,1, и имеет отрицательный коэффициент. Таким образом, можно утверждать следующее: чем больше отклонений в отчетах эмитента от идеального распределения по Бенфорду, тем ниже будет пост-IPO доходность, в то время как у неподозрительной фирмы, тренд положительный и больше сопоставим с рыночным.

После этого проводилась регрессия с добавлением контрольных переменных для проверки устойчивости исходной модели. Были добавлены сектора компаний, срок их деятельности, размер предложения, год IPO и рыночный индекс. Результаты данной регрессии представлены в таблице 3.11.

Таблица 3.11 - Анализ результатов регрессии наименьших квадратов с доходностью IPO до локап периода, CHIP и контрольными переменными

Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	-18,66491	17,72527	-1,053011	0,2925
CHIP	10,07840	5,116686	1,969712	0,0490
SPX1	1,676052	0,199208	8,413565	0,0000
START/365-2002 ipo time (год)	-1,791550	0,447576	-4,002783	0,0001
START/365-INC (возраст фирмы)	0,117926	0,131936	0,893811	0,3715
LOG(1+SIZE) (объем предложения)	5,091966	3,588607	1,418925	0,1561
SECTOR="Communication Services"	-41,38492	26,25684	-1,576158	0,1151
SECTOR="Consumer Discretionary"	-1,785801	10,28072	-0,173704	0,8621
SECTOR="Consumer Staples"	-1,078714	11,54601	-0,093427	0,9256
SECTOR="Energy"	1,296211	10,68523	0,121309	0,9035
SECTOR="Financials"	3,596823	9,921023	0,362546	0,7170
SECTOR="Health Care"	5,010942	10,04710	0,498745	0,6180
SECTOR="Industrials"	-0,257945	10,99333	-0,023464	0,9813
SECTOR="Information Technology"	3,192136	10,14477	0,314658	0,7531
SECTOR="Materials"	7,644350	11,46111	0,666982	0,5049
SECTOR="Real Estate"	0,173603	10,58091	0,016407	0,9869

Источник: составлено автором.

Коэффициент при переменной CHIP сохранил статистическую

значимость на уровне 5 %, несмотря на включение в модель дополнительных переменных, что подтверждает устойчивость выявленного эффекта. Незначительность константы в данном случае не влияет на основные выводы исследования.

Квантильная регрессия в таблице В.3 была применена к построенной модели. Согласно полученным данным, фактор СНІР по-прежнему статистически значим, как и рыночный риск, но также стали значимыми параметры года ІРО и объёма размещения. По данным коэффициентам можно сделать следующие выводы: чем более поздний год выхода, тем хуже пост-ІРО в рассматриваемом периоде (отрицательный коэффициент). Это подтверждает теорию «окна возможностей». Существуют определенные периоды на рынке, когда инвесторы более настроены совершать сделки. Это также подтверждает полученные результаты из параграфа 2.2, так как график кумулятивной пост-ІРО доходности на данном рынке со временем после роста перешел в фазу спада, как видно теперь, вследствие менее успешных новых размещений со временем.

Статистическая значимость и положительный коэффициент объёма размещения в регрессии указывают на то, что крупные ІРО демонстрируют результаты лучше. Данный результат также сопоставим с анализом из параграфа 2.3 и частично свидетельствует о том, что большинство манипуляций может происходить в небольших компаниях, так как им уделяется меньше внимания со стороны регулирующих органов.

Это важные результаты, потому что они подтверждают статистическую значимость факторов, ранее выявленных в работах по рынку ІРО. Согласованность полученных выводов с результатами предшествующих исследований повышает достоверность проведённого анализа и свидетельствует о репрезентативности сформированной выборки.

Проверяя регрессию с пост-ІРО доходностью после лок-апа и до одного года ІРО (таблица В.4), был получен аналогичный результат, как в таблице 3.8: фактор СНІР статистически не значим, поэтому смысла делать регрессии с

доходностью до года (R_2), нет.

Далее проверяется, может ли размер фирмы исказить значения или повлиять на изменения полученного результата между отклонениями от закона Бенфорда и пост-ИРО доходностью акций. В таблице В.5 был применен метод взвешенных наименьших квадратов, в котором вес наблюдения определялся объемом размещения, вследствие чего более крупные эмитенты оказывали большее влияние на результаты.

Согласно полученным результатам, коэффициент переменной СНПР по-прежнему значим. Таким образом, размер не влияет на связь между выявленными отклонениями и пост-ИРО доходностью. Это говорит о том, что нет разницы, является ли предложение большим или маленьким по объему, если есть отклонения от закона Бенфорда, доходность акций компаний после ИРО снижается. Следовательно, среди небольших эмитентов признаки отклонений от закона Бенфорда и связанные с ними информационные риски встречаются чаще, чем среди крупных компаний.

Далее были проведены регрессии с включением взаимодействий переменной СНПР с секторами, сроком деятельности, объемом размещения и рыночной бетой. Статистическая незначимость коэффициентов взаимодействия, представленных в таблицах В.6-В.9, показывает, что выявленная связь между отклонениями от закона Бенфорда и пост-ИРО доходностью не зависит от указанных характеристик эмитентов и является универсальной.

Однако в данном случае возникает вопрос, насколько целесообразно включать в модель столько переменных одновременно, особенно секторов, которых очень много, если они не влияют на соотношение. Это было проверено с помощью теста избыточной переменной. Данный F-тест показывает в таблице 3.12, улучшают ли отраслевые переменные качество спецификации модели.

Таблица 3.12 - Тест на избыточные переменные для секторов

Тест на избыточные переменные			
Параметр	Значение	Степень свободы (df)	P-value
F-статистика	3,790011	(10; 2038)	0,0000
Коэффициент вероятности	37,80998	10	0,0000
Примечание - Уравнение: CHI_NDQ_CONTROLS; избыточная переменная: @EXPAND(SECTOR, @DROPLAST); спецификация: R1 C CHIP SPX101 LOG(1+SIZE) @EXPAND(SECTOR, @DROPLAST); нулевая гипотеза: @EXPAND(SECTOR, @DROPLAST) - совместно незначимы			

Источник: составлено автором.

Согласно результатам теста, Р-значение очень значимо, поэтому стоит включать сектора в качестве контрольной переменной.

Последний, но не менее важный тест на избыточную переменную взаимодействия секторов, представленный в таблице В.10, был проведен для проверки совместной значимости всех переменных с секторами. Согласно ему, Р-значение F-статистики незначимо. Это еще раз подтверждает, что связь переменной CHIP и пост-IPO доходности универсальна.

Итак, были получены устойчивые, достоверные результаты, доказывающие, что выявленный фактор, основанный на отклонениях от закона Бенфорда в отчетах оказывается значимым при анализе пост-IPO доходности. Это означает, что этот фактор необходимо учитывать, когда речь идет о неэффективных IPO. Исследование также показало, что компании, у которых были выявлены более выраженные отклонения от закона Бенфорда, оказывают более сильное влияние на модель, чем те, в которых вероятность искажений очень мала.

Выявленный результат был стабильным и устойчивым также при добавлении в модель многих контрольных переменных, выявленных в ходе анализа теории по данным вопросам, таких как сектора компании, возраст фирм, размер предложения, год выхода компании на биржу и рыночный риск. В то же время ни один из этих факторов не оказался значимым в модели, что означает, что, в общем, неважно, в какой области работает компания, как давно она известна, вышла ли она на IPO в хороший или плохой год, маленькая она или большая, в любом случае, если в отчетах будут выявлены отклонения,

это приведет к неудовлетворительным результатам для инвесторов в случае покупки акций. В то же время, с помощью F-теста было обнаружено, что добавление этих факторов имело смысл. Регрессии также проводились по выявлению взаимосвязей переменной СНР с каждой из контрольных. Ни один из них не оказал влияния на эту взаимосвязь, поэтому она универсальна.

Исследование также смогло подтвердить некоторые результаты из изученной литературы. В частности, тот факт, что переменная «год IPO» оказалась значимая в модели, подтверждает теорию «окна возможностей», которая заключается в том, что компании стремятся выходить на рынок в периоды благоприятной конъюнктуры, и это напрямую влияет на их дальнейшую доходность и результаты размещения. Кроме того, анализ показал, что крупные компании демонстрируют на данном рынке лучшую и более устойчивую доходность после размещения, чем малые эмитенты, что также было выявлено в параграфе 2.3 данного исследования. Это связано с тем, что более масштабный бизнес вызывает у инвесторов больше доверия, так как он характеризуется прозрачностью и меньшими информационными рисками, что положительно сказывается на динамике акций после IPO. Тем не менее, ни год, ни фактор размера не повлияли на основные базовые отношения в модели.

Также при добавлении индексов в модель было выявлено, что IPO более волатильны, чем бенчмарк. Важным результатом стало то, что абсолютно не вызывающая подозрений фирма, которая полностью соответствует распределению по Бенфорду (с Р-значением Бенфорда = 100%) ведет себя так же, как бенчмарк. Далее было обнаружено, что переменная СНР является значимой и может объяснить факт снижения доходности акций после IPO только в лок-ап период, то есть в первые 180 дней после выхода компании на рынок, когда инсайдеры не могут продать свои акции. После этого периода и до одного года переменная СНР не имеет статистической значимости. Это свидетельствует о том, что в период блокировки акций инсайдеров наиболее выражены манипуляции и асимметрия информации.

После этого периода движение цен уже не регулируется инсайдерами, а попадает под полный контроль внешних инвесторов и корректируется рынком.

Таким образом, в рамках данного параграфа было эмпирически подтверждено, что наличие статистических отклонений в финансовой информации эмитентов, которые выявляются несоответствием распределению Бенфорда, является самостоятельным и статистически значимым фактором, влияющим на пост-IPO доходность акций. Полученные результаты демонстрируют устойчивую отрицательную связь между наличием признаков возможных манипуляций в отчётности компаний и результативностью IPO, что свидетельствует о важной роли информационной асимметрии в формировании доходностных аномалий на рынке первичных публичных размещений. Выявленный эффект носит устойчивый и универсальный характер, сохраняясь при включении в модель широкого набора контрольных переменных, что позволяет рассматривать его как системную характеристику поведения IPO, а не как следствие отраслевых, временных или фирменных особенностей.

Дополнительно установлено, что влияние данного фактора выражено в ранний пост-IPO период, в том числе в течение срока действия ограничений на продажу акций инсайдерами (лок-ап период), после чего роль данного фактора ослабевает и ценовая динамика в большей степени отражает рыночные ожидания внешних инвесторов. Это подтверждает представление о том, что информационная асимметрия и возможные искажения отчётности оказывают наибольшее воздействие на этапе формирования рынка для акций после IPO. Полученные результаты расширяют существующие теоретические и эмпирические подходы к анализу IPO и указывают на целесообразность учёта факторов качества раскрытия информации при принятии инвестиционных решений, а также при оценке зрелости и прозрачности рынков IPO, что может представлять интерес как для инвесторов, так и для регуляторов рынка капитала.

3.2 Применение закона Бенфорда к анализу российских IPO-компаний и рекомендации по снижению информационной асимметрии на рынке IPO

Асимметрия информации на формирующихся рынках имеет более выраженный характер. Это отражается не только в ограниченном доступе к информации для внешних инвесторов, но и в возможных искажениях финансовой отчетности компаний, которые проводят IPO. В отличие от развитых рынков, где механизмы раскрытия информации лучше отработаны и больше регуляторного контроля, на российском рынке может возникать больше неопределенности в отношении достоверности публикуемых данных.

На российском рынке раскрытие информации при проведении первичных публичных предложений осуществляется в соответствии с требованиями законодательства о ценных бумагах, нормативными актами Банка России и правилами листинга Московской биржи. Основные нормы и требования закреплены в Федеральном законе № 39-ФЗ, который называется «О рынке ценных бумаг». В нем установлены и описаны обязанности эмитента по раскрытию полной и достоверной информации при эмиссии ценных бумаг. Также туда включаются правила подготовки и регистрации проспекта ценных бумаг [5]. Проспект содержит сведения о финансовых результатах и положении компании, выходящей на рынок, а также о его деятельности, факторах риска, структуре собственности и дальнейшей стратегии и направлениях, для которых привлекаются средства.

Банк России также устанавливает нормативными актами дополнительные требования по раскрытию информации, а именно по составу, содержанию и порядку. В частности в Положение № 714-П Банка России «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» более детально описываются требования к регулярной и существенной информации, которая подлежит раскрытию и включают в себя финансовую отчетность, ежеквартальные отчеты и существенные факты, которые могут быть значимы

для участников рынка. Также Московская биржа устанавливает правила листинга, которые содержат дополнительные требования к структуре собственности и уровню прозрачности компании, претендующей на проведение IPO.

Таким образом, контроль на российском рынке осуществляется на нескольких уровнях. Прямая ответственность за полноту и достоверность данных, представляемых внешним участникам, возлагается на эмитента, включая финансовую отчётность и сведения, которые содержатся в проспекте. Независимая проверка осуществляется внешним аудитором, однако его эффективность может быть ограничена особенностями рынков и возможными конфликтами интересов. Банк России выполняет регуляторные функции и осуществляет надзор за соблюдением требований к раскрытию информации, а также может применять меры в случае выявления нарушений. Московская биржа дополнительно осуществляет предварительный контроль при допуске эмитента и ценных бумаг к торгам, а также следит за соблюдением листинговых требований.

Несмотря на формально высокий уровень требований, а также двухуровневую систему контроля, на практике существующие механизмы не всегда позволяют выявлять недостоверности или искажения в отчётностях и проспектах. Проблемы с качеством раскрываемой информации и на российском рынке все еще охраняются. Так, может наблюдаться недостаточное раскрытие структуры выручки, долговой нагрузки, денежных потоков, операций со связанными сторонами, направлений использования средств, привлечённых в ходе IPO. Дополнительными факторами риска выступают возможные конфликты интересов в системе аудита и стремление эмитента представить финансовые результаты и прогнозы в наиболее благоприятном виде перед размещением. Это указывает на необходимость внесения изменений в требования регулятора, а также увеличивает значимость количественных методов выявления аномалий в отчётностях, в том числе, включая применение закона Бенфорда, который может дополнить

традиционные механизмы анализа и повысить возможность выявления статистических аномалий в представляемых данных для более эффективной оценки привлекательности инвестиций в компанию.

С учетом этого применение и распространение данного подхода на российском и других формирующихся рынках представляется обоснованным, для которых характерны более высокая асимметрия информации, низкая прозрачность и качество раскрываемых данных. Данный метод здесь также является еще более актуальным поскольку, доказав статически свою эффективность на развитых рынках, может позволить дополнительно оценить надежность и достоверность публикуемых данных в условиях повышенных информационных рисков.

Вместе с тем необходимо учитывать специфику российского рынка IPO. Вследствие того, что количество размещений на рынке относительно небольшое, в рассматриваемом периоде есть определенные ограничения на возможности проведения количественного анализа. Это не позволяет сформировать статистически значимую выборку для построения регрессионных моделей и использования метода наименьших квадратов, аналогично тем, которые были использованы на развитых рынках. В связи с этим при построении такой же модели результаты регрессионного анализа могут носить ограниченный характер или не иметь интерпретации вовсе. Небольшое число размещений в рассматриваемом периоде не позволяет получить статистически устойчивые результаты.

