

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

АВТОРЕФЕРАТ  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Алифанова Елена Николаевна,  
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2026

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 10 декабря 2026 г. в 14:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.116 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, аудитория 406.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: [www.fa.ru](http://www.fa.ru).

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Рубцов Б.Б., д.э.н., профессор;  
заместитель председателя – Криничанский К.В., д.э.н., доцент;  
ученый секретарь – Панова С.А., д.техн.н., доцент;

члены диссертационного совета:  
Алифанова Е.Н., д.э.н., профессор;  
Евлахова Ю.С., д.э.н., профессор;  
Ершов М.В., д.э.н.

Автореферат диссертации разослан 13 октября 2026 г.

Ученый секретарь диссертационного совета  
Финансового университета Д 505.001.116

С.А. Панова

## I Общая характеристика работы

**Актуальность темы исследования.** Рост числа первичных публичных размещений (Initial Public Offering, далее - 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 отчетности, но и качество раскрытия информации о перспективах компании, планах использования привлеченных 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 искаженной информации, что повышает риск переоценки акций и негативно отражается на их последующей

доходности.

Под эффективностью IPO в рамках данного исследования понимается способность акций, размещенных в ходе IPO, обеспечивать положительную доходность для инвестора в краткосрочной, среднесрочной и долгосрочной перспективе за рассматриваемый период с 2015 года 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 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 объема 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 «купи-и-держи») 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-ИРО доходности, как правило, достигаются на длительных инвестиционных горизонтах удержания акций (стратегия «купи-и-держи» за весь рассматриваемый период);
- б) на формирующихся рынках ИРО, относящихся к группам устойчивого роста и роста с коррекциями, более высокие результаты пост-ИРО доходности достигаются на краткосрочных инвестиционных горизонтах до трех месяцев;
- с) на формирующихся рынках ИРО, относящихся к группе «доходность без четкого тренда с повышенной волатильностью», более высокие результаты пост-ИРО 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 ИРО (С. 84-87; 89-91);

3) на базе выявления нового феномена в динамике ИРО развитых рынков обоснован вывод о качественной эволюции рынков ИРО, которая выражается в сглаживании пост-ИРО 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 отчетности эмитентов в преддверии ИРО, выявляемые на основе отклонений от распределения согласно закону Бенфорда, оказывают статистически и экономически значимое влияние на пост-ИРО доходность акций, причем данный эффект сохраняется с учетом отраслевых и рыночных характеристик. Установлено, что компании-эмитенты с признаками статистических отклонений в отчетности 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 четырем квантилям в зависимости от объема 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);

6) 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, объемом 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 объема 47-229 млн долл. США. По таким результатам построен рэнкинг российских IPO-компаний с учетом 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-ИРО динамики доходности, уровню волатильности, инвестиционным горизонтам и степени развития финансовых рынков и выражается в следующем:

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

2) предложена инвестиционно-ориентированная классификация рынков ИРО по двум критериям, а именно: принадлежности к определенной группе рынков (выделенной по комплексу авторских критериев) и по срочности стратегий (на основе анализа доходности рыночных ИРО-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 «купи-и-держи»), формируя основу для практико-ориентированных рекомендаций по выбору инвестиционных стратегий на рынках ИРО на основе предложенной классификации и с учетом инвестиционных предпочтений в поведении инвестора;

3) выявлена тенденция сглаживания характерных пост-ИРО 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 ИРО 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-ИРО 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:

- a) выявление групп национальных развитых и формирующихся рынков IPO на основе комплекса предложенных автором критериев;
- b) 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:

