МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
имени М.В.ЛОМОНОСОВА

На правах рукописи

Сегаль Александр Евгеньевич

Ценообразование при первичных публичных размещениях российских эмитентов в условиях трансформации рынка капитала

Специальность 5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2026

Диссертация подготовлена на кафедре финансов и кредита экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

Научный руководитель – ***Гуров Илья Николаевич,***
доктор экономических наук

Официальные оппоненты – ***Ивашковская Ирина Васильевна,***
доктор экономических наук, доцент, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», факультет экономических наук, руководитель Школы финансов, профессор, научно-учебная лаборатория корпоративных финансов, заведующая

Львова Ольга Александровна,
доктор экономических наук, доцент, Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова, факультет государственного управления, кафедра финансового менеджмента, профессор

Миловидов Владимир Дмитриевич,
доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент РАН, Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации, факультет международных экономических отношений, кафедра международных финансов, заведующий кафедрой

Защита диссертации состоится «03» декабря 2026 г. в 16 часов 00 минут на заседании диссертационного совета МГУ.052.1 Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова по адресу: 119991, г. Москва, Ленинские горы, д.1, стр.46, экономический факультет, ауд. П-8.

E-mail: minfinmgy@inbox.ru

С диссертацией можно ознакомиться в отделе диссертаций научной библиотеки МГУ имени М.В. Ломоносова (Ломоносовский просп., д. 27) и на портале: https://dissovet.msu.ru/dissertation/4173.

Автореферат разослан «___» _____ 2026 г.

И.о. ученого секретаря
диссертационного совета МГУ.052.1
д.э.н., профессор Киселев С.В.

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования

Первичные публичные размещения акций (Initial Public Offering, IPO) являются одним из важнейших сегментов рынка капитала. Для экономики сделки IPO служат инструментом перераспределения долгосрочных инвестиционных ресурсов и общего расширения базы инвесторов. При этом для компаний проведение IPO, как правило, способствует совершенствованию корпоративного управления, повышению прозрачности деятельности и расширению доступа к альтернативным источникам финансирования. Ценообразование занимает центральное место в процессе проведения публичного размещения и формируется в результате взаимодействия ключевых участников рынка, отражая баланс их интересов. Результаты проведенных IPO (выраженные в изменении котировок относительно цены размещения) оказывают прямое влияние на уровень доверия к национальному рынку и устойчивость его развития. В условиях структурных изменений российского рынка особенно возрастает потребность в осмыслении механизмов формирования цены размещения.

С 2022 года российский рынок капитала функционирует в качественно иных геополитических и институциональных условиях. Ограничение доступа к зарубежным торговым площадкам, уход международных андеррайтеров и иностранных институциональных инвесторов изменили структуру спроса. При этом функции формирования цены размещения перераспределились в пользу внутренних участников рынка. Ключевые решения в процессе IPO (формирование ценового диапазона, структуры спроса и аллокации) принимаются теперь внутренними участниками рынка: отечественными банками-организаторами, институциональными и розничными инвесторами, а реализуются они в рамках действующих регуляторных требований и правил биржевой инфраструктуры. Переход к внутренней базе участников повысил значение национальной институциональной среды, условий регулирования и доверия инвесторов к российским финансовым институтам. По этим характеристикам современный этап существенно отличается от предшествующих периодов и требует углубленного изучения.

Дополнительную значимость теме придают государственные задачи расширения практики IPO и увеличения капитализации фондового рынка. Указом Президента Российской Федерации от 7 мая 2024 г. № 309 установлены целевые уровни капитализации: не менее 66% ВВП к 2030 г. и 75% ВВП к 2036 г. Для их достижения необходимы расширение круга публичных компаний и совершенствование ценообразования при IPO. Механизмы определения цены должны обеспечивать устойчивое привлечение капитала на справедливых условиях. На практике результаты размещений последних лет заметно

различаются. Цены сохраняют повышенную чувствительность к структуре спроса и институциональным условиям. Это указывает на неполное решение поставленных задач. Значение IPO для экономической политики отражено в стратегических документах развития финансового рынка и в решениях о размещении акций государственных компаний, в том числе ДОМ.РФ. Однако институциональные ограничения сохраняются, а механизмы установления цены требуют дальнейшей проработки. Нерешенные вопросы теории и практики определяют актуальность исследования.

