

**ОСОБЕННОСТИ РОССИЙСКОГО РЫНКА ПЕРВИЧНЫХ
ПУБЛИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ****Филичкина Ю. Ю. ORCID ID 0000-0001-6872-1515,
Морозова Г. В. ORCID ID 0000-0001-9871-0390,
Потапов Д. С. ORCID ID 0009-0007-2334-5561***Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования
«Национальный исследовательский Мордовский государственный университет
им. Н. П. Огарёва», Саранск, Российская Федерация, e-mail: julfil70@yandex.ru*

Статья посвящена оценке эффективности российских первичных публичных размещений после начала биржевых торгов. Цель исследования – выявить особенности ценовой динамики новых эмитентов и определить факторы, связанные с отрицательной доходностью инвесторов после размещения. Информационную базу составили данные российских организаторов биржевых торгов, сведения эмитентов, публичные рыночные котировки, данные о дивидендных выплатах и официальные индексы потребительских цен. Научная новизна исследования состоит в применении комплексного диагностического подхода к оценке эффективности размещений, включающего расчет ценовой доходности, доходности с учетом денежных выплат, рыночно скорректированной доходности, реальной доходности с учетом инфляции, интегрального показателя доходности, а также проверку устойчивости результатов на стандартных горизонтах. Исследование охватывает 20 размещений, проведенных на российских биржевых площадках в 2024–2026 годах по состоянию на 30 апреля 2026 года. Установлено, что отрицательная доходность характерна для большинства размещений, при этом она усиливается по мере увеличения горизонта наблюдения. Практическая значимость исследования заключается в разработке рекомендаций для эмитентов, организаторов размещений, регулятора и частных инвесторов, направленных на повышение прозрачности ценообразования и снижение рисков участия в первичных размещениях.

Ключевые слова: первичное публичное размещение, российский фондовый рынок, объем размещения, доходность после размещения, рыночная корректировка, розничные инвесторы, эффективность первичных размещений

**SPECIFICS OF THE RUSSIAN INITIAL PUBLIC OFFERING
MARKET AT THE PRESENT STAGE****Filichkina Yu. Yu. ORCID ID 0000-0001-6872-1515,
Morozova G. V. ORCID ID 0000-0001-9871-0390,
Potapov D. S. ORCID ID 0009-0007-2334-5561***Federal State Budgetary Educational Institution of Higher Education
«National Research Mordovian State University named after N. P. Ogarev»,
Saransk, Russian Federation, e-mail: julfil70@yandex.ru*

The article assesses the efficiency of Russian initial public offerings after the start of exchange trading. The purpose of the study is to identify the features of the price dynamics of new issuers and determine the factors associated with negative investor returns after offerings. The information base includes data from Russian exchange trading organizers, issuer disclosures, public market quotations, dividend payment data, and official consumer price indices. The scientific novelty of the study lies in the application of a comprehensive diagnostic approach to evaluating offering efficiency, including the calculation of price returns, returns adjusted for cash payments, market-adjusted returns, real returns adjusted for inflation, an integrated return indicator, and a robustness check over standard time horizons. The study covers 20 offerings conducted on Russian exchange platforms in 2024–2026 as of 30 April 2026. It is established that negative returns are typical for most offerings, and they become more pronounced as the observation horizon increases. The practical significance of the study lies in the development of recommendations for issuers, offering organizers, the regulator, and private investors aimed at increasing pricing transparency and reducing participation risks in primary offerings.

Keywords: initial public offering, Russian stock market, offering volume, return after offering, market adjustment, retail investors, primary offering efficiency

Введение

Первичное публичное предложение (далее – IPO) представляет собой важный инструмент развития фондового рынка и привлечения долгосрочного капитала компаниями. С февраля 2022 года россий-

ский фондовый рынок оказался практически полностью отрезан от международных инвесторов на фоне санкционного давления, что повлекло существенные изменения в механизме IPO для отечественных эмитентов. Вместе с тем IPO стало более доступ-

ным для российских компаний и приобрело большую популярность у розничных инвесторов, превратившихся в значимый источник спроса на рынке ценных бумаг.

Российский рынок IPO в последние годы привлекает значительное внимание научного сообщества. В частности, Смирнов В. В. [1] изучал потенциал российского рынка IPO, а Конин А. С. [2] проводил анализ доходности российского рынка IPO в сравнительном контексте. Особенности функционирования рынка IPO после февраля 2022 года рассмотрены Сегалем А. Е. [3]; восстановление интереса к первичным размещениям на внутреннем рынке исследовано Ефимович А. С. [4] и Кандрашиной Е. А. с соавторами [5]. Финансовые и организационные аспекты стратегий выхода компаний на IPO проанализированы Замуруевой О. В. [6]. Перспективы выхода на IPO предприятий семейного бизнеса оценены Зворыкиной Ю. В. и Поляковой М. Б. [7], а общие проблемы развития российского фондового рынка рассмотрены Семенковой Е. В. и Калинкиной К. Е. [8]. Значимыми для исследования являются также работы, посвященные поведению розничных инвесторов [9], влиянию рыночных настроений на первоначальную доходность российских IPO [10] и факторам недооценки IPO российских компаний [11].

Международная литература традиционно выделяет феномен первоначальной недооценки IPO. Как отмечает Сегаль А. Е., первые значимые исследования IPO были сосредоточены именно на объяснении роста стоимости акций в первый день торгов и причин такой недооценки [3, с. 40]. В то же время современные исследования показывают, что после первоначального интереса акции новых эмитентов могут демонстрировать слабую динамику на длительном горизонте, а результаты IPO зависят от инвесторского оптимизма, неопределенности и качества рыночной инфраструктуры [12–14]. Современные исследования европейских рынков также подтверждают значимость прозрачности сегмента листинга, репутации андеррайтера и условий книги заявок для объяснения результатов размещения [15]. Поэтому выявляемая в настоящей статье отрицательная доходность российских эмитентов не является прямым отрицанием классического эффекта недооценки первого дня, а отражает последующую рыночную переоценку ожиданий и снижение эффективности инвестиций после начала торгов.