Учитывая данные обстоятельства, более целесообразным является применение закона Бенфорда по выведенной методологии на уровне каждой отдельной компании, вышедшей на фондовый рынок, с последующим сравнительным анализом полученных результатов. Данный подход позволит выявить возможные аномалии и отклонения в финансовых отчетах каждого эмитента и сопоставить это с динамикой их акций после IPO. Это даст возможность выявить определенные взаимосвязи между «подозрительными» отчетами и пост-IPO доходностью акций российских эмитентов.

В рамках продолжения исследования была сформирована выборка, состоящая из российских компаний, которые провели IPO в рассматриваемом периоде (2015-2025 гг.). В выборку вошли эмитенты из различных отраслей и секторов экономики, что позволяет обеспечить более репрезентативный анализ, минимизируя искажения, обусловленные отраслевой спецификой.

Для анализа использовалась финансовая отчётность каждой компании в выборке за период, предшествующий размещению, особенно за последний год перед IPO. Этот подход обусловлен тем, что на основании этой информации инвесторы принимают решение об участии в размещении. Источниками данных были раскрытые отчеты эмитентов, официальные проспекты ценных бумаг, а также материалы, которые публиковались на сайтах Банка России и Московской биржи.

Далее по каждой компании были взяты данные ключевых показателей из финансовой отчетности, такие как выручка, активы, обязательства, себестоимость продаж, прибыль и другие. Данные показатели использовались для анализа распределения значащих цифр в соответствии с законом Бенфорда и расчета статистики отклонения. Также для каждой компании рассчитывалась доходность акций после IPO, которая необходима для сопоставления с показателями отклонения от закона Бенфорда.

Отдельно следует отметить, что в процессе сбора исходных данных была выявлена дополнительная особенность, которая может характеризовать практику раскрытия информации эмитентами перед IPO. В частности, при анализе доступных материалов для поиска показателей из отчётности было установлено, что полноценный отчет, соответствующий стандартам МСФО, далеко не всегда был представлен в открытом доступе в структурированном и удобном виде на официальных ресурсах эмитентов.

В подавляющем большинстве случаев основным источником информации выступают материалы из презентаций или документы для инвесторов, в которых основной акцент делается на довольно общих и положительных агрегированных вещах, таких как динамика выручки или

растущая прибыль, различные визуализации и стратегии развития. При этом поиск детализированной отчетности, которая содержала бы все показатели, необходимые для более глубокого анализа, был затруднен и иногда приходилось обращаться к посторонним ресурсам, агрегаторам информации или дополнительному поиску.

Данное наблюдение и подобная практика может свидетельствовать о смещении акцента в раскрытии информации в сторону представления наиболее положительных и благоприятных аспектов деятельности компании. Это потенциально усиливает проблему информационной асимметрии между эмитентами и инвесторами, особенно частными. В связи с этим значимость методов количественного анализа возрастает, которые могут позволить работать непосредственно с числовыми данными и выявлять возможные аномалии, неочевидные при использовании исключительно агрегированных или визуализированных данных.

В качестве примера ниже представлен пример проведения анализа по выведенной ранее методологии российской компании Промомед (PRMD), которая является одной из последних в рассматриваемом периоде. Стоит отметить, что на отчетность данной компании в отличие от подавляющего большинства других эмитентов была прямая ссылка на сайте в разделе информации для инвесторов, что сильно облегчило поиск данных [21]. Анализ распределения первых значащих чисел в отчетности компании показал, что фактическое распределение в значительной степени соответствует распределению Бенфорда. Это свидетельствует о более естественном характере формирования числовых данных и отсутствии возможных искажений в представленной отчетности. Результат анализа представлен в таблице 3.13:

Таблица 3.13 - Оценка соответствия финансовых показателей компании «Промомед» закону Бенфорда

1-ая цифра	Частота 1-ой цифры	Процент повторения	Распр. по Бенфорду	Ожидаемое распр.	Отклонение по χ^2 для 1 цифры	Итоговое значение χ^2	p-value критерия χ^2
1	15	41,67%	30,10%	10,8370798	1,59913044	6,247617	61,95%
2	4	11,11%	17,61%	6,33928533	0,86322914		
3	5	13,89%	12,49%	4,49779452	0,05607423		
4	3	8,33%	9,69%	3,48876047	0,06847326		
5	3	8,33%	7,92%	2,85052486	0,00783814		
6	2	5,56%	6,69%	2,41008443	0,06977732		
7	0	0,00%	5,80%	2,08771009	2,08771009		
8	1	2,78%	5,12%	1,84149081	0,38452909		
9	3	8,33%	4,58%	1,64726966	1,11085599		
-	36	100%	100,00%	36	6,2476177		

Источник: составлено автором.

Из проведенного анализа видно, что значение P-value критерия Хи-квадрат для проверки соответствия закону Бенфорда, достаточно высокое, более 60%, следовательно показатели из отчетности в большей степени сопоставимы с идеальным распределением. Также динамика доходности акций компании после IPO оказалась положительной, а именно +15,1%. Это представляет особый интерес в контексте настоящего исследования. Высокая степень соответствия закону Бенфорда и положительная пост-IPO доходность могут указывать на более высокое качество раскрываемой информации и меньший уровень информационной асимметрии между эмитентом и инвесторами. Таким образом, анализ компании «Промомед» указывает на потенциальную взаимосвязь между статистическими свойствами раскрываемых данных и пост-IPO доходностью, обосновывая целесообразность дальнейшего анализа на расширенной выборке компаний.

Далее был проведен анализ по всем российским компаниям, которые вышли на IPO в исследуемом периоде. Для этого была создана таблица, включающая эмитентов, сектор их деятельности, показатели доходности акций после размещения в первые 6 месяце и 1 год после размещения в сравнении с динамикой индекса Московской биржи, а также рассчитанные показатели соответствия закону Бенфорда. Это позволило рассмотреть результаты не только на уровне отдельных эмитентов, но и выявить более общие закономерности, которые характерны для различных сегментов

российского рынка IPO.

Интервал в 6 месяцев был взят, поскольку именно в этот период на развитых рынках была обнаружена статистическая значимость взаимосвязи пост-IPO доходности и закона Бенфорда. Интервал в год был взят в качестве дополнительного горизонта для анализа. На развитых рынках данный интервал не продемонстрировал статистической значимости, что во многом может объясняться окончанием лок-ап периода, после которого динамика акций в большей степени определяется рыночными факторами, а не характеристиками до размещения. Тем не менее, для анализа российского рынка годовой интервал также включён в анализ для формирования более полной картины о рыночных тенденциях. Это позволяет дополнительно проследить динамику показателей и сформировать более полное представление о пост-IPO доходности.

Включение в анализ секторов экономики, в которых ведут деятельность компании-эмитенты, также представляется важным, потому что степень соответствия распределения чисел закону Бенфорда и последующая динамика доходности могут быть обусловлены не только качеством раскрытия информации, но и отраслевой спецификой бизнеса. В разных секторах может быть неодинаковая структуры выручки, степень зрелости компаний, а также масштаб бизнеса и чувствительность к макроэкономическим шокам.

Таблицы Г.1 и Г.2 демонстрируют основные результаты компаний, которые провели IPO на российском рынке. В таблицах приведены данные по доходности российских компаний, которые провели IPO с 2015-2025 годы. Была посчитана пост-IPO доходность спустя 6 месяцев и 1 год после IPO, а также проведено сравнение с доходностью релевантных отраслевых индексов и индексом MOEX за соответствующий период. Компании были разделены по секторам экономики, указывалась также биржа, на которой проводилось размещение и степень соответствия показателей из отчетности закону Бенфорда.

Прежде всего таблица хорошо показывает, насколько неоднородными оказались результаты IPO на российском рынке. Видно, что есть и успешные размещения, у которых положительная пост-IPO доходность, но есть и провальные размещения, после которых цены акций заметно снижались, и отдельные случаи, где у акций эмитентов не только наблюдалась положительная доходность, но и обгоняла рынок. Следовательно, нет единого сценария для пост-IPO динамики цен на российском рынке, так как результаты существенно различаются.

Однако можно выделить несколько моментов, которые объединяют ряд IPO и на основании которых в дальнейшем у инвесторов может быть выработана определенная стратегия. Анализ выборки по секторам показывает, что лучшие результаты наблюдаются в сырьевом секторе. Так, 4 из 6 компаний этого сектора обогнали индекс Московской биржи одновременно и на шестимесячном, и на годовом интервале. Более того, 5 из 6 эмитентов, или 83,3%, продемонстрировали положительную абсолютную доходность акций после размещения. На фоне остальных секторов это выглядит особенно заметно и позволяет сделать вывод о том, что именно сырьевые IPO на российском рынке оказались наиболее устойчивыми по своим результатам. Это, возможно, объясняется тем, что именно сырьевые компании в рассматриваемый период выглядели для инвесторов наиболее понятными и устойчивыми. Их модель работы проще с точки зрения оценки, они в большей степени опираются на реальные активы, экспортную выручку и относительно предсказуемый спрос. Также это ведущие крупные компании из ведущего сектора страны, что возможно также вселяет уверенность в успех от IPO.

В то же время есть сектора, где наблюдаются негативные результаты. Прежде всего это относится к логистическому сектору, где все представленные компании продемонстрировали отрицательную доходность после IPO. Практически то же самое наблюдается и в финансовом секторе, где почти у всех эмитентов отрицательная динамика доходности на анализируемых временных и интервалах. Таким образом, на уровне

секторального анализа видно, что результаты IPO на российском рынке существенно различаются, однако именно логистический и финансовый сектора демонстрируют худшие результаты.

Отдельно стоит обратить внимание и на то, что доходность акций после IPO на российском рынке не сильно привязана к общему движению рынка. Так, несоответствия в динамике акций эмитентов и бечмарка на шестимесячном горизонте наблюдалось в 18 из 43 случаев, или в 41,9% выборки, а на интервале в 1 год - в 16 из 42 случаев, или в 38,1%. Более того, хотя бы на одном из двух интервалов такое расхождение было зафиксировано почти у половины эмитентов, а именно в 48,8% случаев. Это означает, что пост-IPO динамика определяется не только общерыночными трендами, но и характеристиками самого эмитента, ожиданиями инвесторов, качеством раскрытия информации, а не моментом выхода на биржу согласно теории «окна возможностей».

Также стоит отметить то, что на 6-ти месячном горизонте рынок смогли обогнать только 16 из 43 рассматриваемых эмитентов, то есть 37,2%, тогда как 27 компаний, или 62,8%, показали результат хуже индекса. На годовом интервале результаты ухудшаются, потому что рынок обогнали только 10 из 42 эмитентов (23,8%), а остальные 32 компании (76,2%), ему проиграли. Таким образом, несмотря на наличие отдельных успешных размещений, в целом для российского рынка всё же более характерно отставание IPO от бенчмарка, особенно на более длинном горизонте. Это подтверждает полученные ранее результаты при анализе кумулятивной доходности данного рынка с разными стратегиями, что именно на среднесрочных интервалах 6-9 месяцев, российский рынок демонстрировал более положительную динамику, но в целом был хуже в сравнении с рыночным индексом.

Однако, несмотря на общую неоднородность выборки, анализ распределения по закону Бенфорда показал, что на российском рынке этот показатель также как и ранее на развитом рынке, не выглядит случайным, а дает определенный сигнал. По полученным данным видно, что при высоких

значениях Бенфорда результаты доходности акций компаний заметно выше.

Так, среди эмитентов, у которых показатель превышал 70%, все 13 акций показали положительную доходность на шестимесячном горизонте, а 12 из 13, то есть 92,3%, сумели обогнать рынок. На годовом интервале доходность могла снижаться, но все равно остается выше бенчмарка. Так, 11 из 13 таких компаний сохранили положительную доходность, а 10 из 13 (76,9%), обогнали индекс через год. Более того, на шестимесячном горизонте компании со значениями, полученными согласно закона Бенфорда выше 70%, опережали рынок в среднем на 26,9%, а если брать только те случаи, где была достигнута аномально высокая доходность выше рынка, то в среднем на 29,6%. Так, можно говорить о том, что высокие значения Бенфорда и на российском рынке чаще сопровождаются не просто положительной доходностью, а результатом лучше рынка.

Противоположная ситуация наблюдается у эмитентов с низкими значениями по Бенфорду. Среди компаний, у которых этот показатель был ниже 45%, средняя доходность уже оказалась отрицательной: около - 22,5% на шестимесячном горизонте и около - 34,0% на годовом. Это говорит о том, что у тех эмитентов, у которых отчетность содержит больше отклонений согласно закону Бенфорда, доходность была отрицательная, что подтверждает полученные ранее результаты на других рынках.

При этом, стоит отметить, что в выборке оказались 4 исключения, которые имеет смысл рассмотреть отдельно. Это компании: Ренессанс страхование (далее - RENI), СПБ Биржа (далее - SPBE), Генетико (далее - GECO) и Мосгорломбард (далее - MGKL). Первые две компании обе из финансового сектора, которые вышли на рынок осенью 2021 года, в октябре и ноябре соответственно. Через несколько месяцев российский рынок столкнулся с кризисом в феврале 2022 года, когда произошел резкий спад практически по всем активам на рынке. Так как 6-ти месячная доходность как раз пришлась на апрель, когда весь рынок был подвержен сильному макроэкономическому шоку, данные случаи можно рассматривать как

исключения, где влияние внешних событий оказалось сильнее, чем положительный сигнал по Бенфорду. Для SPBE ситуацию омрачила еще и специфика самой бизнес-модели, связанной с международной инфраструктурой, и позднее биржа также попала под блокирующие санкции США, что также повлияло на динамику.

Генетико и Мосгорломбард в принципе выбиваются из всех IPO, поскольку это были очень небольшие размещения 178,8 млн рублей и 303 млн рублей соответственно, то есть размещения были маленькими даже по меркам российского рынка. В таких случаях котировки обычно сильнее зависят от низкой ликвидности, возможно локального спроса и спекулятивного интереса, чем от фундаментальных закономерностей между качеством отчетности и доходностью. Что касается MGKL, то отклонение не выглядит критичным. Несмотря на слабое соответствие общей тенденции с законом Бенфорда, компания все же показала положительный результат около +2% через год, что скорее говорит о влиянии масштаба и структуры размещения, чем о полном опровержении выявленной связи.

У GECO, несмотря на низкое значение соответствия закону Бенфорда, рост был связан не столько с сильным рынком или уже реализованными финансовыми результатами, сколько с сочетанием очень маленького объема размещения, дефицита бумаг и повышенного спроса. В IPO компания разместила всего 10 млн акций, что составляет около 11% капитала и привлекла 178,8 миллионов рублей, что указывает на совсем небольшое по масштабу IPO. Также отмечалось, что спрос на акции примерно в 2,5 раза превысил предложение, а уже в первые три дня после IPO акции резко выросли примерно на 115% [16]. Также указывается, что часть инвесторов не получила желаемый объем при IPO, и это дополнительно подогрело спрос уже после начала торгов. На этом фоне рост акций, несмотря на несоответствие данных закону Бенфорда, примерно на +44% за 6 месяцев можно объяснить как результат дефицита ажиотажного спроса на инновационную биотехнологическую отрасль, а не как фундаментальная реакция рынка.