- 1) наибольшая доходность достигается:
  - при среднесрочном удержании акций после IPO на горизонте 9-12 месяцев;
  - при инвестировании в IPO среднего объема от 47 до 229 млн долл. США, в то время как малые и крупные по объему размещения преимущественно демонстрируют отрицательную доходность;
- 2) опережение рынка по уровню доходности, как правило, выше у акций эмитентов из ключевых секторов российской экономики (прежде всего сырьевого, далее сектор ИТ, 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 учетом признаков числовых аномалий в финансовой отчетности, 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 определенной 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, Preqvesa, Bloomberg. Эмпирическая база исследования включает данные по более чем 13 тысячам акций, прошедших IPO компаний, размещенных на 27 национальных рынках за период 2015-2025 гг., в том числе по 44 российским IPO. Обработка, систематизация данных и расчеты, 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, 28 марта 2024 г.); на VI Международной научно-практической конференции «Трансформация финансовых рынков и финансовых систем в условиях цифровой экономики» (Москва, Финансовый университет, 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, 14 марта 2025 г.); на VII Международной научно-практической конференции «Трансформация финансовых рынков и финансовых систем в условиях цифровой экономики» (Москва, Финансовый университет, 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. По материалам исследования внедрен разработанный в диссертации алгоритм анализа фондовых рынков, в частности рынков IPO, что позволяет комплексно оценивать состояние рынка, выявлять факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность размещений акций, выходящих на публичный рынок. Также внедрена методика применения закона Бенфорда к финансовой отчетности компаний в анализе их инвестиционного потенциала и целесообразности инвестирования в их акции.

Материалы диссертации используются Кафедрой финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового факультета Финансового университета 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 подготовки 38.04.08. «Финансы и кредит».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

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

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

## **II Основное содержание работы**

Национальные рынки IPO отличаются уровнем институционального и финансового развития, требованиями к раскрытию информации, особенностями регулирования и базой инвесторов. Данные факторы оказывают значимое влияние как на сам процесс IPO, так и на последующую динамику доходности акций эмитента.

В диссертации систематизированы подходы к исследованию динамики

доходности акций после IPO, в которых большое внимание уделяется вопросам аномалий на данном рынке, таким как недооценка акций, ведущая к росту краткосрочной доходности и к снижению в долгосрочной перспективе, информационной асимметрии на развитых и формирующихся рынках. Однако анализ только отдельных феноменов не позволяет в полной мере оценить уровень развития и эффективность рынка IPO, так как пост-IPO доходность зависит не только от поведения конкретных эмитентов, но и от институциональной зрелости рынка, качества раскрытия информации, структуры инвесторов, уровня волатильности и горизонта удержания акций. В этой связи в работе предложен комплексный подход, при котором рынки IPO сопоставляются по типу динамики пост-IPO доходности, волатильности, инвестиционным горизонтам и уровню развития финансового рынка.

Для выявления различий между национальными рынками IPO были сформированы равновзвешенные портфели акций компаний, проводивших первичное публичное предложение за 2015-2025 гг. На каждом из рассматриваемых рынков ежемесячно (14 развитых и 13 формирующихся, включая российский) с появлением новых компаний акции включались в портфель и веса перераспределялись равномерно между всеми оставшимися бумагами. 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.

На основе расчета кумулятивной доходности указанных портфелей была проведена группировка рынков по типу пост-IPO динамики доходности. В качестве критериев для выявления групп использовались тренд динамики доходности и волатильность. Рисунок 1, построенный на основе описанной выше методологии, демонстрирует динамику кумулятивной доходности акций компаний, которые провели IPO на крупных формирующихся рынках.

Из приведенного ниже графика видно, что на протяжении всего рассматриваемого периода наблюдался рост доходности. Данная группа рынков по типу динамики доходности обозначена как «устойчивый рост». Такой же анализ был проведен на всех остальных рынках. Выборка является репрезентативной и охватывает рынки с различным уровнем институционального и финансового развития, обеспечивая тем самым обоснованность результатов.



Источник: составлено автором по данным из Bloomberg 2025.

Рисунок 1 – Кумулятивная доходность портфелей акций IPO на формирующихся рынках Китая, Индии, Вьетнама и Тайваня за 2015-2025 гг., в процентах

Также было проведено сравнение кумулятивной доходности IPO-портфелей с рыночными бенчмарками, которые строятся по схожей методологии равновзвешенного распределения весов, а при отсутствии сопоставимого национального индекса с наиболее близкими международными индексами для соответствующей группы рынков. Использование таких бенчмарков позволило учесть общее направление движения рынка и оценить пост-IPO доходность акций относительно рыночного тренда.