Российский рынок IPO остается существенно менее масштабным по сравнению с ведущими зарубежными рынками.

Кандрашина Е. А. и соавторы отмечают, что российский рынок IPO в общемировых масштабах сравнительно невелик и обычно насчитывает от 2 до 5 размещений в год, тогда как в США ежегодно на биржу выходит несколько сотен компаний [5, с. 3524]. Схожий вывод следует из исследования Беляева В. А., основанного на базе более чем 16 тыс. сделок IPO за 1990–2022 годы: мировой рынок IPO характеризуется волнами активности, значительным ростом объемов размещений и доходности первого дня торгов в периоды «горячего» рынка [12]. На этом фоне российская выборка 2024–2026 годов объективно ограничена, что требует осторожного выбора методов анализа и делает нецелесообразным построение многофакторной регрессионной модели.

Актуальность исследования обусловлена тем, что значительная часть компаний, вышедших на биржу в 2024–2026 годах, продемонстрировала снижение котировок относительно цены размещения. Между тем в рамках государственной инициативы по увеличению капитализации российского фондового рынка до 66% валового внутреннего продукта к 2030 году предусмотрено проведение новых IPO на значительные суммы. В этих условиях отрицательная доходность новых эмитентов способна снижать доверие инвесторов к механизму первичных размещений и ограничивать возможности компаний по привлечению капитала.

Цель исследования состоит в выявлении особенностей ценовой динамики российских IPO после начала торгов и определении факторов, связанных с отрицательной доходностью инвесторов после размещения. Научная новизна исследования заключается в применении комплексного диагностического подхода, сочетающего расчет номинальной ценовой доходности, доходности с учетом дивидендов, рыночно скорректированной доходности, реальной доходности, интегрального показателя доходности, проверку результатов на стандартных горизонтах и непараметрическую проверку связи характеристик размещений с доходностью.

Материалы и методы исследования

Информационную базу исследования составили данные Московской биржи¹, ПАО «СПБ Биржа»², сведения эмитентов³, офи-

1 ПАО «Московская Биржа» [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 10.06.2026).

2 ПАО «СПБ Биржа» [Электронный ресурс]. URL: <https://spbexchange.ru/> (дата обращения: 10.06.2026).

3 Интерфакс – сервер раскрытия информации [Электронный ресурс]. URL: <https://www.e-disclosure.ru/> (дата обращения: 10.06.2026).

циальные данные Росстата по индексам потребительских цен⁴, а также отечественные и зарубежные научные публикации по проблематике IPO и поведения инвесторов.

В выборку включены все эмитенты, осуществившие IPO на российских организованных торговых площадках с февраля 2024 года по апрель 2026 года и имевшие рыночные котировки на дату наблюдения 30.04.2026. Использование сплошной выборки обусловлено ограниченным числом IPO на российском рынке в рассматриваемый период.

Для устранения ограничения, связанного с использованием единой даты наблюдения, дополнительно проведена проверка устойчивости результатов на стандартных горизонтах после IPO: 3 месяца, 6 месяцев и 1 год. Для каждого горизонта использовалась доступная подвыборка эмитентов, по которым соответствующий период обращения наступил не позднее 30.04.2026. Если горизонт наступал после указанной даты, значение по эмитенту не рассчитывалось. Таким образом, проведены два уровня анализа: оценка состояния рынка на едином календарном срезе и сопоставление доходностей эмитентов на одинаковых временных интервалах после размещения.

В работе применялись методы горизонтального анализа, сравнительного анализа, а также факторной группировки, основанной на сопоставлении эмитентов по отраслевой принадлежности, размеру предложения, доле размещенных акций, наличию механизма стабилизации и длительности периода обращения после размещения. Для диагностической проверки направленности связи между отдельными характеристиками IPO и доходностью использовался коэффициент ранговой корреляции Спирмена. Для проверки различий доходности между секторами применялся непараметрический критерий Краскела – Уоллиса. Построение многофакторной регрессионной модели не применялось, поскольку объем выборки недостаточен для устойчивой оценки параметров.

Результаты исследования и их обсуждение

Российский рынок IPO в 2023–2024 гг. значительно оживился после спада 2022 года, когда на IPO вышла лишь одна компания – сервис аренды самокатов Whoosh. В 2024 году на фондовый рынок вышли 15 эмитентов, размер предложения которых составил 83,71 млрд руб. (табл. 1).

⁴ Росстат. Цены, инфляция: официальная статистика [Электронный ресурс]. URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/price> (дата обращения: 10.06.2026).

Однако в 2025 году активность резко снизилась. Состоялось лишь 4 IPO общим размером предложения 37,26 млрд руб., при этом значительную часть этого объема обеспечило размещение ПАО «ДОМ.РФ». В апреле 2026 года выборка была дополнена IPO ПАО «B2B-PTC» размером 2,43 млрд руб.

Полный перечень размещений, включенных в дальнейшее исследование, представлен в таблице 1.

Секторальная структура выборки характеризуется высокой концентрацией в финансовом секторе и секторе информационных технологий (рис. 1). На финансовый сектор приходится 48,8% совокупного размера предложения, на сектор информационных технологий и телекоммуникаций – 28,1%. Таким образом, значительная часть эмитентов относится к секторам с высокой чувствительностью к ожиданиям инвесторов, стоимости капитала и качеству раскрытия информации.

Для оценки эффективности инвестиций после IPO в рамках исследования использовались пять показателей. Расчет базировался на стандартном подходе к определению доходности финансового актива, при котором учитываются изменение рыночной цены, инфляционные процессы (через индекс потребительских цен) и промежуточные денежные выплаты инвестору.