Таким образом, наличие указанных исключений не опровергает выявленную связь между пост-IPO доходностью акций и применением закона Бенфорда к отчётности эмитентов, но уточняет границы ее применения. В рассматриваемой выборке закон Бенфорда не выступает как универсальный индикатор пост-IPO доходности, а работает как один из индикаторов, относящихся к качеству раскрываемых числовых данных. Однако в отдельных случаях данный сигнал может быть искажен воздействием более сильных факторов. Для RENI и SPBE таким фактором стал масштабный макроэкономический и санкционный шок, который резко изменил условия на рынке после размещения. Для GECO и MGKL определяющее значение имели слишком маленький объём размещения даже в рамках российского рынка, ограниченная ликвидность и ажиотажный спрос. То есть данные случаи показывают, что и на российском рынке связь между значениями Бенфорда и пост-IPO доходностью существует, причем достаточно показательная, и проявляется отчетливо там, где рыночная динамика не искажена аномальными внешними событиями или особенностями сверхмалых размещений.

Основываясь на выявленных тенденциях российского рынка IPO, следует сформулировать ряд важных рекомендаций, дополнив существующие, которые бы могли помочь как регулятору принимать более взвешенные решения, так и инвесторам формировать стратегию инвестирования на рынке. В Докладе для общественных консультаций Банка России 2025 г. «Информационная прозрачность на рынке ценных бумаг: эмитенты и условия первичного размещения их акций» содержится ряд предложений по улучшению информационной среды на рынке [11].

Предложения Банка России в целом являются обоснованными и актуальными. Регулятор уже поднимает вопрос о резюме проспекта - краткий обзор главного документа, который содержит основную информацию о эмитенте и его ценных бумагах. Предлагается адаптировать его под потребности неквалифицированного инвестора, закрепить раскрытие прогнозных показателей, повысить требования к достоверности проспекта,

раскрывать не менее двух независимых аналитических отчетов об оценке справедливой стоимости, а также сделать более прозрачными аллокацию, механизм стабилизации, условия лок-ап и отдельные документы, которые сопровождают процесс IPO. По мнению автора, это набор необходимых мер, который действительно направлен на снижение информационной асимметрии на рынке первичных размещений.

Вместе с тем эти предложения, как представляется, можно дополнить рядом практических мер, которые бы помогли устранить ряд трудностей, выявленных в ходе проведения анализа. Прежде всего, если Банк России делает акцент на том, что резюме проспекта должно содержать ключевые финансовые показатели и стратегию эмитента, то логично пойти еще на один шаг дальше и закрепить требование о том, чтобы полная финансовая отчетность эмитента всегда размещалась либо в отдельном, визуально заметном месте на странице IPO, либо в обязательном порядке включалась в обзорную презентацию хотя бы в виде отдельного блока с прямой ссылкой на полный комплект отчетности. Сейчас отчетность зачастую формально раскрыта, но частному инвестору ее приходится долго искать, в то время как презентационные материалы, например, находятся сразу, но являются менее информативными с точки зрения финансовых показателей, либо выделяются только основные достижения, а проблемные моменты не упоминаются напрямую. В результате этого более доступной оказывается не первичная отчетность, а уже тщательно отобранные и интерпретированные самим эмитентом показатели. Для инвестора это может создавать определённые барьеры, а значит, та самая информационная асимметрия, которую регулятор как раз и пытается сократить, сохраняется.

Банк России предлагает также раскрывать прогнозные показатели в проспекте, отчете эмитента и годовом отчете, то эту меру целесообразно дополнить обязательным пост-IPO отчетом. Такой отчет мог бы быть представлен в формате план и факт через 6 и 12 месяцев после размещения. В таком виде эмитент должен был бы сопоставлять заявленные на этапе IPO

прогнозы с фактическими результатами, пояснять причины отклонений и отдельно раскрывать, как именно были использованы привлеченные средства. Иначе прогнозы остаются важным, но односторонним обещанием, а инвестор не получает доступного инструмента для проверки того, насколько публичные ориентиры эмитента в дальнейшем подтвердились. Это могло бы быть важным моментом для принятия дальнейших решений об удержании акций компании и в неблагоприятных случаях помогло бы снизить потери инвесторов.

Еще одна мера, предлагаемая нами - сделать обязательным приложение к проспекту и к последующей годовой отчетности в формате, который бы пользователь мог анализировать сразу в программах после скачивания, то есть сделать его более машиночитаемым. Банк России справедливо стремится повысить прозрачность аналитических отчетов и используемых в них источников, однако для российского рынка не менее важно, чтобы сами числовые данные по выручке, расходам, прибыли, долгу, процентам, EBITDA, и другим операционным метрикам раскрывались не только в PDF, где зачастую при анализе были только сканы отчетов, но и в удобном для анализа формате. Это позволило бы независимым аналитикам, исследователям и самим инвесторам быстрее сопоставлять показатели эмитентов, проверять данные и проводить расчеты без необходимости вручную извлекать показатели из разных документов, что является очень трудозатратным и неудобным.

Также предлагаем рассмотреть возможность введения обязательной таблицы сверки всех скорректированных и маркетинговых показателей с официальной финансовой отчетностью. Например, если компания использует скорректированные показатели (EBITDA, клиентские метрики, прибыль) и иные показатели, которые могут отличаться от основных в отчетности, то инвестор должен сразу видеть формулу расчета, экономический смысл показателя и его прямую связь с отчетностью, по которой проводился аудит. Банк России уже допускает раскрытие иных показателей по усмотрению

эмитента при условии описания методики их расчета, но в условиях российского рынка IPO этого, по мнению автора может быть недостаточно. Необходима именно единая и наглядная таблица для сверки таких показателей и понимания их экономического смысла. Это бы давало меньше пространства эмитентам для акцента только на наиболее выгодных цифрах.

Банк России рассматривает требование о наличии двух независимых аналитических оценочных экспертиз о справедливой стоимости эмитента. Данное требование о наличии двух отчетов является безусловно правильным, однако на практике данные отчеты могут состоять из очень большого количества страниц (100 и более) с огромным количеством приложений, формул и другой релевантной информацией. Было бы уместно также требование дополнить данный отчет обязательной краткой сравнительной таблицей по ключевым показателям, являющимся предпосылками к итоговой оценке. Гораздо полезнее было бы видеть в одном месте основные параметры, например такие, как прогноз роста выручки, ожидаемую рентабельность, наличие активов, методы оценки активов, ставку дисконтирования, используемые мультипликаторы, диапазон оценки, ключевые риски. Тогда инвестор смог бы понять не просто итоговую оценку, но и то, за счет каких именно допущений она получена.

С учетом результатов настоящего исследования, отдельно предлагаем рассмотреть возможность внедрения автоматизированного количественного скрининга раскрываемых данных в качестве дополнительного инструмента проверки эмитента перед IPO. Как дополнение к уже применяемым количественным и качественным показателям в рамках фундаментального анализа, можно рассмотреть внедрение анализа при помощи метода Бенфорда. На практике результаты такого анализа могут использоваться андеррайтером и инвестиционными консультантами в рамках внутренней оценки качества эмитента и подготовки заключений. Однако, здесь речь не идет о том, чтобы сделать тест по закону Бенфорда или любой другой статистический тест основанием для запрета размещения. Для биржи и регулятора такие методы

вполне могут использоваться как вспомогательный механизм раннего выявления аномалий, которые должны были бы поясняться со стороны эмитента, организатора или аналитиков и применяться выборочно, например в отношении эмитентов с повышенным уровнем информационного риска или при наличии иных признаков недостоверности раскрываемых данных. Это особенно важно в условиях российского рынка, когда Банк России практически прямо исходит из наличия информационной асимметрии между участниками и стремится повысить качество раскрытия информации на рынке IPO. В этом смысле количественный скрининг мог бы стать не заменой уже предложенных мер, а их логичным продолжением.

Таким образом, предложения Банка России отражают сложившиеся реалии на рынке. Они задают необходимый минимум качественного раскрытия информации. Предлагаемые автором дополнения не противоречат данным идеям и не дублируют их, а развивают в тех направлениях, которые, по нашему мнению, особенно важны для российского рынка IPO. Речь идет о доступности отчетности для частного инвестора, возможность последующей проверки обещаний эмитента, сопоставимость нестандартных показателей и возможности независимого количественного анализа.

На российском рынке IPO в последние годы изменилась структура инвесторов. С уходом иностранных фондов и уменьшением числа институциональных инвесторов, которые инвестировали долгосрочно (по стратегии лонг-онли), заметно выросла роль розничных инвесторов, что влияет не только на спрос, но и на саму логику размещений. Банк России прямо отмечает, что возросла роль розничных инвесторов, и в 2024 году их доля в объеме публичных размещений достигла 40%, тогда как на институциональных инвесторов пришлось 48%. При этом такие инвесторы зачастую продают свои доли в первый месяц торгов, то есть фактически используют краткосрочную стратегию. В этом случае переподписка все чаще становится одним из важных факторов при принятии решения инвесторами, хотя сама по себе она еще не указывает качество размещения. Поэтому для

российского рынка важно не просто расширять круг участников IPO, а восстанавливать долю инвесторов, заинтересованных в долгосрочном инвестировании. Это можно реализовать через приоритетную аллокацию для лонг-онли инвесторов и создание механизмов, которые стимулировали бы удержание бумаг хотя бы в первые месяцы после размещения. Иначе рынок IPO будет и дальше оставаться в значительной степени рынком краткосрочного ажиотажа и спекуляций.

Также возникает проблема низкой прозрачности распределения акций при переподписке. Отсутствие заранее раскрытых правил аллокации снижает доверие инвесторов и может стимулировать искусственное завышение заявок. Конечно, право эмитента формировать желаемую структуру акционеров должно сохраняться, но в части размещения для розничных инвесторов порядок распределения акций должен быть заранее понятным и проверяемым. Поэтому считаем целесообразным закрепить правило раскрытия аллокации до начала букбилдинга, например, гарантируя определенное распределение инвесторам и пропорционально распределяя оставшийся объём.

Для российского рынка IPO важно учитывать также неравномерность спроса со стороны частных инвесторов, который концентрируется в отдельных «окнах» размещений и зависит от рыночной конъюнктуры. Как отмечает Банк России, основная часть IPO за недавний период пришлась на период с 4 квартала 2023 года по 2 квартал 2024 года, а размещения, которые должны были состояться во втором полугодии 2024 г. были перенесены из-за роста неопределённости и ухудшения рыночных настроений. Поэтому предлагаем формировать более согласованный календарь IPO, в котором бы избегалась большое количество однотипных размещений за короткий период времени. Это позволит учитывать ограниченность спроса со стороны розничных инвесторов и понизить зависимость успеха сделки от случайного момента выхода на рынок.

Особо следует отметить, что еще одной из серьезных проблем на российском рынке IPO является то, что внимание инвесторов зачастую бывает

смещено с анализа финансовой составляющей сделки на маркетинговую составляющую. Особенно это касается частных инвесторов, ими на практике решение об участии в размещении нередко формируется под влиянием презентации, громких заявлений и медийного сопровождения эмитента, в то время как анализ основных финансовых метрик и раскрытия информации отступает на второй план.

Основными факторами для принятия решений должны служить финансовые показатели, их устойчивость и сопоставимость, характеристики размещения, сектор экономики, а не только маркетинговые материалы, публичный образ эмитента. Создаваемый вокруг него ажиотаж должен рассматриваться как вспомогательный элемент. Это также прослеживается в материалах регулятора, который, по сути, и исходит из наличия информационной асимметрии и нехватки качественной информации на рынке IPO. Подчеркивается необходимость предоставления именно финансово-экономического анализа для частных инвесторов, а маркетинговые материалы должны соответствовать данным, заявленным в проспекте.

Предложенные нами рекомендации для регулятора способны еще больше повысить качество раскрытия информации. Для инвесторов стоит отметить, что, участвуя в операциях на финансовом рынке, необходимо отличать спекулятивный интерес и ажиотаж к размещениям от оценки реального финансового положения компании.

Итак, из проведенного анализа можно сделать ряд важных выводов. Во-первых, российский рынок IPO в исследуемой выборке показал крайне неоднородные результаты. Среди эмитентов присутствуют как откровенно неудачные размещения, сопровождавшиеся существенным снижением стоимости акций, так и более успешные. Ряду компаний удалось не только сохранить положительную доходность, но и обогнать рынок по доходности (в сравнении с индексом MOEX).

При этом на шестимесячном горизонте индекс Московской биржи смогли обогнать только 16 из 43 эмитентов, то есть 37,2%, а на годовом

интервале лишь 10 из 42 компаний, или 23,8%. Это позволяет сделать вывод о том, что большая часть IPO уступает рынку, особенно на более длинном временном горизонте.

Во-вторых, существенные различия наблюдаются и в секторальном разрезе. Наиболее сильные результаты продемонстрировал сырьевой сектор: 4 из 6 компаний обогнали рынок одновременно и на шестимесячном, и на годовом интервале, а 5 из 6 эмитентов показали положительную абсолютную доходность. Напротив, логистический сектор оказался самым слабым, все представленные в нем компании продемонстрировали отрицательную доходность и проиграли рынку. Слабо выглядел и финансовый сектор, где также преобладали отрицательные результаты и отставание от индекса по доходности в обоих анализируемых временных интервалах (6 и 12 месяцев). Следовательно, пост-IPO динамика в российской выборке во многом зависит и от секторальной принадлежности эмитента.

В-третьих, доходность IPO-компаний не показала жесткой привязки к движению рынка в целом. На шестимесячном горизонте наблюдалось у 19 из 43 компаний, или в 44,2% случаев следующая тенденция: индекс рос, а акции компании падали. На годовом интервале такая тенденция наблюдалась у 16 из 42 случаев, или в 38,1%. Иными словами, почти половина компаний, которые провели IPO, демонстрировали противоположную рынку динамику доходности акций. Это подтверждает наш вывод, что пост-IPO доходность формируется не только под влиянием общего рыночного фона, но и за счет факторов самого эмитента, особенностей размещения, ожиданий инвесторов, качества раскрытия информации и не сводится к феномену «окна возможностей».

В-четвертых, проведенный анализ показывает, что показатель соответствия закону Бенфорда для российского рынка IPO не случаен и дает важный сигнал. В группе компаний со значением Бенфорда выше 70% все 13 эмитентов показали положительную доходность на шестимесячном горизонте, а 12 из 13, то есть 92,3%, смогли обогнать рынок. В среднем такие

компания опережали индекс на 26,9 п.п. На годовом интервале связь становилась слабее, но все равно сохранялась. Так, 11 из 13 компаний показали положительную доходность, а 10 из 13, или 76,9%, были лучше рынка. Таким образом, высокие значения Бенфорда в выборке в основном сопровождались более высокой доходностью акций, особенно в первые шесть месяцев после IPO.