Трансформация рынка капитала повышает научную и практическую значимость изучения ценообразования при IPO российских эмитентов. От качества формирования цены зависят результаты размещений и согласование интересов их участников. Оно также определяет возможности развития публичного капитала и увеличения капитализации российского фондового рынка. При этом подходы к анализу ценообразования при IPO в меняющейся институциональной среде требуют дальнейшей систематизации. Структурные сдвиги российского рынка начиная с 2022 г. пока отражены в них лишь частично. Эти пробелы создают риски ослабления инвестиционной активности и замедления привлечения капитала. Необходимость их устранения обусловливает актуальность выбранной темы.

Степень разработанности проблемы

В корпоративных финансах исследование ценообразования при первичном размещении акций выделилось в отдельное научное направление. Т.Дженкинсон и А.Льюнгквист обобщили его теоретические положения и эмпирические результаты. Работы Т.Чемманура и П.Фулгьери посвящены принятию компанией решения о выходе на публичный рынок. Дж.Риттер и И.Уэлч систематизировали закономерности IPO, уделив внимание недооценке при размещении, распределению акций и их последующей доходности.

Информационная асимметрия лежит в основе ряда теоретических подходов к объяснению ценообразования при IPO. Дж.Акерлоф сформулировал общие основы анализа неблагоприятного отбора. К.Рок применил этот подход в модели недооценки первичных размещений. В работах М.Гринблатта, Ч.Хванга и И.Уэлча недооценка получила сигнальное объяснение: условия размещения передают инвесторам сведения о качестве эмитента. П.Хили и К.Палепу исследовали значение корпоративного раскрытия и информационных посредников для функционирования рынка капитала.

Другую группу исследований составляют работы о процедурах установления цены IPO. В них сопоставляются размещения по фиксированной цене, букбилдинг и аукционы по способам выявления спроса и распределения акций. Т.Дженкинсон и А.Льюнгквист обобщили теоретические и эмпирические результаты анализа этих процедур. А.Шерман

изучила международный опыт их использования и стимулы инвесторов к получению и раскрытию информации. Этот анализ дополняют работы Дж.Риттера, И.Уэлча, Т.Чемманура, Т.Лоуграна и других авторов о факторах недооценки, роли финансовых посредников и стимулах участников IPO.

Институциональные условия работы рынков капитала исследовали Р.ЛаПорта, Ф.Лопес-де-Силанес, А.Шлейфер, Р.Вишни и другие авторы. Они показали значение правовой среды, защиты инвесторов и требований к раскрытию информации для развития публичного рынка капитала. Труды Р.Коуза и О.Уильямсона о транзакционных издержках и координации экономической деятельности дополняют теоретические основания анализа взаимодействия рыночных участников.

В отечественных исследованиях вопросы IPO рассматриваются в связи с изменениями российского финансового рынка и его институциональной среды. Труды Я.М.Миркина заложили основы изучения особенностей развития национального рынка капитала. И.В.Ивашковская исследовала корпоративные финансы и качество управления. Работы А.В.Малькова внесли существенный вклад в анализ современного российского рынка IPO. Исследования А.В.Осадчева, А.А.Галич и К.Е.Калинкиной посвящены изменениям структуры спроса и возрастанию роли розничных инвесторов.

Зарубежными и российскими исследователями накоплен значительный объем теоретических разработок и эмпирических результатов в области ценообразования при IPO. Вместе с тем применительно к российскому рынку в условиях его трансформации остается недостаточно разработанной систематизация взаимосвязей между функциями участников IPO, наблюдаемыми характеристиками размещений и адресными направлениями совершенствования ценообразования.

Цель и задачи исследования

Цель исследования состоит в теоретическом обосновании и разработке системы рекомендаций по совершенствованию ценообразования при первичных публичных размещениях акций российских эмитентов на основе авторской концептуальной модели с учетом особенностей современного этапа развития национального финансового рынка.

Для достижения поставленной цели исследования необходимо выполнить следующие задачи:

1. Обосновать подход к анализу ценообразования при первичных публичных размещениях как к целостной структурно организованной системе.
2. Систематизировать и обобщить направления влияния ключевых участников рынка IPO (эмитентов, андеррайтеров, инвесторов, регулятора и биржевой инфраструктуры) на формирование параметров ценообразования при проведении первичных размещений.