Во-первых, по формуле (1) рассчитывалась номинальная ценовая доходность:

$$R_i = \frac{P_{i,t} - P_{i,0}}{P_{i,0}} \times 100\%, \quad (1)$$

где R_i – номинальная ценовая доходность, %;

$P_{i,0}$ – цена размещения акций или паев i -го эмитента, руб.;

$P_{i,t}$ – цена закрытия на дату наблюдения 30.04.2026, руб.

Во-вторых, по формуле (2) рассчитывалась номинальная доходность с учетом дивидендов и иных денежных выплат:

$$TR_i = \frac{P_{i,t} + D_i - P_{i,0}}{P_{i,0}} \times 100\%, \quad (2)$$

где TR_i – номинальная доходность с учетом дивидендов и иных денежных выплат, %;

D_i – сумма дивидендов или выплат на одну акцию либо пай, право на получение которых возникло после IPO и не позднее даты наблюдения, руб./акцию (пай).

Дивиденды учитывались до налогообложения. Для ЗПИФ «Рентал ПРО» учитывались фактически произведенные выплаты дохода по паям до 30.04.2026.

Таблица 1

Список российских эмитентов, прошедших IPO в 2024–2026 гг.

Компания	Дата IPO	Сектор	Размер предложения, млрд руб.
«Делимобиль» (ПАО «Каршеринг Россия»)	07.02.2024	Информационные технологии	4,20
ПАО «Диасофт»	13.02.2024	Информационные технологии	4,14
ПАО «КЛВЗ Кристалл»	26.02.2024	Потребительский	1,15
ПАО «Европлан»	29.03.2024	Финансовый	13,125
ПАО МФК «Займер»	12.04.2024	Финансовый	3,45
ПАО «МТС Банк»	26.04.2024	Финансовый	11,50
ГК «Элемент»	30.05.2024	Информационные технологии	15,00
IVA Technologies (ПАО «ИВА»)	04.06.2024	Информационные технологии	3,30
ЗПИФ «Рентал ПРО»	06.06.2024	Недвижимость	2,80
ПАО «ВсеИнструменты.ру»	05.07.2024	Розничная торговля	11,50
ГК «Промомед»	12.07.2024	Фармацевтика	5,75
ПАО «Апри»	30.07.2024	Недвижимость	0,88
ПАО «Группа Аренадата»	01.10.2024	Информационные технологии	2,66
ПАО «Озон Фармацевтика»	17.10.2024	Фармацевтика	3,45
ПАО «Ламбумиз»	29.10.2024	Производство материалов	0,80
ПАО «ДжетЛенд Холдинг» (JetLend)	26.03.2025	Финансовый	0,48
ПАО «ГЛОРАКС» (Glorax)	31.10.2025	Недвижимость	2,10
ПАО «ДОМ.РФ»	20.11.2025	Финансовый	31,69
ГК «Базис»	10.12.2025	Информационные технологии	3,00
ПАО «B2B-PTC»	17.04.2026	Информационные технологии	2,43

Примечание: составлено авторами на основе данных Мосбиржи и СПБ Биржи.

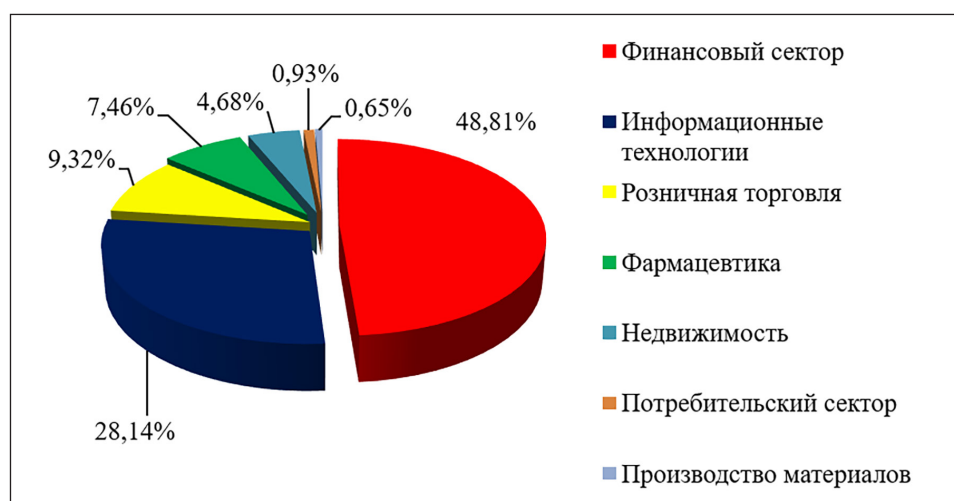


Рис. 1. Секторальная структура IPO российских компаний в 2024–2026 гг.

Примечание: составлено авторами на основе полученных данных в ходе исследования

В-третьих, для отделения индивидуальной динамики эмитента от общего состояния рынка по формуле (3) рассчитывалась рыночно скорректированная доходность:

$$AR_i = R_i - R_{m,i}, \quad (3)$$

где AR_i – рыночно скорректированная доходность, %;

$R_{m,i}$ – доходность индекса Московской биржи за период от даты IPO i-го эмитента до 30.04.2026.

Использование рыночной корректировки соответствует распространенной практике оценки результатов IPO в исследованиях доходности после выхода компаний на биржу [15].

В-четвертых, по формуле (4) рассчитывалась реальная доходность с учетом инфляции:

$$R_{reali} = \frac{1 + R_i}{1 + \pi_i} - 1, \quad (4)$$

где R_{reali} – реальная доходность с учетом инфляции, %;

π_i – накопленная инфляция за период владения, %.

Накопленная инфляция определялась как произведение месячных индексов потре-

бительских цен с месяца, следующего за месяцем IPO, по апрель 2026 года включительно.