Были выделены следующие группы рынков: «Пик - Падение», которая представлена развитыми рынками - США, Норвегия, Финляндия, Южная Корея и Дания. Вторая группа, «Рост - Плато с повышенной волатильностью», также 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. К третьей группе были отнесены рынки с падением доходности или с отсутствием роста на протяжении заданного периода - «Падение или стагнация», куда вошли развитые рынки: Австралия, Гонконг и Франция. В следующую группу, «Рост с коррекциями и высокая волатильность», вошли Индонезия, Турция и Малайзия, где кумулятивная доходность демонстрировала постепенный рост с периодическими коррекциями в определенные периоды. Также была выявлена группа «Доходность без четкого тренда с высокой волатильностью», состоящая из формирующихся рынков Таиланда, Греции, Филиппин, Польши и российского рынка, где основной чертой является

доходность без четкого тренда с повышенной волатильностью.

К последней группе относятся рынки, которые демонстрировали устойчивый или даже экспоненциальный рост доходности портфеля акций IPO - Китай, Индия, Вьетнам и Тайвань.

**Таким образом, впервые были выделены группы рынков IPO, отличающихся траекториями пост-IPO доходности компаний, волатильности и уровнем развития. Это позволило выявить различия в эффективности национальных рынков IPO в период 2015-2025 гг. в соответствии с принадлежностью к исследуемым группам.**

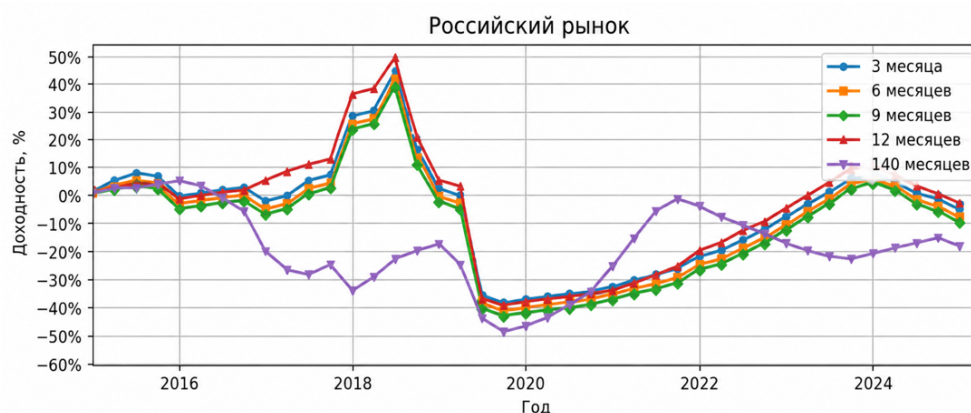
Процессы ценообразования в период IPO сопровождаются рядом аномалий, при которых краткосрочный рост стоимости акций может быть с более низкой доходностью в долгосрочном периоде. В связи с этим анализ динамики доходности IPO-портфелей в различные инвестиционные горизонты позволяет определить временные периоды, на которых формируются и проявляются ключевые эффекты, характерные для IPO на исследуемых рынках.

В исследовании были рассчитаны кумулятивные доходности IPO-портфелей для следующих горизонтов удержания акций: 3, 6, 9 и 12 месяцев. Это позволило определить, в какие периоды стратегии инвестирования после IPO являются наиболее прибыльными, а в какие могут быть связаны с повышенными рисками на тех или иных рынках. Выбор данных горизонтов обусловлен определенной спецификой рынка IPO. Так, горизонт в 3 месяца отражает первоначальную реакцию рынка, влияние маркетинга и информационного ажиотажа, возможную недооценку или переоценку акций. Горизонт в 6 месяцев важен, поскольку связан с окончанием лок-ап периода (срока ограничения на продажу акций инсайдерами и первоначальными инвесторами после IPO), после которого может возрасти волатильность. Горизонт в 9 месяцев показывает переход к более фундаментальной и взвешенной оценке компании, когда о ней накапливается все больше новой информации, а период в 1 год позволяет оценить среднесрочную доходность и дает понимание того, каким образом отражаются внутренние и внешние факторы (такие как показатели отчетности, макроэкономические события и другие) на динамике цен акций после проявления всех первоначальных эффектов.

Динамика кумулятивной доходности за весь рассматриваемый период (10 лет) используется как основной тренд для сравнения с более активными стратегиями.

Такой анализ позволяет сформировать определенные рекомендации с учетом временного горизонта инвестирования.