3. Выявить и систематизировать институциональные ограничения и структурные факторы развития российского рынка IPO в условиях трансформации рынка капитала с 2022 года и определить характер их влияния на параметры ценообразования при первичных публичных размещениях.

4. Определить и количественно оценить факторы, влияющие на первоначальную доходность (недооценку) IPO российских эмитентов, а также выявить трансформацию структуры их влияния на основе сопоставления периодов до 2022 года и с 2022 года.

5. Предложить систему мер по совершенствованию ценообразования при IPO российских компаний, направленных на повышение эффективности формирования цены размещения в условиях трансформации рынка капитала.

Объект и предмет исследования

Объектом исследования выступает рынок первичных публичных размещений акций российских эмитентов. Предметом исследования является процесс формирования цены первичных публичных размещений российских эмитентов с учетом влияния ключевых участников рынка и условий функционирования рынка капитала.

Научная новизна диссертационного исследования

В диссертации получены новые научные результаты. Они развивают представления о ценообразовании при IPO российских эмитентов в условиях трансформации рынка капитала и учитывают институциональные, рыночные и поведенческие факторы, а также изменения условий функционирования российского рынка с 2022 года.

Научная новизна диссертации раскрывается в следующих результатах исследования:

1. *Развито* содержание категории ценообразования при первичном публичном размещении акций на основе применения общей теории систем Л.Берталанфи. В отличие от существующих подходов, трактующих установление цены размещения преимущественно как результат действия отдельных теоретических моделей, методов оценки или процедур первичного размещения, ценообразование при IPO *обосновано* как целостная структурно организованная система, включающая взаимосвязанные информационные, процедурно-рыночные, поведенческие и институциональные компоненты и устойчивые функциональные связи между ними.

2. На основе разработанной авторской концептуальной модели ценообразования при IPO *интегрированы* информационные, процедурно-рыночные, поведенческие и институциональные компоненты формирования цены размещения, обеспечивающие ее рассмотрение как результата системного взаимодействия ключевых участников рынка. *Систематизированы* предполагаемые каналы их совместного влияния на параметры цены размещения (через взаимосвязь качества раскрытия информации, структуру спроса,

поведенческие ожидания инвесторов и институциональные ограничения рынка), что отличает предложенный подход от исследований, анализирующих влияние отдельных факторов или участников рынка.

3. *Выявлены и систематизированы* изменения институциональной структуры российского рынка IPO с 2022 года, характеризующие новые условия формирования цены размещения. *Показано*, что локализация базы инвесторов, усиление роли розничных инвесторов и перераспределение функций ключевых участников рынка связаны с формированием новых структурных ограничений, которые необходимо учитывать при анализе ценообразования при IPO.

4. На основе эмпирического анализа IPO российских эмитентов за период 2000-2024 гг. *установлено*, что в структуре факторов ценообразования, наряду с традиционными фундаментальными характеристиками эмитентов и параметрами сделок, наличие финансового инвестора в структуре капитала эмитента до IPO статистически значимо связано с величиной первоначальной доходности, причем характер этой связи зависит от количества ведущих банков-организаторов. С 2022 года *выявлено* статистически значимое изменение связи доли акций в свободном обращении (free-float) с величиной первоначальной доходности. Дополнительно *определено*, что в условиях трансформации рынка капитала структура спроса инвесторов и отдельные исследованные поведенческие индикаторы статистически связаны с первоначальной доходностью IPO.

5. *Разработана* система мер по совершенствованию процесса ценообразования при IPO российских эмитентов в условиях трансформации рынка капитала с 2022 года, предусматривающая согласованное развитие информационных, процедурно-рыночных, поведенческих и институциональных компонентов формирования цены размещения. *Обоснована* целесообразность взаимосвязанного применения предложенных мер с учетом изменений институциональной среды и структуры спроса со стороны инвесторов.

Теоретическая значимость исследования связана с развитием научных представлений о ценообразовании при IPO и роли участников рынка. В работе углублены концептуальные основы информационного, агентского, поведенческого и институционального подходов. Показано, в частности, как взаимодействие эмитентов, андеррайтеров, инвесторов и регуляторов отражается на результатах первичных размещений. Теоретическая база корпоративных финансов дополнена за счет раскрытия специфики ценообразования при IPO на развивающихся и трансформирующихся рынках капитала.