Обратная картина наблюдалась у компаний с низкими значениями Бенфорда. В группе, где показатель был ниже 40%, средняя доходность составила около -22,5% на шестимесячном горизонте и около -34,0% на годовом. Из 21 компании этой группы только одна вообще показала положительную доходность, а на годовом интервале ни одна не смогла обогнать рынок. Это позволяет говорить о том, что низкие значения Бенфорда в среднем сопровождались более слабыми пост-IPO результатами по уровню доходности. При этом, конечно, не следует рассматривать сам показатель как универсальный предиктор. Он скорее выступает как дополнительный индикатор, который может указывать на возможность достичь более положительную или наоборот отрицательную доходность.

Рассмотренные исключения не опровергают общую тенденцию, а лишь показывают границы применимости выявленной зависимости. В случае RENI и SPBE существенное влияние, вероятно, оказал масштабный внешний шок, последовавший вскоре после размещения. В случае GECO и MGKL отклонение от сложившейся тенденции, скорее всего, связано также с очень небольшим объемом размещения, низкой ликвидностью и высокой чувствительностью котировок к локальному спросу. Иначе говоря, связь между Бенфордом и последующей доходностью проявляется наиболее отчетливо там, где динамика акций не искажена макроэкономическими шоками или иными не стандартными внешними событиями или особенностями сверхмалых размещений.

Практический вывод исследования в этой части работы состоит в обосновании того, что при анализе IPO инвестору следует в первую очередь

ориентироваться не на маркетинговую подачу сделки, а на финансовые показатели эмитента, качество раскрытия информации и возможность проверить представленные числовые данные сделки. В этом смысле предложения регулятора по адаптации резюме проспекта под нужды инвестора, раскрытию прогнозов, повышению достоверности проспекта, публикации независимых аналитических отчетов, а также большей прозрачности, стабилизации и лок-ап являются обоснованными и своевременными. Также были даны рекомендации, которые дополняют предложенные регулятором меры, направленные на повышение доступности отчетности для частного инвестора, сопоставимость нестандартных показателей и развитие независимого количественного анализа.

Заключение

В диссертационном исследовании решена научная задача, связанная с выявлением закономерностей и особенностей в динамике пост-ИРО доходности акций на российском рынке первичных публичных предложений на основе его сравнительного анализа с развитыми и формирующимися рынками ИРО. Поставленная цель исследования достигнута, а сформулированные задачи последовательно решены в рамках теоретического и эмпирического анализа.

В исследовании были уточнены и расширены теоретические представления о функционировании рынков ИРО как сегмента фондового рынка. Было показано, что национальные рынки ИРО существенно различаются по характеру динамики пост-ИРО доходности и могут рассматриваться как обособленный объект для анализа, который имеет как общие, так и свои особенные характеристики и тенденции. Классические теоретические подходы, ориентированные преимущественно на изучение краткосрочных эффектов недооценки, сегодня не отражают полностью современные особенности динамики доходности на разных рынках, что указывает на необходимость их группировки по устойчивым типам динамики доходности.

На основе анализа кумулятивной доходности равновзвешенных ИРО-портфелей проведена группировка национальных рынков ИРО по типам пост-ИРО динамики доходности акций. В результате эмпирического исследования выявлены группы рынков, которые отличаются характером изменения доходности и волатильности (критерии группировки), такие как: устойчивый рост, рост с коррекциями и высокая волатильность, рост→плато с повышенной волатильностью, пик→падение, а также падение или стагнация. Установлено, что как развитые, так и формирующиеся рынки ИРО представлены несколькими типами динамики, что подтверждает отсутствие универсальной траектории пост-ИРО доходности.

Особое внимание в работе уделено анализу российского рынка IPO, который демонстрировал специфическую динамику пост-IPO доходности, отличающую его от других рынков, входящих в группу формирующихся рынков, - доходность без четкого тренда с высокой волатильностью. В первые годы исследуемого периода спад был обусловлен низкой активностью на рынке IPO, а также воздействием внешних шоков, включая пандемию и геополитическую нестабильность. В последующие годы этот тренд сменился заметным ростом кумулятивной доходности. Существенное снижение в 2022 году сопровождалось последующей адаптацией рынка и переориентацией на внутренние источники финансирования и отечественного инвестора.

В 2023-2024 гг. рост интереса к IPO был также поддержан развитием цифровой инфраструктуры брокерских услуг и упрощением доступа инвесторов к фондовому рынку. Несмотря на сохраняющуюся повышенную волатильность и более слабую кумулятивную доходность IPO по сравнению с индексом, выявленное отставание не является признаком структурно низкой доходности российского рынка IPO. Полученные результаты свидетельствуют о гибкости и адаптивности системы внутреннего финансирования, а также о формировании предпосылок для перехода российского рынка IPO к более устойчивым или коррекционным траекториям роста по мере развития институциональной среды и инфраструктуры рынка капитала.

В рамках исследования проанализирована доходность IPO-портфелей развитых и формирующихся рынков с различными инвестиционными горизонтами удержания акций. Установлено, что характер пост-IPO доходности существенно зависит от срочности инвестирования, при этом оптимальные результаты различаются в зависимости от типа рынка и принадлежности к определённой группе характера динамики доходности.

На развитых рынках более устойчивые результаты наблюдаются на длительных инвестиционных горизонтах, тогда как на формирующихся и, в том числе, российском рынках значимую роль для уровня доходности играют краткосрочные и среднесрочные периоды удержания. Полученные результаты

свидетельствуют об отсутствии универсального инвестиционного горизонта в динамике доходности и соответственно в стратегиях участников, применимого ко всем рынкам IPO.

Таким образом, выявленные различия в уровне и динамике доходности портфелей с разными стратегиями на рынке IPO указывают на важность учёта специфики рынка при формировании инвестиционной стратегии. Это позволяет инвесторам принимать более взвешенные инвестиционные решения, снижать риски инвестирования и повышать вероятность получения высокой доходности вложений в акции компаний, которые проводят первичные публичные размещения.

На основе полученных эмпирических результатов в исследовании обоснован вывод о поэтапной качественной эволюции рынков IPO, в рамках которой аномалии пост-IPO доходности рассматриваются как динамическое явление. Показано, что эффекты краткосрочной недооценки и последующего снижения доходности не являются статичными и смещаются между рынками различного уровня развития по мере изменения институциональной и информационной среды.

Проведённый анализ показал, что взаимосвязь между объёмом размещения и пост-IPO доходностью акций существенно различается в зависимости от уровня развития рынка и отражает поэтапную качественную эволюцию рынков IPO. На развитых рынках ранее характерные аномалии в значительной степени устраняются, а более крупные размещения демонстрируют устойчивые результаты на длительных инвестиционных горизонтах, что свидетельствует о смещении акцента в сторону фундаментальных характеристик эмитентов. На формирующихся и российском рынках положительная доходность преимущественно проявляется в краткосрочном и среднесрочном периодах и чаще связана с размещениями меньшего объёма, что ранее наблюдалось на развитых рынках.

Полученные результаты подтверждают, что по мере развития институциональной и информационной среды происходит изменение

характера динамики пост-ИРО доходности и снижение роли спекулятивных факторов, что позволяет рассматривать рынки ИРО как динамически развивающиеся системы с меняющимися характеристиками.

Важным результатом исследования является эмпирическое подтверждение роли наличия числовых аномалий в финансовой информации эмитентов как самостоятельного фактора формирования пост-ИРО доходности. Показана целесообразность использования закона Бенфорда как дополнительного количественного инструмента предварительной оценки эмитента перед принятием инвестиционного решения об участии в ИРО. Выявлено, что компании, которые демонстрируют отклонения финансовых показателей от распределения по закону Бенфорда в преддверии ИРО, характеризуются более низкой пост-ИРО доходностью по сравнению с компаниями без таких признаков и отставанием от рынка в целом. Показано, что на развитых рынках влияние данного фактора носит устойчивый и универсальный характер и проявляется независимо от отраслевой принадлежности эмитента, возраста компании, объема размещения и фазы рыночного цикла.

На российском рынке путем эмпирического анализа каждой компании было также установлено, что чем больше было соответствие финансовых отчетов закону Бенфорда, тем лучше были показатели доходности акций после ИРО и наоборот. Исключениями были 4 компании: «Ренессанс страхование», «Биржа СПб», «Генетико» и «Мосгорломбард». Стоит отметить, что в случае «Ренессанс страхование» и «Биржи СПб» ИРО были подвержены масштабному внешнему шоку, который последовал вскоре после размещения в феврале 2022 года. В случае «Генетико» и «Мосгорломбарда» отклонение от сложившейся тенденции связано с очень небольшим объемом размещения и низкой ликвидностью.

При этом метод Бенфорда не должен считаться универсальным предиктором динамики пост-ИРО доходности или являться основанием для вывода о недостоверности представляемых отчетов. Основная практическая

значимость данного метода здесь заключается в возможности предварительного выявления потенциальных аномалий в раскрываемых цифровых данных финансовых отчетах, которые требуют дополнительного анализа и пояснений со стороны эмитента, андеррайтера или соответствующих аналитиков. Применение закона Бенфорда должно рассматриваться как логичное продолжение мер по снижению информационной асимметрии на рынке IPO, так как оно усиливает возможность независимой количественной проверки финансовой информации и смещает фокус с маркетинга IPO на качество и достоверность раскрываемых данных.

Отдельное внимание в работе было уделено анализу предложений Банка России, которые направлены на повышение прозрачности на российском рынке IPO и снижение информационной асимметрии между участниками. Рассмотренные предложения и меры регулятора в целом являются достаточно обоснованными, потому что они касаются наиболее серьезных проблем IPO. Предлагается адаптировать резюме проспекта эмиссии для неквалифицированных инвесторов, более подробно раскрывать прогнозные показатели, повысить требования к достоверности представляемых документов и презентаций, а также освещать независимые экспертизы о справедливой стоимости.

В данном исследовании нами было предложено дополнить данные предложения рядом практических мер, которые могли бы быть направлены на повышение фактической доступности информации и ее проверяемости. Так, были предложены рекомендации по обязательному и более заметному раскрытию полной финансовой отчетности эмитента, поскольку в процессе проведения анализа нахождения именно финансовых отчетов было затруднено. Предлагается также ввести отчетность в формате «план перед IPO и факт после IPO». Необходимо развитие и внедрение машиночитаемого раскрытия данных, что упростило бы потенциальным инвесторам аналитическую работу в преддверии листинга. Предлагается формировать

таблицы, в которых бы сверялись скорректированные и маркетинговые показатели с официальной отчетностью, а также были раскрыты четко и пояснены формулы, используемые при подсчете нестандартных метрик. Указанные предложения не противоречат подходу Банка России, но дополняют его в более прикладном направлении, так как это может позволить инвестору не только получить более точную обобщенную информацию об эмитенте, но и самостоятельно проверить финансовые метрики, сопоставить прогнозы с фактическими результатами и оценить, насколько обоснованы и реальны представляемые в презентациях компанией показатели.

В совокупности полученные результаты подтверждают выдвинутые в работе гипотезы и вносят вклад в развитие теории рынка IPO за счёт группировки национальных рынков по типам динамики доходности, уточнения роли инвестиционного горизонта и срочности стратегий в формировании пост-IPO доходности и формирования доходных инвестиционных стратегий на рынках с учетом уровня их развития. Также расширяется представление об информационной асимметрии на рынках IPO.

Разработанный в диссертации подход и полученные выводы создают основу для дальнейших исследований в области анализа рынков IPO и могут быть использованы при изучении процессов развития рынков капитала, в том числе применительно к российской экономике.

Список литературы

Книги

1. Мельников, Р.М. Эконометрика : учебное пособие / Р.М. Мельников. – Москва : Проспект, 2014. – 288 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-392-13134-1.
2. Невежин, В. Эконометрические исследования : монография / В. Невежин. – Москва : Прометей, 2020. – 536 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-907244-33-7.

Нормативные правовые акты

3. О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг [Положение Банка России от 27 марта 2020 года № 714-П] / Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW (дата обращения: 05.04.2026).
4. О стандартах эмиссии ценных бумаг [Положение Банка России от 19 декабря 2019 года № 706-П] / Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_344933 (дата обращения: 06.04.2026).
5. Российская Федерация. Законы. О рынке ценных бумаг : федеральный закон : [принят Государственной Думой 22 апреля 1996 года]. – Справочно-правовая система «КонсультантПлюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения: 24.08.2026).

Диссертации

6. Главина, С. Г. Цикличность мирового рынка IPO и её влияние на процесс первичного публичного размещения : специальность 08.00.14. «Мировая экономика» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Главина Софья Григорьевна ; Российский университет дружбы народов. – Москва, 2017. – 216 с. – Библиогр. 162-178.

7. Напольнов, А. В. Структурирование первичных публичных размещений акций российских компаний : специальность 08.00.10. «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Напольнов Андрей Викторович ; Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. – Москва, 2011. – 227 с. – Библиогр. 165-177.

8. Шлык, П. В. Совершенствование механизма первичного публичного размещения акций по привлечению инвестиций в отечественную экономику : специальность 08.00.01. «Экономическая теория», 08.00.10. «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Шлык Павел Владимирович. – Москва, 2007. – 197 с. – Библиогр. 147-155.

Электронные ресурсы

9. Годовой отчет за 2023 год / МТС Банк : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.mtsbank.ru/upload/static/o-banke/raskritie-informacii/year-reports/godovoj-otchet-2023.pdf> (дата обращения: 02.02.2026).

10. Годовой отчет за 2024 год / IVA Technologies : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://iva.ru/assets/content/iva-ar2024-rus-book-0206-1925.pdf> (дата обращения: 02.02.2026).

11. Доклад Банка России от 14 июля 2025 года / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/content/document/file/178764/report_14072025.pdf (дата обращения: 10.02.2026).

12. Консолидированная финансовая отчетность по МСФО за 2023 год / ПАО МФК «Займер» : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://a86c67c4-67e6-418b-9b42-caca0ab7237c.selstorage.ru/PAO_MFK_Zajmer_MSFO_2023_compressed_d005d13833.pdf (дата обращения: 02.02.2026).

13. Московская Биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.moex.com/s19> (дата обращения: 01.04.2026). – Текст : электронный.

14. МСФО-отчетность АО «ВИ.ру» от 30.04.2024 / ВсеИнструменты.ру : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cdn.vseinstrumenti.ru/res/content/documents/msfo/МСФО%20Отчетность%20АО%20ВИ.ру_30.04.2024.pdf (дата обращения: 02.02.2026).

15. Правила листинга ПАО Московская Биржа [утверждены Наблюдательным советом ПАО Московская Биржа]. – Московская Биржа : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/ru/documents/257> (дата обращения: 06.04.2026).

16. РБК Инвестиции : информационный ресурс. – 2023. – 25 апреля. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/6447e7a99a794707f5946a01> (дата обращения: 05.02.2026).

17. Финансовая отчетность / Делимобиль : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://invest.delimobil.ru/financial#!/tab/456268526-3> (дата обращения: 02.02.2026).