Наконец, по формуле (5) рассчитывался интегральный показатель доходности – скорректированная на рынок реальная доходность с учетом инфляции, дивидендов и выплат:

$$ATR_{reali} = \left(\frac{1 + TR_i}{1 + \pi_i} - 1 \right) - R_{m,i}, \quad (5)$$

где ATR_{reali} – скорректированная на рынок реальная доходность с учетом инфляции, дивидендов и выплат.

Следует обозначить, что интегральный показатель не рассматривается как новая универсальная модель оценки эффективности IPO и не заменяет традиционные метрики доходности. Его преимущество для целей настоящего исследования заключается в получении более консервативной диагностической оценки результата инвестора, участвовавшего в размещении и удерживавшего бумаги до соответствующей даты наблюдения. Иными словами, данный показатель используется как обобщающий индикатор эффективности инвестиций в IPO в условиях российского рынка 2024–2026 годов.

Таблица 2

Исходные данные для расчета показателей доходности российских IPO

Компания	Тикер	$P_{i,0}$, руб.	$P_{i,t}$, руб.	D_i , руб.	$R_{m,i}$, %	π_i , %
«Делимобиль»	DELI	265	76,9	1	-18,37	17,44
ПАО «Диасофт»	DIAS	4500	1400	447,58	-18,32	17,44
ПАО «Кристалл»	KLVZ	9,5	2,8	0,05	-17,27	17,44
ПАО «Европлан»	LEAS	875	617,8	162	-20,23	16,98
ПАО МФК «Займер»	ZAYM	235	138,1	52,43	-23,09	16,40
ПАО «МТС Банк»	MBNK	2500	1288	89,31	-22,95	16,40
ГК «Элемент»	ELMT	0,2236	0,14385	0,00555	-19,01	15,55
IVA Technologies	IVAT	300	122,4	0	-16,59	14,81
ЗПИФ «Рентал ПРО»	XXXXXX	986,98	963,5	299,72	-16,73	14,81
ПАО «ВсеИнструменты.ру»	VSEH	200	72,56	3	-15,59	13,52
ГК «Промомед»	PRMD	400	396,95	0	-10,59	13,52
ПАО «Апри»	APRI	9,7	15,3	0	-9,73	13,52
ПАО «Группа Аренадата»	DATA	95	97,34	3,43	-5,54	11,91
ПАО «Озон Фармацевтика»	OZPH	35	47,68	1,24	-3,81	11,91
ПАО «Ламбумиз»	LMBZ	425	408	3,5	2,25	11,91
ПАО «ДжетЛенд Холдинг»	JETL	60	23,02	0	-15,51	6,02
ПАО «ГЛОРАКС»	GLRX	64	57,72	0	5,27	3,88
ПАО «ДОМ.РФ»	DOMRF	1750	2240	0	1,14	3,45
ГК «Базис»	BAZA	109	117,68	0	-2,30	3,12
ПАО «B2B-РТС»	BTBR	118	128,7	0	-2,41	0,00

Примечание: составлено авторами на основе рыночных котировок, индекса Московской биржи, данных эмитентов о денежных выплатах и индексов потребительских цен.

В качестве основного рыночного бенчмарка использовался индекс Мосбиржи (IMOEX). Для проверки устойчивости результатов также применялся альтернативный рыночный бенчмарк – индекс Мосбиржи полной доходности «брутто» (MCFTR), учитывающий дивидендную составляющую рынка. Отраслевые индексы не использовались в качестве бенчмарка ввиду неоднозначного соответствия ряда эмитентов существующим отраслевым индексам и малочисленности наблюдений по отдельным секторам.

Исходные данные для расчета показателей доходности представлены в таблице 2.

Результаты расчета показателей доходности представлены в таблице 3.

Расчеты показывают, что отрицательная динамика после размещения не является единичным отклонением. Номинальная ценовая доходность оказалась отрицательной у 14 из 20 размещений. Средняя номинальная ценовая доходность составила -21,26%, а медианная номинальная ценовая доходность -19,60%. Учет дивидендов и выплат по паям немного улучшает ре-

зультат: средняя номинальная доходность с выплатами составила -16,38%, медианная составила -10,35%, однако даже с учетом выплат отрицательная доходность сохраняется у 13 размещений. Следовательно, денежные выплаты не меняют общий характер динамики.

Корректировка на инфляцию, как правило, лишь усиливает отрицательную оценку эффективности инвестиций. Даже с учетом дивидендов и выплат средняя реальная доходность составила -24,51%, а медианная -18,65%. Если скорректировать показатель средней реальной полной доходности на рынок (с учетом индекса Мосбиржи), то отрицательная доходность по-прежнему наблюдается у 13 из 20 размещений.

Для проверки устойчивости результатов были рассчитаны интегральные показатели доходности на стандартных горизонтах после IPO. Для стандартных горизонтов использовалась та же логика расчета, что и в формуле (5), с заменой даты наблюдения на дату соответствующего горизонта. Итоги наглядно представлены в таблице 4.