Практическая значимость исследования состоит в разработке прикладных рекомендаций по совершенствованию ценообразования при IPO в российских условиях. Предложенные меры и инструменты могут быть востребованы разными группами

участников. Эмитенты могут использовать их при подготовке к размещению и формировании ценового диапазона. Андеррайтеры - при организации букбилдинга и аллокации. Регуляторы и инфраструктурные институты - при разработке стандартов раскрытия информации и регулировании процедур первичных размещений. Результаты исследования применимы и в рамках государственной политики по развитию российского рынка капитала, повышению его инвестиционной привлекательности. Материалы диссертации могут найти применение и в образовательном процессе - при разработке и преподавании дисциплин по корпоративным финансам, рынку ценных бумаг и инвестиционному банкингу в рамках программ высшего и дополнительного профессионального образования.

Теоретическая и методологическая основа исследования

Теоретическую основу диссертационной работы составили труды ведущих зарубежных и отечественных исследователей в области корпоративных финансов, институциональной экономики и поведенческих финансов, которые посвящены проблемам функционирования рынков капитала и механизмам ценообразования при первичных публичных размещениях акций.

Методологическую основу исследования составили как общенаучные, так и специальные методы. К первым относятся анализ и синтез, классификация и систематизация - они применялись при разборе теоретических подходов к ценообразованию при IPO и при разработке авторской модели «компонентов ценообразования при IPO». Специальные методы включают сравнительный анализ (сопоставление параметров ценообразования и структуры инвесторского спроса до 2022 г. и с 2022 г.), институциональный анализ (оценка влияния регуляторных и инфраструктурных условий на формирование цены размещения) и анализ кейсов (практика андеррайтинга и взаимодействие участников рынка). Отдельно следует назвать статистические и эконометрические методы, с помощью которых дана количественная оценка факторов первоначальной доходности и изменений структуры их влияния с 2022 г.

Информационная база исследования

Информационную базу исследования образуют статистические и аналитические материалы Банка России и Московской биржи, а также информация, раскрываемая эмитентами (отчетность по МСФО, проспекты эмиссии). Дополнительно привлекались данные международной информационно-аналитической системы Bloomberg и материалы специализированных агентств (PREQVECA, Cbonds).

Положения, выносимые на защиту

1. Системный характер ценообразования при первичном публичном размещении акций позволяет рассматривать процесс формирования цены при IPO как результат функционирования взаимосвязанных структурных компонентов, взаимодействие которых определяет параметры и устойчивость цены размещения. Степень согласованности указанных компонентов и институциональные условия функционирования рынка капитала обуславливают характер ее формирования.

2. Авторская концептуальная модель компонентов ценообразования при IPO обеспечивает интеграцию информационных, процедурно-рыночных, поведенческих и институциональных компонентов в единую аналитическую конструкцию, позволяющую оценивать конфигурацию взаимодействия ключевых участников рынка и ее связь с параметрами и устойчивостью цены размещения.

3. Трансформация российского рынка IPO с 2022 года привела к изменению состава участников и условий формирования спроса при первичных размещениях. Локализация инвесторской базы, рост роли розничных инвесторов и перераспределение функций ключевых участников усилили влияние механизмов управления спросом и институциональных ограничений на параметры цены размещения в условиях ограниченной глубины рынка.

4. Среди факторов первоначальной доходности IPO российских эмитентов наряду с характеристиками эмитентов и параметрами сделок статистически значимую связь с первоначальной доходностью имеет наличие финансового инвестора в структуре капитала компании до выхода на публичный рынок, при этом его связь с первоначальной доходностью зависит от количества ведущих банков-организаторов. Для периода с 2022 года наблюдается статистически значимое изменение связи доли акций в свободном обращении (free-float) с первоначальной доходностью. В выборке IPO 2022-2024 гг. первоначальная доходность статистически связана со структурой инвесторского спроса и отдельными исследованными поведенческими индикаторами.

5. Предложенная система мер по совершенствованию процесса ценообразования при IPO в российских условиях основана на согласованном развитии информационных, процедурно-рыночных, поведенческих и институциональных компонентов формирования цены размещения. Реализация данной системы мер направлена на снижение информационной асимметрии, повышение прозрачности формирования спроса и аллокации, а также формирование устойчивых условий участия различных групп инвесторов в процессе первичных размещений.