18. Финансовая отчетность / Диасофт : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://>

www.diasoft.ru/investors/results-and-disclosure-center/reports-and-results/ (дата обращения: 02.02.2026).

19. Финансовая отчетность / КЛВЗ «Кристалл» : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://klvzk.ru/investor/?tab=financial_statements (дата обращения: 02.02.2026).

20. Финансовая отчетность / Segezha Group : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://segezha-group.com/upload/iblock/027/a16lplr3fldlv8bmks7896smgdglq5qb.pdf> (дата обращения: 02.02.2026).

21. Финансовая отчетность по МСФО за 2023 год / ПАО «Промомед» : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://promomed.ru/upload/iblock/dd9/vv6rhdehxqqv1yp8pj7v0z5uohkj5z4p/Финансовая%20отчетность%20по%20МСФО%20за%202023.pdf> (дата обращения: 02.02.2026).

22. Экспорт котировок : сервис исторических данных / Финам : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.finam.ru/quotes/stocks/russia/> (дата обращения: 24.02.2025).

Статьи

23. Абрамов, А.Е. IPO акций российских компаний: теория, индикаторы, тренды и перспективы / А.Е. Абрамов, М.И. Чернова // Финансовый журнал. – 2024. – № 6. Том 16. – С. 42-60. – ISSN 2075-1990.

24. Алексеев, М.А. Применимость закона Бенфорда для определения достоверности финансовой отчетности / М.А. Алексеев // Вестник НГУЭУ. – 2016. – № 4. – С. 114-128. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://nsuem.elpub.ru/jour/article/view/820> (дата обращения: 05.02.2026).

25. Алифанова, Е.Н. Институциональная парадигма функционирования фондового рынка: методологический подход /

Е.Н. Алифанова // Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ). – 2006. – № 22. – С. 65-76. – ISSN 1991-0533.

26. Гук, К.О. Нахождение оптимального портфеля ценных бумаг из набора активов / К.О. Гук, О.А. Мыльцина // Труды Московского физико-технического института. – 2022. – № 3 (55). Том 14. – С. 16-20. – ISSN 2072-6759.

27. Евлахова, Ю.С. Понятие финансового рынка с позиций современной теории финансов / Ю.С. Евлахова // Финансовый журнал. – 2011. – № 3. – С. 81-92. – ISSN 2075-1990.

28. Ершов, М.В. О новых планах расширения фондового рынка как важной национальной основы развития российской экономики / М.В. Ершов / Научные труды Вольного экономического общества России. – 2024. – № 4. Том 248. – С. 308-313. – ISSN 2072-2060.

29. Иванюк, В.А. Методы обнаружения кризисных ситуаций в экономике на ранних стадиях / В.А. Иванюк, Н.М. Абдикеев // Стратегические решения и риск-менеджмент. – 2017. – № 3 (102). – С. 10-14. – ISSN 2078-8886.

30. Казаков, В.В. Проблемы и перспективы внедрения финансовых инноваций в разрезе тенденций развития финансовых рынков / В.В. Казаков, А.Г. Ивасенко // Проблемы учета и финансов. – 2014. – № 3 (15). – С. 36-41. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/problemy-i-perspektivy-vnedreniya-finansovyh-innovatsiy-v-razreze-tendentsiy-razvitiya-finansovyh-rynkov> (дата обращения: 28.09.2025).

31. Махмуд, Ю.Х. Кластеризация рынков IPO на основе доходности портфелей с различными инвестиционными горизонтами / Е.Н. Алифанова, Ю.Х. Махмуд // Финансы, деньги, инвестиции. – 2026. – № 1(97). – С. 19-26. – ISSN 2222-0917.

32. Махмуд, Ю.Х. IPO на глобальных рынках: различия в доходности и динамике / Ю.Х. Махмуд // Вестник Академии знаний. – 2025. – № 3(68). – С. 648-655. – ISSN 2304-6139.

33. Махмуд, Ю.Х. Влияние размера и цены размещения на пост-IPO доходность: сравнительный анализ лидирующих развитых и формирующихся рынков / Ю.Х. Махмуд // Вестник Академии знаний. – 2025. – № 5(70). – С. 514-520. – ISSN 2304-6139.
34. Махмуд, Ю.Х. Оценка влияния корпоративного мошенничества на динамику акций при IPO / Ю.Х. Махмуд // Финансовая жизнь. – 2024. – № 4. – С. 21-26. – ISSN 2218-4708.
35. Махмуд, Ю.Х. Аномалии IPO: влияние на эффективность первичных публичных предложений / Ю.Х. Махмуд // Общество: политика, экономика, право. – 2024. – № 5(130). – С. 71-76. – ISSN 2071-9701.
36. Напольнов, А.В. Краткосрочная и среднесрочная доходность первичных публичных размещений акций российских компаний / А.В. Напольнов // Финансы и кредит. – 2010. – № 45 (429). – С. 60-71. – ISSN 2071-4688.
37. Носова, М.Г. Квантильная регрессия и ее преимущества / М.Г. Носова // Актуальные научные исследования в современном мире. – 2019. – № 8-1. – С. 93-96. – ISSN 2524-0986.
38. Попина, О.Ю. Оценка качества отчетов о движении денежных средств российских организаций с использованием закона Бенфорда / О.Ю. Попина, М.Ю. Савельева, Ю.Б. Бородина // Научные исследования: от теории к практике. – 2016. – № 4-2. – С. 187. – ISSN 2524-0986.
39. Рубцов, Б.Б. Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития / Б.Б. Рубцов, А.В. Напольнов // Стратегические решения и риск-менеджмент. – 2011. – № 5. – С. 60-69. – ISSN 2078-8886.
40. Сегаль, А.Е. Российский рынок IPO: феномен недооценки / А.Е. Сегаль, А.А. Галич, А.Г. Мирзоян // Вопросы экономики. – 2025. – № 10. – С. 104-130. – ISSN 0042-8736.

41. Aggarwal, R. Institutional allocation in initial public offerings: Empirical evidence / R. Aggarwal, N.R. Prabhala, M. Puri // *The Journal of Finance*. – 2002. – № 3. Volume 57. – P. 1421-1442. – ISSN 0022-1082.
42. Ahmad-Zaluki, N.A. The long run share price performance of Malaysian initial public offerings (IPOs) / N.A. Ahmad-Zaluki, K. Campbell, A. Goodacre // *Journal of Business Finance & Accounting*. – 2007. – № 1-2. Volume 34. – P. 78-110. – ISSN 0306-686X.
43. Allen, F. Principles of corporate finance / F. Allen, R.A. Brealey, S.C. Myers. – New York : McGraw-Hill/Irwin, 2011. – P. 1043. – ISBN 978-0-07-131417-6.
44. Ang, A. Is IPO underperformance a peso problem? / A. Ang, L. Gu, Y.V. Hochberg // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2007. – № 3. Volume 42. – P. 565-594. – ISSN 0022-1090.
45. Apaitan, T. Uncertainty in an emerging market economy: evidence from Thailand / T. Apaitan, P. Luangaram, P. Manopimoke // *Empirical Economics*. – 2022. – № 3. Volume 62. – P. 933-989. – ISSN 0377-7332.
46. Arthurs, J.D. Signaling and initial public offerings: The use and impact of the lockup period / J.D. Arthurs [et al.] // *Journal of Business Venturing*. – 2009. – № 4. Volume 24. – P. 360-372. – ISSN 0883-9026.
47. Benveniste, L.M. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues / L.M. Benveniste, P.A. Spindt // *Journal of Financial Economics*. – 1989. – № 2. Volume 24. – P. 343-361. – ISSN 0304-405X.
48. Berger, A. The mathematics of Benford's law: a primer / A. Berger, T.P. Hill // *Statistical Methods & Applications*. – 2021. – № 3. Volume 30. – P. 779-795. – ISSN 1618-2510.
49. Biemudo, K. An empirical analysis on the impact of international trade in Philippine economic growth / K. Biemudo, R. Antonio, N.A.J. Agustin // *Journal of Economics, Finance and Accounting Studies*. – 2022. – № 1. Volume 4. – P. 607-628. – ISSN 2709-0809.

50. Bogle, J.C. The little book of common sense investing: the only way to guarantee your fair share of stock market returns / J. C. Bogle. – Hoboken : John Wiley & Sons, 2017. – P. 304. – ISBN 978-1-119-40450-7.

51. Boulton, T.J. Conservatism and international IPO underpricing / T.J. Boulton, S.B. Smart, C.J. Zutter // Journal of International Business Studies. – 2017. – № 6. Volume 48. – P. 763-785. – ISSN 0047-2506.

52. Boulton, T.J. IPO underpricing and international corporate governance / T.J. Boulton, S.B. Smart, C.J. Zutter // Journal of International Business Studies. – 2010. – № 2. Volume 41. – P. 206-222. – ISSN 0047-2506.

53. Boulton, T.J. The impact of institutional quality on initial public offerings / T.J. Boulton [et al.] // Journal of Economics and Business. – 2014. – Volume 73. – P. 65-96. – ISSN 0148-6195.

54. Bradley, D.J. Venture capital and IPO lockup expiration: An empirical analysis / D.J. Bradley [et al.] // Journal of Financial Research. – 2001. – № 4. Volume 24. – P. 465-493. – ISSN 0270-2592.

55. Brau, J.C. Initial public offerings: An analysis of theory and practice / J.C. Brau, S.E. Fawcett // The Journal of Finance. – 2006. – № 1. Volume 61. – P. 399-436. – ISSN 0022-1082.

56. Brav, A. Insider trading subsequent to initial public offerings: Evidence from expirations of lock-up provisions / A. Brav, P.A. Gompers // SSRN Electronic Journal. – 2000. – DOI отсутствует. – URL: <https://ssrn.com/abstract=204094> (дата обращения: 15.10.2024).

57. Brav, A. Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies / A. Brav, P.A. Gompers // The Journal of Finance. – 1997. – № 5. Volume 52. – P. 1791-1821. – ISSN 0022-1082.

58. Burton, L. He got their number: Scientist uses math to thwart financial fraud / L. Burton // Wall Street Journal. – 1995. – Volume. 10. – P. B1.

59. Carter, R. B. Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks / R. B. Carter, F. H. Dark, A. K. Singh // *The Journal of Finance*. – 1998. – № 1. Volume 53. – P. 285-311. – ISSN 0022-1082.

60. Chapter 18A Biotech Companies : rulebook / HKEX. – Текст : электронный. – URL: <https://en-rules.hkex.com.hk/rulebook/chapter-18a-biotech-companies> (дата обращения: 06.03.2025).

61. Chemmanur, T.J. A theory of the going-public decision / T.J. Chemmanur, P. Fulghieri // *The Review of Financial Studies*. – 1999. – № 2. Volume 12. – P. 249-279. – ISSN 0893-9454.

62. China and Hong Kong IPO markets 2024 review and 2025 outlook : report / KPMG : official site. – 2024. – Текст : электронный. – URL: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/cn/pdf/en/2024/12/china-hk-ipo-markets-2024-review-and-2025-outlook.pdf> (дата обращения: 03.03.2025).

63. Choe, H. Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence / H. Choe, R.W. Masulis, V. Nanda // *Journal of Empirical Finance*. – 1993. – № 1. Volume 1. – P. 3-31. – ISSN 0927-5398.

64. Cox, R. Regulatory certification, risk factor disclosure, and investor behavior / R. Cox, P. de Goeij // *Review of Finance*. – 2020. – № 5. Volume 24. – P. 1079-1106. – ISSN 1572-3097.

65. Davidson, R.H. Who did it matters: Executive equity compensation and financial reporting fraud / R.H. Davidson // *Journal of Accounting and Economics*. – 2022. – № 2-3. Volume 73. – ISSN 0165-4101.

66. De la Torre, A. Emerging capital markets and globalization: the Latin American experience / A. De la Torre, S.L. Schmukler. – Stanford : Stanford University Press, 2007. – 224 p. – ISBN 978-0-8047-5719-5.

67. Derrien F. IPO pricing in “hot” market conditions: Who leaves money on the table? // *The journal of finance*. – 2005. – №. 1. Volume 60. – P. 487-521. – ISSN 0022-1082.

68. Dicle, M.F. IPO activity and market volatility / M.F. Dicle, J. Levendis // *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*. – 2018. – № 1. Volume 7. – P. 2-13. – ISSN 2045-2101.

69. Dupont, A. B. IPO Short- and Long-Term Performance in Western Europe: An Empirical Study : master's thesis / A. B. Dupont, A. M. L. Holst ; supervisor E. S. Nielsen ; Copenhagen Business School. – Copenhagen, 2024. – 120 p. – Текст : электронный. – URL: https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/108038799/1795961_IPO_Short_and_Long_Term_Performance_in_Western_Europe_An_Empirical_Study.pdf (дата обращения: 03.07.2025).

70. Durtschi, C. The effective use of Benford's law to assist in detecting fraud in accounting data / C. Durtschi, W. Hillison, C. Pacini // *Journal of Forensic Accounting*. – 2004. – № 1. Volume 5. – P. 17-34. – ISSN 1524-5586.

71. Euronext IPO Guide : report / Euronext : official site. – 2025. – Текст : электронный. – URL: https://www.euronext.com/sites/default/files/2025-03/ENX_IPO-Guide_Brochure-EN_1.pdf (дата обращения: 22.04.2025).

72. Fama, E.F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work / E.F. Fama // *The Journal of Finance*. – 1970. – № 2. Volume 25. – P. 383-417. – ISSN 0022-1082.

73. Field, L.C. The expiration of IPO share lockups / L.C. Field, G. Hanka // *The Journal of Finance*. – 2001. – № 2. Volume 56. – P. 471-500. – ISSN 0022-1082.

74. Fishe, R.P.H. How stock flippers affect IPO pricing and stabilization / R.P.H. Fishe // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2002. – № 2. Volume 37. – P. 319-340. – ISSN 0022-1090.

75. Fleming, A.S. Financial reporting fraud: Public and private companies / A.S. Fleming [et al.] // *Journal of Forensic Accounting Research*. – 2016. – № 1. Volume 1. – P. A27-A41. – ISSN 2380-2138.

76. FTSE Russell equity country classification : matrix of markets / LSEG : official site. – Текст : электронный. – URL: <https://www.lseg.com/content/>

dam/ftse-russell/en_us/documents/country-classification/matrix-of-markets.pdf
(дата обращения: 03.05.2026).

77. Global IPO trends 2022 : report / EY : official site. – 2022.
– Текст : электронный. – URL: <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-gl/insights/ipo/documents/ey-global-ipo-trends-2022-v1.pdf> (дата обращения: 06.03.2025).

78. Global IPO trends Q4 2019 : report / EY : official site. – 2019.
– Текст: электронный. – URL: <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-cn/services/ipo/documents/ey-global-ipo-trends-q4-2019.pdf> (дата обращения: 06.03.2025).

79. Global IPO Watch 2024 : report / PwC. – 2024. – Текст :
электронный. – URL: <https://www.pwc.co.uk/risk/assets/pdf/ipo/global/global-ipo-watch-2024.pdf> (дата обращения: 06.03.2025).