Рисунок 2 демонстрирует сравнительную динамику доходности инвестирования на различных временных горизонтах на российском рынке.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Динамика кумулятивной доходности портфеля IPO на рынке России в различных периодах удержания акций (3, 6, 9, 12 месяцев и «купи-и-держи» 10 лет), 2015-2025 гг., в процентах

Из данного графика видно, что наиболее доходными оказались среднесрочные стратегии удержания акций на горизонте 9 и 12 месяцев, в то время, как долгосрочная динамика доходности продемонстрировала снижение. Данный факт указывает на первоначальную недооценку компаний с последующим ростом на среднесрочном интервале, но снижением в долгосрочной перспективе. Такая же динамика наблюдалась у других формирующихся рынков из аналогичной группы - доходность без четкого тренда с высокой волатильностью. В таблице 1 представлены все рынки, наиболее доходная стратегия инвестирования и группа, к которой они были отнесены. Таблица 1 – Классификация рынков с выделением наиболее доходных стратегий на национальных рынках 2015-2025 гг.

| Группа по типу динамики доходности                     | Тип рынка             | Наиболее доходная стратегия  | Перечень рынков |
|--------------------------------------------------------|-----------------------|------------------------------|-----------------|
| 1                                                      | 2                     | 3                            | 4               |
| Устойчивый рост                                        | Формирующийся крупный | Среднесрочная – 6-9 месяцев  | Тайвань         |
|                                                        |                       | Краткосрочная – 3 месяца     | Китай<br>Индия  |
| Рост с коррекциями, Высокая волатильность              | Формирующийся малый   | Краткосрочная – 3 месяца     | Турция          |
|                                                        |                       |                              | Малайзия        |
|                                                        |                       |                              | Индонезия       |
| Доходность без четкого тренда с высокой волатильностью | Формирующийся малый   | Среднесрочная – 9-12 месяцев | Таиланд         |
|                                                        |                       |                              | Филиппины       |
|                                                        |                       |                              | Россия          |
|                                                        |                       |                              | Греция          |
|                                                        |                       |                              | Бангладеш       |

Продолжение таблицы 1

| 1                     | 2         | 3                        | 4           |
|-----------------------|-----------|--------------------------|-------------|
| Пик - Падение         | Развитый  | Купи и держи<br>(10 лет) | США         |
|                       |           |                          | Норвегия    |
|                       |           |                          | Южная Корея |
|                       |           |                          | Дания       |
|                       |           |                          | Финляндия   |
|                       |           |                          | Швеция      |
| Лондон                |           |                          |             |
| Канада                |           |                          |             |
| Швейцария             |           |                          |             |
| Испания               |           |                          |             |
| Падение или стагнация |           |                          | Австралия   |
|                       |           |                          | Франция     |
|                       | Гонк-конг |                          |             |

Источник: составлено автором.

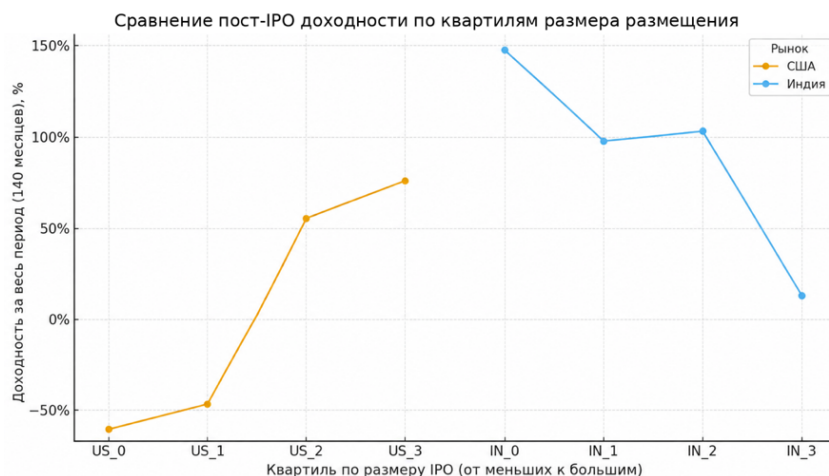
Таким образом, проведенный анализ пост-IPO доходности с различными горизонтами удержания позволил констатировать, что результативность инвестиционных стратегий существенно различается в зависимости от принадлежности к определенной группе. На основе полученных результатов были выделены три типа рынков: 1) рынки с наиболее доходными краткосрочными стратегиями (на горизонте 3 и 6 месяцев), которые представлены только формирующимися рынками, относящимися к группам устойчивого роста и роста с коррекциями; 2) формирующиеся рынки, где самыми доходными были среднесрочные стратегии инвестирования (на горизонте 9 и 12 месяцев); 3) рынки, где максимальный результат достигается при долгосрочной стратегии «купи и держи» на протяжении всех 10 лет, в этой группе оказались все рассматриваемые развитые рынки. Это подтверждает, что универсальной стратегии инвестирования на рынках IPO не существует, а при выборе оптимального инвестиционного горизонта должен учитываться уровень развития рынка, его групповая принадлежность, волатильность и особенности процесса ценообразования после размещения.