Степень достоверности и апробация результатов диссертационного исследования

Достоверность полученных результатов обеспечивается использованием в процессе исследования широкого круга академических и прикладных источников по тематике ценообразования первичных размещений акций, а также применением комплекса научных методов: анализа и синтеза, индукции и дедукции, абстрагирования, классификации и систематизации, статистических и эконометрических методов обработки данных.

Результаты исследования прошли апробацию на следующих международных научных и всероссийских отраслевых конференциях: Международная ежегодная научная конференция "Ломоносовские чтения. Секция экономических наук" на тему "Настоящее и будущее социально-экономического развития: потенциал ИИ и новые вызовы", г. Москва (9-11 апреля 2025 года); XXII Российский облигационный конгресс, г. Санкт-Петербург (5-6 декабря 2024 года); Конгресс CGI Russia «Привлечь инвестиции в 2024: потребности компаний и возможности рынка», г. Москва (1 марта 2024 года).

Материалы диссертационного исследования используются в практической деятельности Управления рынков капитала ПАО «Сбербанк России». Разработанные автором рекомендации применяются при консультировании российских эмитентов, готовящихся к первичному публичному размещению, в части определения ценовых параметров IPO, формирования стратегии взаимодействия с инвесторами и адаптации процедур ценообразования к условиям трансформации рынка капитала с 2022 года.

Основные результаты исследования представлены в 5 научных статьях объемом 7,23 п.л. (авторский вклад – 5,93 п.л.) в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных для защиты в диссертационном совете МГУ имени М.В. Ломоносова по специальности 5.2.4. Финансы.

Соответствие диссертации паспорту научной специальности

Диссертационное исследование соответствует пункту 15 «Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент» паспорта специальности 5.2.4. Финансы.

Структура работы определяется целью и задачами диссертационного исследования. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, 7 приложений (включающих 13 таблиц). Список литературы включает 273 наименования. Общий объем диссертации составляет 281 страницу, включая 9 таблиц и 6 рисунков в основном тексте работы.

Диссертационное исследование имеет следующую структуру:

Введение

Глава 1. Теоретические и институциональные основы ценообразования при первичных публичных размещениях (IPO)

1.1. Развитие научных представлений о природе и экономической роли IPO

1.2. Концептуальная модель компонентов ценообразования при IPO

1.3. Участники рынка IPO и их роль в формировании цены размещения

1.4. Теоретические подходы к объяснению ценообразования при IPO

1.5. Методы оценки и рыночные механизмы формирования цены IPO

Глава 2. Функционирование и трансформация компонентов ценообразования при IPO на российском рынке

2.1. Этапы развития российского рынка IPO: трансформация компонентов ценообразования

2.2. Трансформация роли участников рынка IPO в процессе ценообразования в России

2.3. Эмпирический анализ факторов недооценки IPO в России

2.4. Проблемы и вызовы ценообразования на российском рынке IPO

Глава 3. Направления совершенствования системы компонентов ценообразования при IPO в России

3.1. Институциональные предпосылки и международные практики совершенствования компонентов ценообразования при IPO в России

3.2. Система мер по совершенствованию компонентов ценообразования при IPO

3.3. Перспективы развития рынка IPO в России

Заключение

Список литературы

Приложения

II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

1. Системный характер ценообразования при первичном публичном размещении акций позволяет рассматривать процесс формирования цены при IPO как результат функционирования взаимосвязанных структурных компонентов, взаимодействие которых определяет параметры и устойчивость цены размещения. Степень согласованности указанных компонентов и институциональные условия функционирования рынка капитала обуславливают характер ее формирования.

Несмотря на широкое представление теоретических подходов к анализу ценообразования при IPO, в научной литературе отсутствует единая интерпретация механизмов формирования цены размещения, позволяющая целостно описать процесс ценообразования в условиях трансформации рынков капитала. Существующие теории, акцентируя внимание на отдельных аспектах ценообразования (информационных, агентских, поведенческих или институциональных), носят фрагментарный характер и не обеспечивают целостного объяснения формирования цены при первичном публичном размещении акций. Данное противоречие между фрагментарностью теоретических объяснений и целостным характером процесса формирования цены размещения обусловливает необходимость формирования подхода, интегрирующего все аспекты ценообразования при IPO.