80. Global IPO Watch 2025 : report / PwC Global IPO Centre. – 2025.
– Текст : электронный.
– URL: <https://www.pwc.co.uk/risk/assets/pdf/ipo/global/global-ipo-watch-2025.pdf> (дата обращения: 06.03.2025).

81. Going Public: A guide to your successful IPO : report / Deutsche Börse AG : official site. – 2023. – Текст : электронный. – URL: <https://www.cashmarket.deutsche-boerse.com/resource/blob/4751682/10ad69c5cd784fd2d8b43a921eaa045c/data/IP-O%20Guide%20EN.pdf> (дата обращения: 22.04.2025).

82. Gompers, P.A. The really long-run performance of initial public offerings: The pre-Nasdaq evidence / P.A. Gompers, J. Lerner // The Journal of Finance. – 2003. – № 4. Volume 58. – P. 1355-1392. – ISSN 0022-1082.

83. Gupta, G. Impact of new SEBI regulations on IPO(s) in India / G. Gupta, F. Rakhecha // Indian Journal of Integrated Research in Law. – 2022. – Volume 2. – P. 1. – ISSN 2583-0538.

84. Gustafson, M. The evolution of IPO bookbuilding / M. Gustafson [et al.]. – 2024. – Текст : электронный. – DOI: 10.2139/ssrn.3830911. – URL: <https://ssrn.com/abstract=3830911> (дата обращения: 20.09.2025).
85. Hadi, D.M. Turkish Lira crisis and its impact on sector returns / D.M. Hadi [et al.] // Finance Research Letters. – 2023. – Volume 52. – ISSN 1544-6123.
86. Hajilee, M. Exchange rate volatility and stock market development in emerging economies / M. Hajilee, O.M. Al Nasser // Journal of Post Keynesian Economics. – 2014. – № 1. Volume 37. – P. 163-180. – ISSN 0160-3477.
87. Hirshleifer, D. Behavioral finance / D. Hirshleifer // Annual Review of Financial Economics. – 2015. – № 1. Volume 7. – P. 133-159. – ISSN 1941-1367.
88. Hossain, M.S. Post IPO operating performance in Bangladesh / M.S. Hossain, M.S. Khan // International Journal of Accounting & Finance Review. – 2021. – № 1. Volume 7. – P. 1-16. – ISSN 2576-1285.
89. Huang, Y.S. Financial market development, market transparency, and IPO performance / Y.S. Huang, M. Li, C.R. Chen // Pacific-Basin Finance Journal. – 2019. – Volume 55. – P. 63-81. – ISSN 0927-538X.
90. Ibbotson, R.G. Initial public offerings / R.G. Ibbotson, J.R. Ritter // Handbooks in Operations Research and Management Science. – 1995. – Volume 9. – P. 993-1016. – ISBN 978-0-444-89084-9.
91. Ibbotson, R.G. Price performance of common stock new issues / R.G. Ibbotson // Journal of Financial Economics. – 1975. – № 3. Volume 2. – P. 235-272. – ISSN 0304-405X.
92. India IPO trends report / EY India : official site. – Текст : электронный. – URL: https://www.ey.com/en_in/services/ipo/india-ipo-trends-report (дата обращения: 06.03.2025).
93. India's biggest IPOs before Hyundai Motor unit flotation / Reuters. – 2024. – 9 October. – Текст : электронный. – URL: <https://www.reuters.com/business/autos-transportation/indias-biggest-ipos-before-hyundai-motor-unit-flotation-2024-10-09> (дата обращения: 06.03.2025).

94. Kim, J.B. The aftermarket performance of initial public offerings in Korea / J.B. Kim, I. Krinsky, J. Lee // Pacific-Basin Finance Journal. – 1995. – № 4. Volume 3. – P. 429-448. – ISSN 0927-538X.
95. Ljungqvist, A. Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing / A. Ljungqvist, V. Nanda, R. Singh // The Journal of Business. – 2006. – № 4. Volume 79. – P. 1667-1702. – ISSN 0021-9398.
96. Ljungqvist, A.P. IPO allocations: Discriminatory or discretionary? / A.P. Ljungqvist, W.J. Wilhelm Jr // Journal of Financial Economics. – 2002. – № 2. Volume 65. – P. 167-201. – ISSN 0304-405X.
97. Loughran, T. The new issues puzzle / T. Loughran, J.R. Ritter // The Journal of Finance. – 1995. – № 1. Volume 50. – P. 23-51. – ISSN 0022-1082.
98. Loughran, T. Why has IPO underpricing changed over time? / T. Loughran, J. Ritter // Financial Management. – 2004. – № 3. Volume 33. – P. 5-37. – ISSN 0046-3892.
99. Lucas, D.J. Equity issues and stock price dynamics / D.J. Lucas, R.L. McDonald // The Journal of Finance. – 1990. – № 4. Volume 45. – P. 1019-1043. – ISSN 0022-1082.
100. Lyon, J.D. Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns / J.D. Lyon, B.M. Barber, C.L. Tsai // The Journal of Finance. – 1999. – № 1. Volume 54. – P. 165-201. – ISSN 0022-1082.
101. Makrominas, M. IPO determinants of delisting risk: Lessons from the Athens Stock Exchange / M. Makrominas, Y. Yiannoulis // Accounting Forum. – 2021. – № 3. Volume 45. – P. 307-331. – ISSN 0155-9982.
102. Mehmood, W. A review of IPO underpricing: evidences from developed, developing and emerging markets / W. Mehmood, R.M. Rashid, A.H. Tajuddin // Journal of Contemporary Issues and Thought. – 2021. – № 1. Volume 11. – P. 1-19. – ISSN 2232-0032.
103. Mehmood, W. Inclusive mapping of initial public offerings: a bibliometric and literature review study / W. Mehmood [et al.] // Quality & Quantity. – 2023. – № 1. Volume 57. – P. 655-700. – ISSN 0033-5177.

104. Mello, A.S. Going public and the ownership structure of the firm / A.S. Mello, J.E. Parsons // *Journal of Financial Economics*. – 1998. – № 1. Volume 49. – P. 79-109. – ISSN 0304-405X.

105. Miller, E.M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion / E.M. Miller // *The Journal of Finance*. – 1977. – № 4. Volume 32. – P. 1151-1168. – ISSN 0022-1082.

106. Miller, S.J. Benford's law / ed. by S.J. Miller. – Princeton : Princeton University Press. – 2015. – P. 464. – ISBN 978-0-691-14761-1.

107. Moshirian, F. Model specification and IPO performance: New insights from Asia / F. Moshirian, D. Ng, E. Wu // *Research in International Business and Finance*. – 2010. – № 1. Volume 24. – P. 62-74. – ISSN 0275-5319.

108. Nigrini, M.J. Applying Benford's law to tax compliance / M.J. Nigrini // *Journal of the American Tax Association*. – 1996. – № 1. Volume 18. – P. 72. – ISSN 0198-9073.

109. Nigrini, M.J. Audit sampling using Benford's law: a review of the literature with some new perspectives / M.J. Nigrini // *Journal of Emerging Technologies in Accounting*. – 2017. – № 2. Volume 14. – P. 29-46. – ISSN 1554-1908.

110. Nugraha, N.M. The influence of macroeconomic factors on the volatility of composite price stock index: A study on the Indonesia Stock Exchange / N.M. Nugraha [et al.] // *International Journal of Psychosocial Rehabilitation*. – 2020. – № 1. Volume 24. – P. 2507-2513. – ISSN 1475-7192.

111. Nwaobia, A.N. Financial reporting quality on investors' decisions / A.N. Nwaobia [et al.] // *International Journal of Economics and Financial Research*. – 2013. – № 7. Volume 2. – P. 140-147. – ISSN 2411-9407.

112. Pagano, M. Why do companies go public? An empirical analysis / M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales // *The Journal of Finance*. – 1998. – № 1. Volume 53. – P. 27-64. – ISSN 0022-1082.

113. Panna, M. Note on simple and logarithmic return / M. Panna // APSTRACT: Applied Studies in Agribusiness and Commerce. – 2017. – № 1. Volume 11. – P. 127-136. – ISSN 1789-221X.

114. Quick, R. Benford's Law in German financial statements / R. Quick, M. Wolz // Finance India. – 2005. – № 4. Volume 19. – P. 1285-1302. – ISSN 0970-3772.

115. Rathnayake, D.N. Are IPOs underpriced or overpriced? Evidence from an emerging market / D.N. Rathnayake [et al.] // Research in International Business and Finance. – 2019. – № 4. Volume 50. – P. 171-190. – ISSN 0275-5319.

116. Registration statement (Form F-1/A) / U.S. Securities and Exchange Commission : EDGAR. – 2019. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1721181/000119312519078569/d651152dfla.htm> (дата обращения: 06.03.2025).

117. Ritter, J.R. A review of IPO activity, pricing, and allocations / J.R. Ritter, I. Welch // The Journal of Finance. – 2002. – № 4. Volume 57. – P. 1795-1828. – ISSN 0022-1082.

118. Ritter, J.R. Differences between European and American IPO markets / J.R. Ritter // European Financial Management. – 2003. – № 4. Volume 9. – P. 421-434. – ISSN 1354-7798.

119. Ritter, J.R. Equilibrium in the initial public offerings market / J.R. Ritter // Annual Review of Financial Economics. – 2011. – № 1. Volume 3. – P. 347-374. – ISSN 1941-1367.

120. Ritter, J.R. Initial public offerings: updated long-run statistics 1980-2023 / J.R. Ritter. – Gainesville : Warrington College of Business, University of Florida, 2025. – 28 p. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/> (дата обращения: 24.02.2025).

121. Ritter, J.R. The long-run performance of initial public offerings / J.R. Ritter // The Journal of Finance. – 1991. – № 1. Volume 46. – P. 3-27. – ISSN 0022-1082.

122. Rock, K. Why new issues are underpriced / K. Rock // Journal of Financial Economics. – 1986. – № 1-2. Volume 15. – P. 187-212. – ISSN 0304-405X.

123. Schultz, P. Pseudo market timing and the long-run underperformance of IPOs / P. Schultz // The Journal of Finance. – 2003. – № 2. Volume 58. – P. 483-517. – ISSN 0022-1082.

124. SEBI : official site. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://www.sebi.gov.in> (дата обращения: 06.03.2025). – Текст : электронный.

125. Shehadeh, A.A. Detecting and analysing possible outliers in global stock market returns / A.A. Shehadeh, S.M. Alwadi, M.I. Almaharmeh // Cogent Economics & Finance. – 2022. – № 1. Volume 10. – ISSN 2332-2039.

126. Shiller, R.J. Speculative prices and popular models / R.J. Shiller // Journal of Economic Perspectives. – 1990. – № 2. Volume 4. – P. 55-65. – ISSN 0895-3309.

127. Shmarlovskaya, G. Trends, problems and prospects of the IPO's market development / G. Shmarlovskaya, Y. Nichkasova, K. Sadvokasova // Bulletin of the National Academy of Sciences of the Republic of Kazakhstan. – 2018. – № 4. Volume 374 – P. 86-98. – ISSN 1991-3494.

128. Smith, S.C. New issues in emerging markets: determinants, effects, and stock market performance of IPOs in Korea / S.C. Smith, H. Chun // Journal of Emerging Market Finance. – 2003. – № 3. Volume 2. – P. 253-285. – ISSN 0972-6527.

129. Statista : official site. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.statista.com/?srsltid=AfmBOop9XVyRihQAHFnYqQVi1pwV38cErAoVuwl1F5vcSJXA09iL_R8 (дата обращения: 06.03.2025).

130. Unfair advantage: why an IPO drought is hitting the ASX / News.com.au. – Текст : электронный. – URL: <https://www.news.com.au/finance/unfair-advantage-why-an-ipo-drought-is-hitting-the-asx/news-story> (дата обращения: 03.03.2025).

131. USA. Laws. Sarbanes-Oxley Act of 2002 : акт [принят 30 июля 2002 года]. – U.S. Securities and Exchange Commission : official site. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sec.gov/rules-regulations/statutes-regulations> (дата обращения: 11.03.2026)

132. USA. Laws. Securities Act of 1933 : акт [принят 27 мая 1933 года]. – U.S. Securities and Exchange Commission : official site. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sec.gov/rules-regulations/statutes-regulations> (дата обращения: 11.04.2025).

133. Viet Nam's economy forecast to grow 6.8 percent in 2025 / World Bank: official site. – 2025. – 12 March. – Текст : электронный. – URL: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2025/03/12/viet-nam-s-economy-forecast-to-grow-6-8-percent-in-2025-wb> (дата обращения: 06.03.2025).

134. Yung, C. Moral hazard, asymmetric information and IPO lockups / C. Yung, J.F. Zender // Journal of Corporate Finance. – 2010. – № 3. Volume 16. – P. 320-332. – ISSN 0929-1199.

135. Zhang, Z. Global IPO underpricing during the Covid-19 pandemic: The impact of firm fundamentals, financial intermediaries, and global factors / Z. Zhang, S. Neupane // International Review of Financial Analysis. – 2024. – Volume 91. – ISSN 1057-5219.

136. 2024 report on Hong Kong-listed biotech companies : survey / Skadden. – 2024. – Текст : электронный. – URL: <https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2024/06/2024-report-on-hong-kong-listed-biotech-companies/hk-biotech-survey-en-june-2024.pdf> (дата обращения: 06.03.2025).