Таким образом, предложена классификация рынков IPO по двум критериям – принадлежность выявленным группам рынков (по трем ранее обозначенным признакам) и по инвестиционному горизонту, что позволило оценить сравнительную эффективность инвестиционных стратегий. Доказано, что уровень развития рынка и группа, к которой они относятся, оказываются значимыми для принятия инвестиционных решений и выбора инвестиционной стратегии на рынках IPO.

В работе был проведен комплексный анализ влияния объемов размещений на различных рынках первичных публичных предложений на пост-IPO доходности с разными инвестиционными горизонтами. Для этого IPO на каждом рынке были распределены по квартилям объема привлеченного капитала, далее по каждой группе была рассчитана доходность равновзвешенных портфелей на горизонтах 3, 6, 9, 12 месяцев и за весь анализируемый период. Такой подход позволил проанализировать, какие результаты доходности демонстрируют малые, умеренно малые, средние и крупные размещения в краткосрочной перспективе и долгосрочной на развитых и формирующихся рынках.

Такой анализ важен не только для выявления связи между объемом размещения и последующей доходностью акций, но и для оценки значения объема IPO как сигнала для участников рынка. В профильной литературе указывается на то, что более крупные размещения рассматриваются как признак более устойчивого эмитента, который имеет развитую бизнес-стратегию, наибольшую прозрачность, хорошую репутацию на рынке, привлекая тем самым, расширенный круг институциональных инвесторов. Однако на разных по уровню развития рынках данный сигнал может давать неодинаковые результаты. Это позволяет выявить изменение характера пост-IPO аномалий и оценить степень эффективности рынка IPO.

На рисунке 3 продемонстрированы абсолютно противоположные тенденции двух лидирующих рынков в своих категориях: развитый рынок США и формирующийся рынок Индии.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Сравнительный анализ пост-IPO доходности на рынке США и Индии в зависимости от объема размещения

Как видно из графика, на развитом рынке США более высокая долгосрочная пост-ИРО доходность наблюдается у крупных размещений, тогда как малые ИРО демонстрируют отрицательные результаты. На формирующемся рынке Индии, напротив, максимальная доходность характерна для малых и средних размещений, а по мере увеличения объема ИРО, она снижается. Такой анализ был проведен по 15 из изучаемых рынков (в том числе российском), где количество размещений и данных давало возможность построить портфели и получить результаты доходности как в краткосрочных, так и в долгосрочных периодах по выявленным квартилям объема размещения.

Полученные результаты показали ряд значимых различий изучаемой взаимосвязи на рынках. Так, на развитых рынках более крупные ИРО, демонстрируют более устойчивую положительную динамику, особенно в долгосрочной перспективе, что дает нам возможность рассматривать объем размещения как сигнал качества эмитента, информационной прозрачности и большего доверия со стороны инвесторов. На формирующихся рынках, в том числе и на российском, наоборот, лучшие результаты достигались в сегментах малых и средних размещений, особенно в краткосрочных периодах, тогда как крупные ИРО не демонстрировали более высокую доходность. Это указывает на то, что развитые рынки стали более эффективны (по теории Ю. Фама), а на формирующихся рынках можно наблюдать те аномалии, которые ранее изучались и отмечались на развитых рынках: первичная недооценка, краткосрочный рост доходности с последующим долгосрочным спадом, а также менее устойчивая связь между характеристиками размещения и последующей доходностью. Так, на развитых рынках крупный объем ИРО чаще воспринимается инвесторами как сигнал более высокого качества и зрелости эмитента, тогда как на формирующихся рынках такая зависимость выражена слабее или может проявляться иначе.