Таблица 3

Показатели доходности российских IPO по состоянию на 30.04.2026

Компания	Тикер	R_p , %	TR_p , %	AR_p , %	R_{reali} , %	ATR_{reali} , %
«Делимобиль»	DELI	-70,98	-70,60	-52,61	-75,29	-56,60
ПАО «Диасофт»	DIAS	-68,89	-58,94	-50,56	-73,51	-46,72
ПАО «Кристалл»	KLVZ	-70,53	-70,00	-53,25	-74,90	-57,18
ПАО «Европлан»	LEAS	-29,39	-10,88	-9,16	-39,64	-3,58
ПАО МФК «Займер»	ZAYM	-41,23	-18,92	-18,14	-49,51	-7,26
ПАО «МТС Банк»	MBNK	-48,48	-44,91	-25,53	-55,74	-29,73
ГК «Элемент»	ELMT	-35,67	-33,18	-16,66	-44,32	-23,16
IVA Technologies	IVAT	-59,20	-59,20	-42,61	-64,46	-47,87
ЗПИФ «Рентал ПРО»	XXXXXX	-2,38	27,99	14,35	-14,97	28,21
ПАО «ВсеИнструменты.ру»	VSEH	-63,72	-62,22	-48,13	-68,04	-51,13
ГК «Промомед»	PRMD	-0,76	-0,76	9,83	-12,58	-1,99
ПАО «Апри»	APRI	57,73	57,73	67,46	38,95	48,68
ПАО «Группа Аренадата»	DATA	2,46	6,07	8,01	-8,44	0,33
ПАО «Озон Фармацевтика»	OZPH	36,23	39,77	40,04	21,73	28,71
ПАО «Ламбумиз»	LMBZ	-4,00	-3,18	-6,25	-14,22	-15,73
ПАО «ДжетЛенд Холдинг»	JETL	-61,63	-61,63	-46,12	-63,81	-48,30
ПАО «ГЛОРАКС»	GLRX	-9,81	-9,81	-15,08	-13,18	-18,45
ПАО «ДОМ.РФ»	DOMRF	28,00	28,00	26,86	23,73	22,59
ГК «Базис»	BAZA	7,96	7,96	10,26	4,70	6,99
ПАО «B2B-PTC»	BTBR	9,07	9,07	11,48	9,07	11,48

Примечание: составлено авторами на основе полученных данных в ходе исследования.

Таблица 4

Проверка интегральной доходности российских IPO на стандартных горизонтах

Показатель	3 месяца	6 месяцев	1 год
Доступных наблюдений	19	17	16
Средняя интегральная доходность (по IMOEX)	0,75	-1,04	-15,72
Медианная интегральная доходность (по IMOEX)	1,08	-7,22	-13,17
Количество наблюдений с отрицательной интегральной доходностью (по IMOEX)	9	10	11
Средняя интегральная доходность (по MCFTR)	-1,64	-5,21	-24,05
Медианная интегральная доходность (по MCFTR)	-0,77	-12,18	-21,29
Количество наблюдений с отрицательной интегральной доходностью (по MCFTR)	10	10	13

Примечание: составлено авторами на основе полученных данных в ходе исследования.

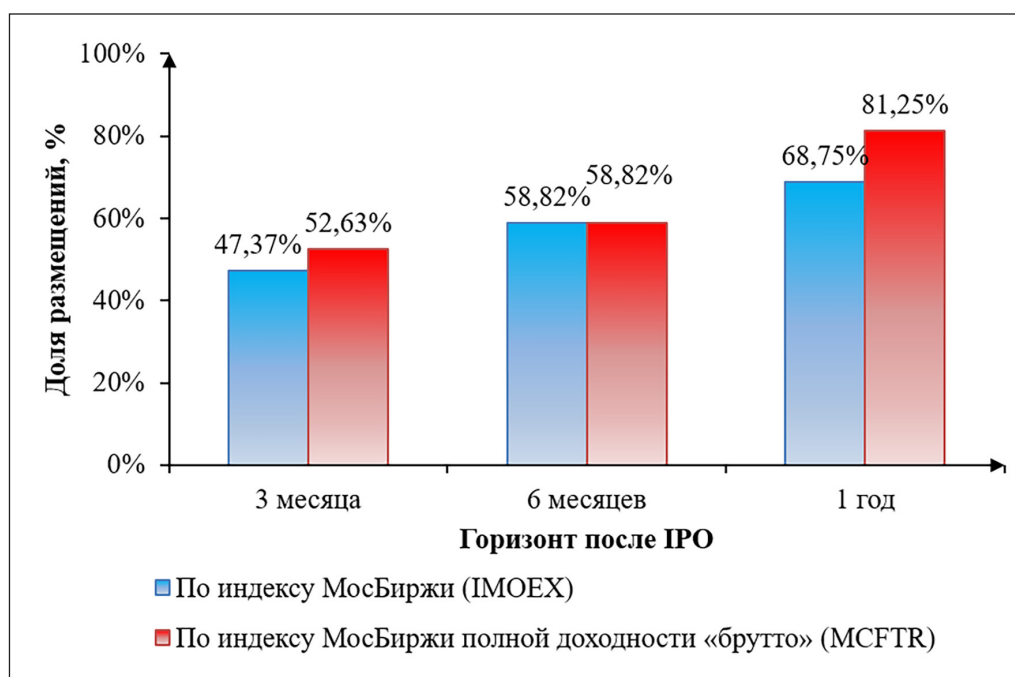


Рис. 2. Доля размещений с отрицательной интегральной доходностью на стандартных горизонтах после IPO, % от общего количества наблюдений
Примечание: составлено авторами на основе полученных данных в ходе исследования

Проверка на стандартных горизонтах показывает, что отрицательная доходность усиливается по мере увеличения срока обращения бумаг после IPO. На горизонте 3 месяцев результаты остаются неоднородными: медианное значение интегральной доходности по IMOEX составило 1,08%, однако при использовании альтернативного рыночного бенчмарка (индекса Мосбиржи полной доходности) медиана составила -0,77%. На горизонте 6 месяцев медианные значения снизились до -7,22% и -12,18% соответственно. На горизонте 1 года отри-

цательная динамика стала наиболее выраженной (рис. 2). Следовательно, проверка на стандартных горизонтах подтверждает вывод о снижении эффективности значительной части размещений с течением времени.