В рамках настоящего исследования процесс ценообразования при первичном публичном размещении акций рассматривается как многоуровневая система формирования и калибровки цены размещения, включающая не только определение ценового ориентира, но и согласование интересов ключевых участников IPO – эмитента, банков-организаторов, институциональных и розничных инвесторов, регулятора и биржевой инфраструктуры. Такой подход основан на применении принципов общей теории систем Л.Берталанфи, в соответствии с которыми система характеризуется совокупностью взаимосвязанных структурных компонентов и устойчивых связей между ними, обеспечивающих целостность и воспроизводимость ее функционирования.

Формирование цены размещения определяется не применением отдельных методов оценки стоимости компании и не выбором конкретного механизма установления цены, а результатом последовательного взаимодействия структурных компонентов системы ценообразования и участников размещения в условиях информационной асимметрии и институциональных ограничений. В этом контексте ценообразование при IPO интерпретируется не как разовая транзакция или технический акт установления цены, а как управляемый рыночный процесс трансформации информации и ожиданий участников в ценовой сигнал, формирующийся в институциональной среде первичного рынка капитала.

На теоретико-методологическом уровне данный подход опирается на интеграцию положений теорий асимметрии информации и сигнальных моделей, агентской теории, теории транзакционных издержек, поведенческих финансов и институционального анализа, а также на результаты эмпирических исследований ценообразования при IPO. Обобщение указанных теоретических направлений позволило систематизировать объяснения взаимосвязей между качеством раскрытия информации, структурой стимулов участников, зрелостью институциональной среды и параметрами формирования цены размещения при первичных публичных размещениях акций.

Сформированное понимание ценообразования при IPO как многоуровневого системного процесса послужило методологической основой для построения авторской концептуальной модели компонентов ценообразования при IPO. В рамках данной концепции результативность формирования цены размещения определяется степенью согласованности структурных компонентов системы и устойчивостью связей между ними в условиях трансформации институциональной среды и структуры инвесторского спроса, что позволяет рассматривать ценообразование при IPO как адаптивный и воспроизводимый процесс формирования ценовых ориентиров на первичном рынке капитала.

2. Авторская концептуальная модель компонентов ценообразования при IPO обеспечивает интеграцию информационных, процедурно-рыночных, поведенческих и институциональных компонентов в единую аналитическую конструкцию, позволяющую оценивать конфигурацию взаимодействия ключевых участников рынка и ее связь с параметрами и устойчивостью цены размещения.

В диссертации установлено, что процесс ценообразования при первичном публичном размещении акций формируется во взаимодействии ключевых участников рынка и отражает различия в их экономических стимулах, доступе к информации и функциональной роли в размещении. Параметры цены размещения являются следствием не изолированных решений отдельных участников, а результатом совокупного взаимодействия участников в процессе ценообразования.

Для системного описания данного взаимодействия в диссертации уточнено содержание категории *компонентов ценообразования при IPO*, позволяющей перейти от анализа отдельных факторов, процедур и решений к целостному рассмотрению процесса формирования цены размещения. Компоненты ценообразования трактуются как устойчивые структурные блоки системы, через которые действия участников трансформируются в параметры цены размещения.

В диссертации выделены и содержательно раскрыты четыре взаимосвязанные группы компонентов ценообразования при IPO (информационные, процедурно-рыночные, поведенческие и институциональные):

- *Информационные компоненты* включают полноту, качество и структуру раскрытия информации эмитентом, а также формирование сигнальных эффектов.
- *Процедурно-рыночные компоненты* характеризуют организацию процесса выявления спроса, формирование ценового диапазона и аллокацию акций.
- *Поведенческие компоненты* описывают структуру и динамику инвесторского спроса, реакции на информационные сигналы и проявления поведенческих девиаций.
- *Институциональные компоненты* задают регуляторные, нормативные и инфраструктурные рамки проведения размещения.

Показано, что каждая группа компонентов преимущественно формируется действиями соответствующих участников рынка IPO (эмитента, банков-организаторов, инвесторов, регулятора и биржевой инфраструктуры), при этом влияние компонентов носит взаимосвязанный характер и требует их согласованного функционирования. Доминирование отдельных компонентов или несогласованность действий участников могут влиять на параметры цены размещения и первоначальную доходность. Наличие недооценки само по себе не свидетельствует о неэффективности ценообразования.