**В работе делается вывод, что в анализируемом периоде рынки ИРО проходят качественную эволюцию, эффекты краткосрочной недооценки и последующих всплесков доходности, которые ранее были характерны для развитых рынков, сегодня проявляются на формирующихся рынках. На развитых же рынках данные аномалии постепенно сглаживаются. Это указывает на повышение качества ценообразования на основе раскрытия информации и улучшение эффективности рынка в целом. В связи с этим**

**пост-IPO аномалии предложено рассматривать не как статичное свойство рынка, а как динамическое явление, которое смещается между рынками по мере повышения уровня их развития. Такой подход в значительной мере дополняет классические представления о развитии рынков IPO за счет включения временной и страновой компоненты в анализ динамики пост-IPO доходности.**

Это создает необходимость исследовать один из ключевых факторов, которые определяют динамику пост-IPO доходности, а именно качество раскрываемой финансовой информации эмитентов. При принятии решений об инвестировании в акции на данном рынке финансовые показатели играют очень важную роль.

Для проверки данного фактора в работе применяется закон Бенфорда (закон первой цифры), который позволяет выявлять статистические отклонения в распределении числовых показателей финансовой отчетности эмитентов. Такой метод был применен нами первоначально при анализе развитого рынка США, где было проведено большое количество размещений за период (2002-2025 гг.) и на котором уже давно были введены жесткие требования по раскрытию информации и аудиту, что делает его наиболее репрезентативным. Финансовые отчеты эмитентов были проверены на соответствие закону Бенфорда. В случае если есть большие отклонения от закона Бенфорда, то это дает основание предполагать наличие аномалий или недостоверностей в представляемых финансовых данных. Далее были построены эконометрические регрессии, где доходность акций после IPO в период до лок-апа и после была зависимой переменной, а фактор наличия числовых аномалий, выявляемых согласно закону Бенфорда – независимой переменной, а также была оценена устойчивость выявленного эффекта с учетом отраслевой принадлежности, срока деятельности компании, года выхода на рынок, объема размещения и соответствия динамике рыночного индекса.

**Результаты эмпирического анализа показали, что компании с признаками возможной недостоверности и наличия аномалий в финансовой отчетности демонстрируют более низкую или отрицательную пост-IPO доходность по сравнению с эмитентами, у которых не выявлено отклонений от распределения по закону Бенфорда. Установлено, что данный фактор оказывает статистически и экономически значимое влияние на пост-IPO доходность акций до окончания лок-ап периода. Также показано, что влияние обозначенных выше отклонений от закона Бенфорда носит универсальный характер и сохраняется**

**на развитых, так и на формирующемся российском рынке IPO, независимо от сектора деятельности, срока деятельности компании, объема размещения или фазы рыночного цикла.**

Отдельное значение данный результат имеет для российского рынка IPO, где проблема информационной асимметрии и качества раскрытия информации остается весьма значимой. **Предложено применение закона Бенфорда как дополнительного инструмента предварительной количественной оценки эмитента. В отличие от традиционного анализа проспекта эмиссии, финансовых коэффициентов и маркетинговых материалов, такой подход позволяет выявлять скрытые числовые аномалии в раскрываемых данных и формировать дополнительный информационный сигнал для инвесторов, организаторов размещения и регулятора.**

Все используемые подходы были отдельно применены в анализе российского рынка IPO. В работе показано, что российский рынок первичных публичных предложений входит по типу пост-IPO динамики в группу рынков с доходностью без четкого тренда с высокой волатильностью. Установлено, что наиболее доходные стратегии инвестирования реализовались при среднесрочном удержании акций на горизонте 9-12 месяцев, тогда как долгосрочные стратегии в среднем уступают рыночному бенчмарку.