Для проверки устойчивости выявленных закономерностей была проведена непараметрическая оценка направленности связи между отдельными характеристиками размещений и доходностью с использованием коэффициента ранговой корреляции Спирмена (ρ). Коэффициент показывает на-

правление и тесноту связи между ранжированными значениями: положительное значение указывает на однонаправленное изменение признаков, отрицательное – на разнонаправленное. По распространенной шкале интерпретации значения коэффициента менее 0,3 по модулю рассматриваются как слабая связь, 0,3–0,7 по модулю – как умеренная или заметная связь, свыше 0,7 по модулю – как высокая связь. Такой метод выбран ввиду малого объема выборки и отсутствия оснований предполагать нормальное распределение доходностей.

Полученные результаты представлены в таблице 5. Эти результаты следует рассматривать как диагностические, а не как основу для построения универсальной модели российского рынка IPO.

Факторы для корреляционной проверки отбирались по двум критериям: наличие данных в сопоставимом виде по всем эмитентам выборки и содержательная связь фактора с условиями размещения или последующей динамикой бумаг. В анализ включены длительность периода наблюдения, размер предложения, доля размещенных акций в капитале и наличие стабилизационного механизма. Эти показатели раскрываются в сопоставимом виде и позволяют оценить влияние временного, масштабного и структурного факторов сделки. Уровень переподписки книги заявок, структура инвесторов и параметры фактической аллокации не включались в корреляционный анализ, поскольку в открытых источниках раскрываются фрагментарно и не позволяют сформировать сопоставимый массив наблюдений по всей выборке без существенного сокращения числа эмитентов. В то же время финансовые показатели эмитентов рассматривались как потенциально значимые факторы, однако не включались в корреляционную проверку в связи с отраслевой неоднородностью выборки и различиями в раскрытии отчетности. Для банков, ми-

крофинансовых организаций, девелоперов, технологических компаний и фонда недвижимости сопоставимые показатели рентабельности, долговой нагрузки и операционной эффективности имеют различную экономическую интерпретацию. В связи с этим их использование в единой корреляционной модели на выборке из 20 размещений могло бы снизить методическую корректность результатов.

Результаты корреляционной проверки показывают, что размер предложения и доля размещенных акций сами по себе не объясняют различия в доходности. Наиболее выраженная связь наблюдается между длительностью периода наблюдения и доходностью: эмитенты, вышедшие на рынок раньше, чаще демонстрировали более слабую динамику. Это не означает, что время обращения является самостоятельной причиной снижения котировок; скорее, данный результат отражает накопленный эффект переоценки ожиданий инвесторов, ухудшения рыночной конъюнктуры и раскрытия новой информации о компаниях после выхода на биржу.

Для проверки различий доходности между секторами была проведена дополнительная непараметрическая проверка с использованием критерия Краскела – Уоллиса. В связи с малочисленностью наблюдений по отдельным отраслям эмитенты были объединены в три укрупненные группы: финансовый сектор, сектор информационных технологий и прочие сектора. Статистически значимых различий между группами выявлено не было ни по интегральному показателю на дату наблюдения 30.04.2026 ($p = 0,767$), ни по интегральной доходности с использованием альтернативного рыночного индекса на горизонтах 3 месяца ($p = 0,243$), 6 месяцев ($p = 0,383$) и 1 год ($p = 0,357$). Следовательно, отрицательная доходность новых эмитентов не может быть объяснена только отраслевой принадлежностью компаний.

Таблица 5

Диагностическая оценка связи факторов
с интегральным показателем доходности после IPO

Фактор	ρ	p-value	Интерпретация
Длительность периода наблюдения	-0,532	0,0157	Более ранние размещения прошли более длительный период рыночной коррекции
Размер предложения	-0,045	0,8501	Выраженной самостоятельной связи не выявлено
Доля размещенных акций	-0,079	0,7417	Выраженной самостоятельной связи не выявлено
Стабилизационный механизм	-0,478	0,0331	Стабилизация не гарантировала устойчивой динамики после завершения периода поддержки

Примечание: составлено авторами на основе полученных данных в ходе исследования.

Сопоставление полученных результатов с международной практикой показывает, что российский рынок IPO 2024–2026 годов имеет как общие, так и специфические черты. В международных исследованиях первоначальная недооценка обычно измеряется через доходность первого дня торгов, тогда как в настоящей статье анализируется доходность инвестора, участвовавшего в IPO и удерживавшего бумаги до даты наблюдения. Поэтому отрицательная доходность российских эмитентов отражает не столько отсутствие классической недооценки первого дня, сколько последующее снижение рыночной оценки новых эмитентов. В зарубежной литературе слабая динамика после размещения связывается с инвесторским оптимизмом, расхождением мнений, неопределенностью и особенностями раскрытия информации [13–15]. Российская специфика состоит в том, что данные эффекты проявились в условиях ограниченного участия иностранных инвесторов и повышенной роли розничного спроса.

Полученные результаты согласуются с выводами современных отечественных исследований российского рынка IPO. Так, Абрамов А. Е. и Чернова М. И. отмечают, что развитие рынка IPO в России сопровождается сочетанием институциональных ограничений, высокой зависимости от внутреннего спроса и необходимости повышения качества раскрытия информации [16]. Львова М. И. и Исакова Н. Ю. также указывают на нестабильность динамики российского рынка IPO и значимость макроэкономических условий для активности эмитентов [17]. В свою очередь, Хрустова Л. Е. и соавторы подчеркивают, что перспективы развития рынка первичных публичных размещений в России связаны с повышением доверия инвесторов и совершенствованием механизмов регулирования [18].

Выводы о роли розничных инвесторов требуют осторожной интерпретации. В открытых источниках не всегда раскрывается сопоставимая информация о структуре спроса и аллокации по каждому размещению, поэтому количественно выделить влияние именно розничного транша для всей выборки затруднительно. Вместе с тем после 2022 года структура российского рынка изменилась: по оценке Сегалю А. Е., доля розничных инвесторов в торгах акциями выросла с 40% в феврале 2022 года до около 80% [3, с. 44]. Полученные результаты согласуются с выводами о том, что настроения инвесторов и краткосрочный розничный интерес могут влиять на ценообразование IPO и последующую динамику бумаг [10].