Приложение А
(информационное)

Сравнительная характеристика и формирование выборки

Таблица А.1 - Сравнительная характеристика структуры, процедур и этапов проведения IPO на развитых и формирующихся рынках

Критерий сравнения	США	Страны ЕС	Китай	Индия	Россия
1	2	3	4	5	6
Тип рынка	Развитый рынок	Развитый рынок	Форм. рынок	Форм. рынок	Форм. рынок
Структура IPO: основные элементы	Эмитент; SEC; фондовые биржи NYSE и NASDAQ; андеррайтеры, как правило крупные инвест. банки; институциональные и частные инвесторы; регистрационная форма S-1	Эмитент; национальный компетентный орган конкретной страны; фондовые биржи и торговые площадки; андеррайтеры; институциональные инвесторы; проспект ценных бумаг	Эмитент; CSRC; фондовые биржи Шанхая, Шэньчжэня и Пекина; специализированные площадки STAR Market и ChiNext; андеррайтеры; значительная доля розничных инвесторов	Эмитент; SEBI; Национальная фондовая биржа и Бомбейская фондовая биржа; специальные платформы для малых и средних предприятий; институциональные, розничные и неинституциональные инвесторы; проспект эмиссии	Эмитент; Банк России; Московская биржа и СПБ биржа; организаторы размещения и андеррайтер; инвесторы, преимущественно внутренние; уровни листинга; специальные сегменты, включая Сектор РИИ и Сектор роста
Основные процедуры IPO	Подача регистрационного заявления в SEC; раскрытие финансовой информации, рисков, стратегии бизнеса; проведение роуд-шоу; формирование книги заявок; определение цены размещения; возможное применение механизмов стабилизации, включая greenshoe и reverse greenshoe	Подготовка и утверждение проспекта ценных бумаг; раскрытие информации в соответствии с общеевропейскими и национальными требованиями роуд-шоу; букбилдинг; возможное использование двойного листинга; применение механизмов стабилизации после размещения	Переход от разрешительной к регистрационной модели IPO; проверка полноты и достоверности раскрываемой информации; унификация процедур для основных бирж; рыночное ценообразование при сохранении значительного государственного контроля	Предварительная проверка компании и проектов; подача проспекта регулятору; выпуск ценных бумаг в бездокумент. форме; использование фиксированной цены или букбилдинга; регулирование распределения акций между категориями инвесторов; проведение очных и виртуальных роуд-шоу	Подготовка эмитента к публичному статусу; раскрытие информации; соблюдение требований листинга; организация размещения на Московской бирже; маркетинг среди инвесторов; формирование спроса; определение цены и размещение акций

Продолжение таблицы А.1

1	2	3	4	5	6
Ключевые этапы проведения IPO	1. Подготовка эмитента и аудит. 2. Выбор андеррайтера. 3. Подача формы S-1 в SEC. 4. Проверка документов регулятором. 5. Роуд-шоу и букбилдинг	1. Выбор страны и биржевой площадки. 2. Подготовка проспекта. 3. Рассмотрение документов национальным регулятором. 4. Маркетинг размещения и роуд-шоу. 5. Сбор заявок инвесторов	1. Подготовка эмитента и раскрытие информации. 2. Подача документов через биржу и регулятора. 3. Проверка полноты и достоверности сведений. 4. Регистрация выпуска	1. Оценка компании и целей привлечения капитала. 2. Проверка финансирования проектов. 3. Подготовка и подача проспекта. 4. Рассмотрение документов SEBI. 5. Выбор способа ценообразования	1. Подготовка компании к публичному размещению. 2. Выбор площадки и уровня листинга. 3. Подготовка документов и раскрытие информации. 4. Взаимодействие с регулятором и биржей. 5. Сбор заявок инвесторов
Отличия и особенности	Наиболее стандартизир. и развитая модель IPO. Высокая роль раскрытия информации, институциональных инвесторов и андеррайтеров. Рынок отличается глубокой инфраструктурой и значительной предсказуемостью процедур	Сочетание общих регуляторных требований ЕС и национальных органов. В отличие от США, акцент делается не на форме S-1, а на проспекте ценных бумаг. Также ориентация на упрощение доступа к рынку для МСП	Китайская модель сближается с практиками развитых рынков за счет регистрационной системы, однако сохраняет высокую степень государственного участия. Особую роль играют площадки для технологических и инновационных компаний	Индия сочетает активный рост рынка IPO с сильным регуляторным контролем. Важная особенность - установленные доли участия разных групп инвесторов и развитие специальных биржевых сегментов для МСП	Российский рынок IPO развивается в условиях санкционных ограничений, сокращения внешних источников капитала и переориентации на внутренний рынок. Основной площадкой является Московская биржа, а двойной листинг стал менее распространенным

Источник: составлено автором.

Таблица А.2 - этап формирования выборки для анализа кумулятивной доходности акций компаний, выходящих на IPO 2015-2025 гг.

Параметр	Описание параметра	Данные
Год	Год проведения IPO	2016
Дата листинга (INTL)	Дата начала торгов акциями на бирже	28.09.2016
Дата объявления	Дата официального объявления о намерении провести IPO	13.09.2016
Тикер эмитента	Символ компании, используемый в Bloomberg	1658 HK
Название эмитента	Полное наименование компании, проводящей размещение	Postal Savings Bank of China Co Ltd
Размер предложения (М)	Общий объём привлечённых средств в миллионах валюты предложения	7 623,92
Тип предложения	Классификация размещения	IPO,Primary Share Offering,PE Backed,HongKong H Share,REG S,Rule 144A
Цена предложения	Фиксированная цена акций на этапе размещения	4,76
Дата ценообразования	Дата, на которую была определена цена IPO	21.09.2016
Валюта предложения	Валюта, в которой были номинированы акции и производилась подписка	HKD
Имя тикера	Полный идентификатор с указанием типа инструмента	1658 HK Equity

Источник: составлено автором по данным Bloomberg 2025.

Приложение Б
(информационное)

Анализ влияние объёмов размещения на пост-IPO доходность

Таблица Б.1 - Распределение IPO по размеру привлечённого капитала (Индия, млн долларов, 2015-2025 гг.)

Размер размещения в млн долларов США								
Рынок	Кол-во IPO	Средний размер	Стандарт. отклонение	Мин. размер	25 %	50 %	75 %	Макс. размер
IN 0	354	0,7403	0,3074	0,0403	0,5226	0,6981	0,9981	1,3187
IN 1	353	2,2211	0,5920	1,3194	1,6876	2,2103	2,7654	3,3080
IN 2	354	7,5673	4,6884	3,3085	4,3189	6,0276	8,4736	23,5427
IN 3	347	227,665	361,5128	23,7206	67,51	101,46	213,51	3337,7300

Источник: составлено автором.

Таблица Б.2 - Пост-IPO доходность по стратегиям удержания и долгосрочному периоду (Индия) в квартилях по размеру размещения

Доходность определенной стратегии						
Рынок	Количество IPO	3 Месяца	6 Месяцев	9 Месяцев	12 Месяцев	весь период (140 месяцев)
IN 0	354	0,529	0,758	1,101	1,537	1,462
IN 1	353	2,549	0,563	1,433	1,226	0,971
IN 2	354	2,821	1,312	1,256	1,534	1,022
IN 3	347	0,394	0,735	0,717	0,470	0,162

Источник: составлено автором.

Таблица Б.3 - Распределение IPO по объёмам размещений на Российском рынке 2015-2025 гг.

Квартиль	Кол-во IPO	Средний размер	Стандарт. отклонение	Мин. размер	25 %	50 %	75 %	Макс. размер
V 0	13	25,92	17,96	2	4	36	37	46
V 1	10	78,20	30,28	47	55,25	66,5	97,25	128
V 2	11	192,55	40,89	136	169,5	183	229	250
V 3	11	731,09	492,45	300	431	500	845	1740

Источник: составлено автором.

Таблица Б.4 - Пост-IPO доходность по стратегиям удержания и долгосрочному периоду на российском рынке в квартилях по объёмам размещения 2015-2025гг.

Квартиль	3М	6М	9М	12М	140М (~10 лет)
V 0	-0,1545	-0,3103	-0,2540	-0,3565	-0,1545
V 1	+0,0768	+0,0540	+0,0625	+0,0560	+0,0768
V 2	-0,1312	-0,1784	-0,0915	+0,0669	-0,1312
V 3	-0,1834	-0,3045	-0,2752	-0,2929	-0,1834

Источник: составлено автором.

Приложение В
(информационное)

Регрессионный анализ

Таблица В.1 – Фрагмент формирования данных компании, которые провели IPO

Параметр	Компания 1	Компания 2	Компания 3126
Дата объявления	07/13/2023	11/15/2021	10/24/2003
Европейская дата	13.07.2023	15.11.2021	24.10.2003
Тикер эмитента	SIDU US	CCAP US	AIZ US
Тикер	MBX US Equity	CCAP US Equity	AIZ US Equity
Название эмитента	MBX Biosciences, Inc.	Crescent Capital BDC Inc	Assurant Inc
Размер предложения (млн)	8,5	53,325	2024
Тип предложения	IPO,Primary Share Offering	IPO,Primary Share Offering,Accelerated Bookbuild	IPO,Secondary Share Offering
Этап предложения	Trading	Trading	Trading
Цена предложения	15,4	21,33	22
Цена закрытие	14,49	17,65	170,6
Сектор	Biotech	Financials	Financials

Источник: составлено автором по данным Bloomberg 2025.

Таблица В.2 - Результаты квантильной регрессии с учетом доходности IPO до лок-ап периода, CHIP и движения рынка

Данные квантильной регрессии с доходностью IPO до лок-ап периода, CHIP и движением рынка: SP&500 и NASDAQ				
Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	-5,873371	2,661350	2,206915	0,0274
CHIP	5,515575	3,089411	1,785316	0,0744
SPX1	1,137389	0,000992	-2,706233	0,0069
Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	-9,145039	1,736181	-5,267330	0,0000
CHIP	10,90774	3,036454	3,592262	0,0003
NDQ1	1,036041	0,119164	8,694258	0,0000
Примечание - Зависимая переменная: R1; метод: квантильная регрессия (медиана); включенные наблюдения: 2052; робастные стандартные ошибки и ковариация по Хуберу; метод оценки плотности: ядро Эпанечникова; ширина окна по методу Холла–Шизера (bw = 0,076456); получено единственное оптимальное решение				

Источник: составлено автором.

Таблица В.3 - Результаты квантильной регрессии с учетом доходности IPO до локап периода, CHIP и контрольных переменных

Данные квантильной регрессии с доходностью IPO до лок-ап периода, CHIP и контрольных переменных				
Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	-6,529625	8,274271	-0,789148	0,4301
CHIP	6,076900	3,141551	1,934363	0,0532
SPX1	1,231497	0,147921	8,325366	0,0000
START/365-2002 (year of IPO)	-1,019579	0,165942	-6,144188	0,0000
START/365-INC	0,134559	0,099186	1,356623	0,1751
LOG(1+SIZE) (offer size)	3,044801	0,742455	4,100991	0,0000
SECTOR="Communication Services"	-18,22916	8,741056	-2,085464	0,2372
SECTOR="Consumer Discretionary"	-4,883317	7,739134	-0,630990	0,5281
SECTOR="Consumer Staples"	-2,152016	10,36030	-0,207718	0,8355
SECTOR="Energy"	-1,908653	7,689327	-0,248221	0,8040
SECTOR="Financials"	-1,590174	7,451358	-0,213407	0,8310
SECTOR="Health Care"	-4,696742	7,519494	-0,624609	0,5323
SECTOR="Industrials"	-2,275260	7,964950	-0,285659	0,7752
SECTOR="Information Technology"	-2,174758	7,726614	-0,281463	0,7784
SECTOR="Materials"	3,770876	9,576347	0,393770	0,6938
SECTOR="Real Estate"	-6,044290	7,560794	-0,799425	0,4241
Примечание - Зависимая переменная: R1; метод: квантильная регрессия (медиана); включенные наблюдения: 2052; робастные стандартные ошибки и ковариация по Хуберу (Huber Sandwich); метод оценки плотности: ядро Эпанечникова; метод выбора ширины окна: Холла-Шизера (bw = 0,076456); оценивание выполнено успешно				

Источник: составлено автором.

Таблица В.4 - Анализ результатов регрессии наименьших квадратов с доходностью IPO после лок-ап периода, CHIP и контрольными переменными

Данные регрессий с доходностью IPO после лок-ап периода, CHIP и контрольными переменными.				
Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	3,262983	8,299020	0,393177	0,6942
CHIP	-2,814449	3,899183	-0,721805	0,4705
SPX2	1,443998	0,122496	11,78814	0,0000
START/365-2002	-1,485297	0,195549	-7,595531	0,0000
START/365-INC	0,011538	0,107138	0,107695	0,9142
LOG(1+SIZE)	5,084215	0,842940	6,031527	0,0000
SECTOR="Communication Services"	-34,47667	9,739582	-3,539851	0,0004
SECTOR="Consumer Discretionary"	-12,82364	7,732214	-1,658470	0,0974
SECTOR="Consumer Staples"	-27,00822	9,393100	-2,875325	0,0041
SECTOR="Energy"	-20,37262	7,892415	-2,581291	0,0099
SECTOR="Financials"	-14,75972	7,450623	-1,981005	0,0477
SECTOR="Health Care"	-26,23694	7,626793	-3,440101	0,0006
SECTOR="Industrials"	-18,37263	7,719522	-2,380022	0,0174
SECTOR="Information Technology"	-21,29891	7,902211	-2,695310	0,0071
SECTOR="Materials"	-27,18160	8,541109	-3,182444	0,0015
SECTOR="Real Estate"	-19,66595	7,789627	-2,524632	0,0117
Примечание - Зависимая переменная: R2; метод наименьших квадратов; включенные наблюдения: 2052; Гетероскедастичность по Хуберу-Уайту-Хинкли (HC1) состоятельные стандартные ошибки и ковариация				

Источник: составлено автором.

Таблица В.5 - Обзор регрессии наименьших квадратов с взвешивающим рядом - размер, с доходностью IPO до лок-ап периода, CHIP и контрольными переменными

Данные регрессий с взвешивающим рядом – размер предложения				
Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	18,39246	19,43658	0,946281	0,3441
CHIP	9,725941	4,760609	2,043004	0,0412
SPX1	1,190540	0,203532	5,849414	0,0000
START/365-2002	-1,841392	0,331222	-5,559383	0,0000
START/365-INC	0,185191	0,156458	1,183650	0,2367
LOG(1+SIZE)	-2,222797	1,444201	-1,539119	0,1239
SECTOR="Communication Services"	-17,01498	19,14541	-0,888724	0,3743
SECTOR="Consumer Discretionary"	2,162473	17,72925	0,121972	0,9029
SECTOR="Consumer Staples"	9,342998	18,40146	0,507731	0,6117
SECTOR="Energy"	7,214864	17,77934	0,405801	0,6849
SECTOR="Financials"	4,094666	17,80282	0,230001	0,8181
SECTOR="Health Care"	6,250866	17,86980	0,349801	0,7265
SECTOR="Industrials"	0,851082	18,05179	0,047147	0,9624
SECTOR="Information Technology"	16,17035	18,40843	0,878421	0,3798
SECTOR="Materials"	10,78208	19,07850	0,565143	0,5720
SECTOR="Real Estate"	11,73366	17,59859	0,666739	0,5050
Примечание - Зависимая переменная: R1; метод наименьших квадратов; включенные наблюдения: 2052; взвешивание по размеру; тип веса: обратная дисперсия (масштабирование по среднему); гетероскедастичность по Хуберу-Уайту-Хинкли (HC1) состоятельные стандартные ошибки и ковариация				

Источник: составлено автором.

Таблица В.6 - Обзор регрессии наименьших квадратов с эффектом взаимодействия переменной CHIP и каждого сектора

Данные регрессий с эффектом взаимодействия (моделью с интерактивными членами) – сектора				
Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	-15,29442	3,906397	-3,915224	0,0001
CHIP	-1,520896	21,70064	-0,070085	0,9441
SPX1	1,541408	0,196865	7,829769	0,0000
CHIP*(SECTOR="Communication Services")	-2,670202	23,10281	-0,115579	0,9080
CHIP*(SECTOR="Consumer Discretionary")	5,366514	21,74396	0,246805	0,8051
CHIP*(SECTOR="Consumer Staples")	1,550937	24,56294	0,063141	0,9497
CHIP*(SECTOR="Energy")	24,18098	21,27504	1,136589	0,2558
CHIP*(SECTOR="Financials")	21,48405	20,95226	1,025381	0,3053
CHIP*(SECTOR="Health Care")	16,86356	21,31345	0,791217	0,4289
CHIP*(SECTOR="Industrials")	18,05126	23,86931	0,756254	0,4496
CHIP*(SECTOR="Information Technology")	13,36646	21,42025	0,624011	0,5327
CHIP*(SECTOR="Materials")	31,04490	23,24921	1,335310	0,1819
CHIP*(SECTOR="Real Estate")	18,66775	21,60389	0,864092	0,3876
Примечание - Зависимая переменная: R1; метод наименьших квадратов; включенные наблюдения: 2052; гетероскедастичность по Хуберу-Уайту-Хинкли (HC1) состоятельные стандартные ошибки и ковариация				

Источник: составлено автором.