Дополнительно было выявлено, что на российском рынке IPO самая высокая доходность достигается при размещениях среднего объема от 47 до 229 млн долл. США, в то время как малые и крупные IPO демонстрировали отрицательную доходность. Самые высокие результаты пост-IPO динамики доходности на среднесрочных интервалах показывают эмитенты из ключевых секторов российской экономики, прежде всего, сырьевого сектора, а также компании с более высоким качеством раскрытия финансовой информации, оцениваемым на основе отклонений от распределения по закону Бенфорда.

**В работе разработан и апробирован авторский алгоритм сравнительного анализа национальных рынков IPO, который основан на оценке динамики кумулятивной доходности равновзвешенных IPO-портфелей, принадлежности рынков к их определенной группе, выявленных по авторским критериям, учете инвестиционных горизонтов, характеристик размещения и качества раскрытия финансовой информации эмитентов. В отличие от ранее применяемых подходов,**

которые были ориентированы на изучение отдельных феноменов или тенденций на рынке IPO, предложенный алгоритм позволяет комплексно оценивать рынок первичных публичных предложений как систему и выявлять различия между развитыми и формирующимися рынками. Его применение дает возможность формировать рекомендации для инвесторов по выбору стратегий для участия в IPO, а для регуляторов – оценивать зрелость рынка, уровень информационной прозрачности и направления для дальнейшего развития национального рынков IPO.

### **III Заключение**

По итогам исследования получены следующие научные результаты:

1) выделены группы национальных рынков IPO на основе комплекса авторских критериев, включающего тип динамики кумулятивной пост-IPO доходности равновзвешенных портфелей, уровень волатильности и степень развития финансового рынка. Это позволило выявить различия в траекториях развития национальных рынков первичных публичных размещений;

2) предложена инвестиционно-ориентированная классификация рынков IPO, учитывающая их групповую принадлежность и наиболее доходный временной горизонт удержания акций. Установлено, что на развитых рынках более высокие результаты, как правило, достигаются при долгосрочном инвестировании, тогда как на формирующихся рынках наибольшую доходность могут обеспечивать краткосрочные и среднесрочные стратегии;

3) обоснован вывод о качественной эволюции рынков IPO. Выявлено сглаживание характерных пост-IPO аномалий на развитых рынках, свидетельствующее о повышении степени их информационной эффективности, при сохранении выраженных эффектов недооценки и повышенной волатильности на формирующихся рынках;

4) установлена статистически и экономически значимая связь между признаками числовых аномалий в финансовой отчетности эмитентов и последующей доходностью их акций. Обоснована возможность применения закона Бенфорда в качестве дополнительного инструмента предварительного количественного скрининга отчетности и диагностики информационной асимметрии на рынке IPO;

5) разработан и апробирован авторский алгоритм сравнительного анализа

национальных рынков IPO, объединяющий оценку динамики и волатильности пост-IPO доходности, анализ инвестиционных горизонтов, объемов размещения, отраслевой принадлежности эмитентов и качества раскрываемой финансовой информации. Его применение позволяет комплексно оценивать эффективность рынков IPO и формировать рекомендации для инвесторов и регуляторов;

б) выявлены особенности российского рынка IPO, который отнесен к группе формирующихся рынков с отсутствием устойчивого тренда доходности и повышенной волатильностью. Установлено, что наиболее высокая доходность достигалась при удержании акций на горизонте 9-12 месяцев и при инвестировании в IPO среднего объема. На основе сопоставления инвестиционной доходности, отраслевой принадлежности, объема размещения и признаков числовых аномалий в финансовой отчетности проведена комплексная оценка российских IPO-компаний и выявлены характеристики эмитентов, связанные с более высокой пост-IPO доходностью акций.

Полученные результаты расширяют методологию сравнительного анализа рынков IPO, дополняют представления об их неоднородности и качественной эволюции и могут использоваться инвесторами, организаторами размещений и регуляторами при принятии инвестиционных и управленческих решений.

#### **IV Список работ, опубликованных по теме диссертации**

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,  
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. 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.
2. 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.
3. 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.

4. Махмуд, Ю.Х. Влияние размера и цены размещения на пост-ИРО доходность: сравнительный анализ лидирующих развитых и формирующихся рынков / Ю.Х. Махмуд // Вестник Академии знаний. – 2025. – № 5(70). – С. 514-520. – ISSN 2304-6139.

5. Махмуд, Ю.Х. Кластеризация рынков ИРО 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.