Важным фактором остается и информационная асимметрия. Значительная часть эмитентов имела короткую публичную историю, ограниченный опыт раскрытия информации и высокую зависимость оценки от прогнозных показателей. Это усиливало роль маркетинговых сигналов, репутации организаторов размещения и ожиданий инвесторов. Данный вывод согласуется с результатами исследований, рассматривающих информационную асимметрию как один из ключевых факторов ценообразования на рынке IPO [11; 19].

Рекомендации для участников рынка сформулированы с учетом полученных эмпирических результатов. Преобладание отрицательной интегральной доходности на горизонтах 6 месяцев и 1 года указывает на необходимость более консервативного ценообразования при размещении. Эмитентам целесообразно формировать ценовой диапазон с учетом стресс-сценариев снижения рыночных мультипликаторов, изменения ключевой ставки и ослабления спроса после завершения периода стабилизации. В материалах к размещению следует раскрывать чувствительность оценки компании к выручке, долговой нагрузке, ставке дисконтирования и темпам роста рынка.

Поскольку наличие стабилизационного механизма не сопровождалось устойчивой положительной динамикой после завершения периода поддержки, организаторам размещений следует подробнее раскрывать параметры стабилизации, условия локапа и возможные сроки выхода крупных акционеров из капитала. Кроме того, с учетом фрагментарности данных о переподписке и аллокации целесообразно раскрывать агрегированную структуру книги заявок и фактическое распределение бумаг между группами инвесторов. Также с учетом выявленного ухудшения показателей на горизонтах 6 месяцев и 1 года целесообразно ввести стандартизированный отчет эмитента и организатора о результатах обращения бумаг через 3, 6 и 12 месяцев после IPO. В таком отчете должны отражаться динамика цены относительно цены размещения, доходность относительно рыночных бенчмарков, исполнение заявленных операционных ориентиров и изменение структуры акционеров.

Наконец, частным инвесторам следует рассматривать участие в IPO как вложение с повышенным уровнем риска, а не как способ гарантированного получения краткосрочной прибыли. Перед покупкой акций при размещении инвестору целесообразно

проверить несколько базовых параметров: насколько цена размещения сопоставима с оценкой уже торгующихся компаний той же отрасли, какова долговая нагрузка эмитента, планирует ли компания выплачивать дивиденды, какая доля акций поступает в свободное обращение и когда истекает период ограничения на продажу акций крупными акционерами и сотрудниками. Кроме того, инвестору следует заранее определить допустимый размер вложений в одно IPO и возможные действия в случае снижения цены акций ниже цены размещения.

Заключение

Проведенное исследование показывает, что российский рынок IPO в 2024–2026 годах характеризуется высокой неоднородностью результатов и преобладанием отрицательной доходности у новых эмитентов. По состоянию на 30.04.2026 отрицательная номинальная ценовая доходность была зафиксирована у 14 из 20 размещений. Реальная доходность с учетом выплат, скорректированная на рынок, была отрицательной у 13 из 20 размещений.

Проверка на стандартных горизонтах подтвердила устойчивость полученных результатов. На горизонте 3 месяцев доля размещений с отрицательной интегральной доходностью при использовании альтернативного рыночного бенчмарка составила 52,63%, на горизонте 6 месяцев – 58,82%, а на горизонте 1 года – 81,25%. Следовательно, снижение эффективности инвестиций после IPO проявляется не только на едином календарном срезе, но и при сопоставлении эмитентов на стандартных временных интервалах.

Проведенная проверка показала, что размер предложения и доля размещенных акций не имеют выраженной самостоятельной связи с доходностью. Более значимой оказалась длительность периода наблюдения, что отражает накопленный эффект рыночной переоценки ранних размещений. Дополнительная проверка по укрупненным секторальным группам не выявила статистически значимых различий, поэтому отрицательная доходность не может быть объяснена только отраслевой принадлежностью эмитентов.

Восстановление доверия к российскому рынку IPO возможно при сочетании более консервативного ценообразования, повышения качества раскрытия информации, развития стандартов аллокации и стабилизации, а также роста финансовой грамотности частных инвесторов. Дальнейшие исследования могут быть связаны с расши-

рением выборки по мере появления новых IPO и построением более устойчивых моделей влияния структуры спроса, free-float, lock-up и макроэкономических факторов на доходность после размещения.