Таблица В.7 - Регрессионный анализ с эффектом взаимодействия CHIP и рыночного риска

Данные регрессий с эффектом взаимодействия (моделью с интерактивными членами) – рыночный индекс				
Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	-15,96358	10,81732	-1,475743	0,1402
CHIP	16,16572	8,440446	1,915269	0,0556
SPX1	1,728887	0,373994	4,622763	0,0000
CHIP*SPX1	-0,630376	0,722426	-0,872582	0,3830
SECTOR="Communication Services"	-39,70328	25,19156	-1,576055	0,1152
SECTOR="Consumer Discretionary"	-0,439804	10,59156	-0,041524	0,9669
SECTOR="Consumer Staples"	-1,477900	11,98831	-0,123278	0,9019
SECTOR="Energy"	6,595785	10,47732	0,629530	0,5291
SECTOR="Financials"	4,442609	10,33230	0,429973	0,6673
SECTOR="Health Care"	-0,475890	10,45123	-0,045534	0,9637
SECTOR="Industrials"	2,141869	11,28374	0,189819	0,8495
SECTOR="Information Technology"	3,038825	10,49594	0,289524	0,7722
SECTOR="Materials"	13,21585	11,39375	1,159921	0,2462
SECTOR="Real Estate"	4,736212	10,50411	0,450891	0,6521
Примечание - Зависимая переменная: R1; метод наименьших квадратов; включенные наблюдения: 2052; гетероскедастичность по Хуберу-Уайту-Хинкли (HC1) состоятельные стандартные ошибки и ковариация				

Источник: составлено автором.

Таблица В.8 - Регрессионный анализ с эффектом взаимодействия CHIP и размера компании

Данные регрессий с эффектом взаимодействия (моделью с интерактивными членами) – размер компании				
Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	-49,39377	39,77076	-1,241962	0,2144
CHIP	57,89318	63,49894	0,911719	0,3620
SPX1	1,474396	0,163735	9,004793	0,0000
LOG(1+SIZE)	7,456052	7,545278	0,988175	0,3232
CHIP*LOG(1+SIZE)	-9,395716	12,24144	-0,767534	0,4429
SECTOR="Communication Services"	-41,23579	25,39623	-1,623697	0,1046
SECTOR="Consumer Discretionary"	-2,246104	10,78056	-0,208348	0,8350
SECTOR="Consumer Staples"	-1,632191	12,42664	-0,131346	0,8955
SECTOR="Energy"	2,971387	10,89354	0,272766	0,7851
SECTOR="Financials"	3,906286	10,51356	0,371547	0,7103
SECTOR="Health Care"	0,776718	10,73110	0,072380	0,9423
SECTOR="Industrials"	0,161627	11,57731	0,013961	0,9889
SECTOR="Information Technology"	1,909117	10,70177	0,178393	0,8584
SECTOR="Materials"	10,03617	11,80595	0,850094	0,3954
SECTOR="Real Estate"	1,775567	10,80494	0,164329	0,8695
Примечание - Зависимая переменная: R1; метод наименьших квадратов; включенные наблюдения: 2052; гетероскедастичность по Хуберу-Уайту-Хинкли (HC1) состоятельные стандартные ошибки и ковариация				

Источник: составлено автором.

Таблица В.9 - Регрессионный анализ с эффектом взаимодействия CHIP и года IPO

Данные регрессий с эффектом взаимодействия (моделью с интерактивными членами) – год IPO				
Переменная	Коэффициент	Стандартная	t-статистика	Вероятность (P-value)
C	4,586694	10,64846	0,430738	0,6667
CHIP	6,407620	9,882538	0,648378	0,5168
SPX1	1,704972	0,212387	8,027674	0,0000
START/365-2002	-1,752242	0,593311	-2,953328	0,0032
CHIP*(START/365-2002)	0,394358	0,984653	0,400505	0,6888
SECTOR="Communication Services"	-39,30171	24,74076	-1,588541	0,1123
SECTOR="Consumer Discretionary"	-0,127813	9,660833	-0,013230	0,9894
SECTOR="Consumer Staples"	-0,422399	11,08346	-0,038111	0,9696
SECTOR="Energy"	5,427402	9,501976	0,571187	0,5679
SECTOR="Financials"	4,296256	9,367629	0,458628	0,6466
SECTOR="Health Care"	3,800930	9,594975	0,396138	0,6920
SECTOR="Industrials"	2,318671	10,32038	0,224669	0,8223
SECTOR="Information Technology"	4,796531	9,582414	0,500556	0,6167
SECTOR="Materials"	11,69303	10,38553	1,125896	0,2603
SECTOR="Real Estate"	3,543825	9,586941	0,369651	0,7117
Примечание - Зависимая переменная: R1; метод наименьших квадратов; включенные наблюдения: 2052; гетероскедастичность по Хуберу-Уайту-Хинкли (HC1) состоятельные стандартные ошибки и ковариация				

Источник: составлено автором.

Таблица В.10 - Тест на избыточные переменные для взаимодействия секторов

Тест на избыточные переменные			
Параметр	Значение	df	Вероятность
F-статистика	0,43836	(10, 2039)	0,9282
Отношение правдоподобия	4,406814	10	0,9271
Примечание - Взаимодействие СНР с отраслевыми фиктивными переменными. Зависимая переменная: R1; проверяемые переменные: СНР × сектор; контрольная переменная: SPX101; нулевая гипотеза: коэффициенты взаимодействия СНР с секторами совместно статистически незначимы			

Источник: составлено автором.

Приложение Г
(информационное)

Анализ IPO на российском рынке

Таблица Г.1 - Показатели российских IPO-компаний в сравнении с МОЕХ за 2015-2025 гг.: сектор, доходность и соответствие закону Бенфорда

Тикер	Доходность 6м	МОЕХ 6м	Доходность 1г	МОЕХ 1г	Биржа	Значения по Бенфорду
1	2	3	4	5	6	7
Финансовый сектор						
CBOM	-0,69%	36,16%	13,31%	61,01%	ММВБ	49%
FTRE	6,40%	-1,42%	-44,35%	1,12%	ММВБ	61%
MBNK	-48,69%	-20,55%	-46,88%	-15,52%	ММВБ	16,81%
MGKL	-0,80%	22,23%	2,00%	5,09%	ММВБ	68,91%
RENI	-65,87%	-45,32%	-55,74%	-50,50%	ММВБ	63,08%
SPBE	-83,03%	-41,78%	-88,27%	-42,28%	СПБ	78,41%
SVCB	-3,94%	20,85%	-3,20%	5,09%	ММВБ	22%
ZAYM	-29,67%	-20,55%	-22,86%	-15,52%	ММВБ	13%
Сектор IT						
ASTR	19,16%	24,51%	-6,78%	-1,08%	ММВБ	76%
DELI	-28,87%	1,21%	-36,53%	9,83%	ММВБ	15%
DIAS	-13,89%	1,21%	-43,80%	9,83%	ММВБ	31%
ELMT	-10,05%	-13,04%	-26,43%	-12,90%	СПБ	1,11%
HDUR	71,32%	18,40%	107,02%	18,27%	NSDQ	74,02%
IVAT	-4,73%	-13,04%	-38,24%	-12,90%	ММВБ	41%
KSMT	0,71%	32,50%			NSDQ	55%
OZONDR	30,96%	10,64%	-29,58%	-1,13%	NSDQ	70,36%
POSI	38,66%	-44,02%	125,49%	-37,74%	ММВБ	93%
SOFL	10,97%	24,40%	-26,09%	21,35%	LSE	67%
WUSH	47,76%	28,99%	51,96%	98,71%	ММВБ	81%
Потребительский сектор						
DSKY	16,70%	-14,66%	9,60%	-9,43%	ММВБ	74%
FIXPDR	-11,83%	-0,11%	-45,99%	-42,80%	ММВБ	6,40%
HNFG	28,37%	20,02%	12,32%	-7,42%	ММВБ	82%
KLVZ	-37,70%	1,21%	-50,94%	9,83%	ММВБ	11%
NKHP	-26,23%	23,11%	-45,45%	37,41%	ММВБ	8,90%
ORUP	-17,59%	2,31%	-53,35%	-25,52%	ММВБ	27%
SFIN	8,30%	23,11%	25,92%	37,41%	ММВБ	63%
SMLT	63,03%	32,50%	402,12%	29,18%	ММВБ	93%
SVET 1	-27,24%	10,02%	-46,04%	-7,97%	ММВБ	16%
SVET 2	-6,82%	72,40%	-17,14%	114,65%	СПБ Биржа	1,98%
VSEH	-9,08%	-8,15%	-9,08%	-8,15%	ММВБ	6,87%
Сырьевой сектор						
ENPG	28,03%	39,15%	48,23%	74,92%	LSE	60,35%
EUTR	-39,65%	20,02%	-55,76%	-7,42%	ММВБ	39,99%
GMKN	21,65%	3,73%	42,27%	8,62%	ММВБ	78,02%
RNFT	7,59%	-14,66%	9,54%	4,99%	ММВБ	81,19%
SGZH	35,48%	-2,50%	15,03%	-46,69%	ММВБ	76,38%
UGLD	28,97%	20,02%	17,03%	-7,42%	ММВБ	83%
Сектор логистики						
FLOT	-2,48%	32,50%	-16,67%	29,18%	ММВБ	4,78%
GTRK	-10,21%	-9,38%	-35,92%	-27,95%	ММВБ	36,13%
LEAS	-43,47%	-2,45%	-38,67%	-10,40%	ММВБ	18,52%

Продолжение таблицы Г.1

1	2	3	4	5	6	7
UWGN	-1,49%	31,25%	-1,89%	36,43%	ММВБ	26,29%
Сектор здравоохранения						
GECO	44,90%	72,40%	27,19%	114,65%	ММВБ	39,43%
GEMC	-29,98%	-48,02%	-55,05%	-50,74%	ММВБ	44,05%
PRMD	15,51%	-8,15%	15,51%	-8,15%	ММВБ	0,8785

Источник: составлено автором.

Таблица Г.2 - Показатели российских IPO-компаний в сравнении с отраслевым бенчмарком за 2015-2025 гг.: сектор, доходность и соответствие закону Бенфорда

Тикер	Доходность бм	Доходность бенчмарка бм	Доходность 1г	Доходность бенчмарка 1г	Бенчмарк	Значения по Бенфорду
1	2	3	4	5	6	7
Финансовый сектор						
CBOM	-0,69%	13,26%	13,31%	36,49%	MOEXFN	49%
FTRE	6,40%	-1,42%	-44,35%	1,12%	MOEX	61%
MBNK	-48,69%	-23,20%	-46,88%	-3,97%	MOEXFN	16,81%
MGKL	-0,80%	1,72%	2,00%	-7,62%	MOEXBMI	68,91%
RENI	-65,87%	-56,96%	-55,74%	-57,19%	MOEXFN	63,08%
SPBE	-83,03%	-57,34%	-88,27%	-52,25%	MOEXFN	78,41%
SVCB	-3,94%	8,85%	-3,20%	0,26%	MOEXFN	22%
ZAYM	-29,67%	-26,49%	-22,86%	-16,54%	MOEXBMI	13%
Сектор IT						
ASTR	19,16%	46,34%	-6,78%	-3,21%	MOEXIT	76%
DELI	-28,87%	-19,22%	-36,53%	-2,72%	MOEXBMI	15%
DIAS	-13,89%	-8,44%	-43,80%	-18,30%	MOEXIT	31%
ELMT	-10,05%	-34,01%	-26,43%	-43,05%	MOEXIT	1,11%
HDUR	71,32%	10,40%	107,02%	2,77%	MOEXBMI	74,02%
IVAT	-4,73%	-31,02%	-38,24%	-41,07%	MOEXIT	41%
KSMT	0,71%	32,50%			MOEX	55%
OZONDR	30,96%	19,71%	-29,58%	25,83%	MOEXBMI	70,36%
POSI	38,66%	-65,30%	125,49%	-58,37%	MOEXIT	93%
SOFL	10,97%	-69,21%	-26,09%	-64,28%	MOEXIT	67%
WUSH	47,76%	30,19%	51,96%	44,80%	MOEXBMI	81%
Потребительский сектор						
DSKY	16,70%	1,01%	9,60%	-2,29%	MOEXCN	74%
FIXPDR	-11,83%	9,19%	-45,99%	-27,88%	MOEXCN	6,40%
HNFG	28,37%	-19,75%	12,32%	-15,43%	MOEXCN	82%
KLVZ	-37,70%	33,77%	-50,94%	-9,25%	MOEXCN	11%
NKHP	-26,23%	-11,68%	-45,45%	117,31%	MOEXTN	8,90%
ORUP	-17,59%	13,03%	-53,35%	-21,96%	MOEXCN	27%
SFIN	8,30%	28,35%	25,92%	31,44%	MOEXFN	63%
SMLT	63,03%	1,41%	402,12%	63,20%	MOEXRE	93%
SVET 1	-27,24%	1,01%	-46,04%	-30,22%	MOEXIT	16%
SVET 2	-6,82%	72,40%	-17,14%	114,65%	MOEX	1,98%
VSEH	-9,08%	0,04%	-9,08%	-7,82%	MOEXBMI	6,87%
Сырьевой сектор						
ENPG	28,03%	0,47%	48,23%	-13,41%	MOEXEU	60,35%
EUTR	-39,65%	1,55%	-55,76%	-18,86%	MOEXBMI	39,99%
GMKN	21,65%	2,24%	42,27%	12,98%	MOEXMM	78,02%
RNFT	7,59%	-10,07%	9,54%	-3,33%	MOEXOG	81,19%
SGZH	35,48%	17,57%	15,03%	-30,20%	MOEXBMI	76,38%
UGLD	28,97%	6,93%	17,03%	-22,22%	MOEXMM	83%

Продолжение таблицы Г.2

1	2	3	4	5	6	7
Сектор логистики						
FLOT	-2,48%	14,42%	-16,67%	34,37%	MOEXTN	4,78%
GTRK	-10,21%	-10,20%	-35,92%	-21,96%	MOEXTN	36,13%
LEAS	-43,47%	-11,02%	-38,67%	-0,52%	MOEXFN	18,52%
UWGN	-1,49%	31,25%	-1,89%	36,43%	MOEX	26,29%
Сектор здравоохранения						
GECO	44,90%	52,89%	27,19%	42,72%	MOEXINN	39,43%
GEMC	-29,98%	-5,73%	-55,05%	-40,57%	MOEXBMI	44,05%
PRMD	15,51%	-22,44%	15,51%	-37,20%	MOEXINN	0,8785

Источник: составлено автором.