Список литературы

1. Смирнов В. В. Потенциал российского рынка IPO // Финансы и кредит. 2024. № 4 (844). С. 830–850. URL: <https://www.fin-izdat.ru/journal/fc/detail.php?ID=80605> (дата обращения: 10.06.2026). DOI: 10.24891/fc.30.4.830.
2. Конин А. С. Анализ доходности российского рынка IPO по сравнению с аналогами // Финансовые рынки и банки. 2025. № 7. С. 200–204. URL: https://finmarketbank.ru/archive/?ELEMENT_ID=63805 (дата обращения: 10.06.2026). EDN: AQUICP.
3. Сегаль А. Е. Особенности рынка IPO в России в «новой реальности» (с 2022 года) // Научные исследования экономического факультета: электронный журнал. 2025. № 1. С. 39–59. URL: https://archive.econ.msu.ru/journal/issues/2025/2025.volume_17.issue_1/Segal/ (дата обращения: 10.06.2026). DOI: 10.38050/2078-3809-2025-17-1-39-59.
4. Ефимович А. С. Ренессанс российского рынка IPO // Вестник Академии знаний. 2024. № 5 (64). С. 466–469. URL: <https://academiyadt.ru/wp-content/uploads/vaz/vaz-64.pdf> (дата обращения: 10.06.2026). EDN: JIZHWZ.
5. Кандрашина Е. А., Кузьмина О. Ю., Сафиуллин Л. Н., Гайзатуллин Р. Р. Первичное публичное размещение (IPO) и его многоцелевое использование в современных условиях // Креативная экономика. 2023. Т. 17. № 9. С. 3517–3530. URL: <https://1economic.ru/lib/118833> (дата обращения: 10.06.2026). DOI: 10.18334/ce.17.9.118833. EDN: FBPKCD.
6. Замуруева О. В. Стратегии выхода на IPO: финансовые и организационные аспекты // Вестник евразийской науки. 2025. Т. 17. № 4. URL: <https://esj.today/80FAVN425.html> (дата обращения: 10.06.2026). EDN: SIYTCG.
7. Зворыкина Ю. В., Полякова М. Б. Перспективы выхода на IPO предприятий семейного бизнеса в Российской Федерации // МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). 2025. Т. 16. № 2. С. 208–224. URL: <https://www.mir-nayka.com/jour/article/view/1920> (дата обращения: 10.06.2026). DOI: 10.18184/2079-4665.2025.16.2.208-224.
8. Семенова Е. В., Калинин К. Е. Реализация программы развития фондового рынка в России: некоторые проблемы и пути их решения // Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством». 2025. № 2 (64). С. 13–22. URL: <https://ecofin-isuct.ru/article/view/6618> (дата обращения: 10.06.2026). DOI: 10.6060/ivecofin.2025642.717.
9. Кузьмина О. Ю., Шарафуллина Р. Р. Поведение розничных инвесторов на российском фондовом рынке в современных условиях // Креативная экономика. 2023. Т. 17. № 11. С. 4197–4212. URL: <https://1economic.ru/lib/119483> (дата обращения: 10.06.2026). DOI: 10.18334/ce.17.11.119483.
10. Сегаль А. Е., Мальков А. В., Осадчев А. В. Анализ связи рыночных настроений розничных инвесторов и первоначальной доходности сделок IPO в России в «новой реальности» (с 2022 г.) // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2025. № 6. С. 170–191. URL: <https://vestnik-iran.ru/index.php/component/jdownloads/send/33-2025-n6-articles/272-vart-2025-6-p170-191> (дата обращения: 10.06.2026). DOI: 10.52180/2073-6487_2025_6_170_191. EDN: IKYUDG.
11. Сегаль А. Е., Галич А. А., Мирзоян А. Г. Российский рынок IPO: феномен недооценки // Вопросы экономики. 2025. № 10. С. 104–130. URL: <https://www.vopreco.ru/jour/article/view/5429> (дата обращения: 10.06.2026). DOI: 10.32609/0042-8736-2025-10-104-130. EDN: HOEUGF.
12. Беляев В. А. Анализ динамики сделок IPO: географический и отраслевой аспекты // Финансы: теория и практика. 2024. Т. 28. № 5. С. 173–186. URL: <https://financetp.fa.ru/>

jour/article/view/3187/1512 (дата обращения: 10.06.2026). DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-5-173-186.

13. Ikeda N. Optimism, divergence of investors' opinions, and the long-run underperformance of IPOs // *Journal of Financial Markets*. 2023. Vol. 64. P. 100800. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1386418122000891#article> (дата обращения: 10.06.2026). DOI: 10.1016/j.finmar.2022.100800.

14. Deng H., Liu W. The underpricing and long-term performance of Chinese IPOs listed on the Hong Kong exchange // *Journal of Asian Business and Economic Studies*. 2024. Vol. 31. № 4. P. 322–333. URL: <https://www.emerald.com/jabes/article/31/4/322/1230523/The-underpricing-and-long-term-performance-of> (дата обращения: 10.06.2026). DOI: 10.1108/JABES-05-2023-0161.

15. Barihas R., Weber P., Zimmermann H. IPO Pricing in Germany and Switzerland in the New Millennium: Tests on Underpricing and Long-Term Performance // *Journal of Risk and Financial Management*. 2024. Vol. 17. № 11. P. 511. URL: <https://www.mdpi.com/1911-8074/17/11/511> (дата обращения: 10.06.2026). DOI: 10.3390/jrfm17110511.

16. Абрамов А. Е., Чернова М. И. IPO акций российских компаний: теория, индикаторы, тренды и перспективы // *Финансовый журнал*. 2024. Т. 16. № 6. С. 42–60. URL: https://www.finjournal-nifi.ru/images/FILES/Journal/Archive/2024/6/statii/03_6_2024_v16.pdf (дата обращения: 10.06.2026). DOI: 10.31107/2075-1990-2024-6-42-60.

17. Львова М. И., Исакова Н. Ю. Динамика и тенденции развития рынка IPO в Российской Федерации // *Естественно-гуманитарные исследования*. 2024. № 2 (52). С. 164–167. URL: <https://academiyadt.ru/online-zhurnal-estestvenno-gumani-tarnye-issledovaniya-egi-52/> (дата обращения: 10.06.2026). EDN: NCGJZX.

18. Хрустова Л. Е., Мусиенко С. О., Голышев В. Д., Иоффе Н. Н., Осокина М. А. Рынок первичных публичных размещений в России: современное состояние и перспективы развития // *Вестник Алтайской академии экономики и права*. 2025. № 5–2. С. 433–440. URL: <https://vael.ru/ru/article/view?id=4181> (дата обращения: 10.06.2026). DOI: 10.17513/vael.4181.

19. Антюхов А. Ю. Информационная асимметрия на фондовом рынке России // *Вестник Академии знаний*. 2025. № 2 (67). С. 699–701. URL: <https://academiyadt.ru/wp-content/uploads/vaz/vaz-67.pdf> (дата обращения: 10.06.2026). EDN: HRUNVT.

Конфликт интересов: Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Conflict of interest: The authors declare that there is no conflict of interest.

Финансирование: Авторы заявляют об отсутствии внешнего финансирования.

Financing: The research was performed without external funding.