Для систематизации рассматриваемых взаимосвязей в диссертации предложена авторская концептуальная модель компонентов ценообразования при IPO, позволяющая структурировать каналы влияния участников рынка на формирование цены размещения (Рисунок 1). Модель демонстрирует распределение ролей между участниками процесса IPO и показывает, каким образом различия в их стимулах, информационном обеспечении и институциональной позиции трансформируются в параметры ценообразования.

Использование модели позволяет интерпретировать ценообразование при IPO не как совокупность разрозненных процедур или методов оценки, а как систему взаимодействия экономических агентов, функционирующую в рамках единого процесса формирования цены размещения. В рамках данного процесса цена размещения формируется не одномоментно, а в результате последовательной трансформации информации и ожиданий участников рынка в рыночный ценовой ориентир, отражающий специфику институциональной среды первичных публичных размещений и сложившуюся структуру инвесторского спроса.



Рисунок 1 – Концептуальная модель компонентов ценообразования при IPO

Источник: составлено автором

Для современного российского рынка особое значение имеют ограниченная глубина спроса, концентрация андеррайтинговых услуг, институциональные ограничения и высокая доля розничных инвесторов. В этих условиях авторская модель позволяет совместно рассматривать институциональные и поведенческие компоненты, качество координации участников и коммуникаций с инвесторами.

Таким образом, авторская модель систематизирует предполагаемые связи между действиями участников, компонентами ценообразования и результатами размещений. Эмпирическая часть исследования проверяет отдельные статистические связи внутри этой конструкции; совместное взаимодействие всех четырех групп компонентов количественно не оценивается. Модель используется как аналитическая основа для интерпретации результатов и разработки рекомендаций.

3. Трансформация российского рынка IPO с 2022 года привела к изменению состава участников и условий формирования спроса при первичных размещениях. Локализация инвесторской базы, рост роли розничных инвесторов и перераспределение функций ключевых участников усилили влияние механизмов управления спросом и институциональных ограничений на параметры цены размещения в условиях ограниченной глубины рынка.

В ходе исследования показано, что процесс формирования цены IPO с 2022 года протекает в условиях структурных, институциональных и поведенческих сдвигов российского рынка капитала, что обусловило изменение структуры участников первичных размещений и механизмов формирования спроса. Указанные изменения привели к трансформации логики формирования цены размещения и оказали системное влияние на параметры ценообразования при IPO.

Геополитические ограничения и уход иностранных институциональных инвесторов обусловили локализацию инвесторской базы и снижение глубины институционального спроса. Сокращение присутствия международных инвестиционных банков и зарубежных фондов привело к ослаблению внешних ценовых ориентиров, традиционно использовавшихся при формировании ценового диапазона и интерпретации спроса в процессе размещения.

С позиций авторской модели компонентов ценообразования при IPO изменения институциональной среды рассматриваются как фактор, влияющий на условия функционирования и взаимосвязь информационных, процедурно-рыночных, поведенческих и институциональных компонентов ценообразования. В условиях локализации инвесторской базы и ограниченного институционального участия может изменяться относительная значимость отдельных компонентов модели и их роль в процессе формирования цены размещения.

В условиях ограниченного институционального участия существенно возросла роль розничных инвесторов, чья активность стала в большей степени определять краткосрочную динамику спроса и параметры цены размещения. Такие условия могут усиливать чувствительность ценообразования к ожиданиям инвесторов, информационному сопровождению сделок и внутренней ликвидности.

Указанные сдвиги усиливают практическое значение выявления спроса и согласования ожиданий участников при формировании цены размещения. В этих условиях возросло значение процедур формирования ценового диапазона, аллокации и коммуникационного сопровождения размещений как инструментов стабилизации спроса и снижения рисков неуспешного IPO.

Трансформация институциональной среды привела к изменению распределения ролей между ключевыми участниками рынка IPO. В условиях ограниченного институционального спроса возросла значимость координационных функций банков-организаторов, связанных с управлением ожиданиями инвесторов, формированием ценовых ориентиров и обеспечением устойчивости размещений. Одновременно усилилась роль регулятора и биржевой инфраструктуры, направленная на обеспечение прозрачности процедур размещения, стандартов раскрытия информации и технологической устойчивости торгов.

В совокупности выявленные изменения сформировали структурные ограничения процесса ценообразования при IPO, связанные со снижением глубины рынка, концентрацией посреднических функций и ростом значимости поведенческих факторов спроса. В данных условиях параметры и результаты ценообразования при первичных размещениях в значительной степени зависят от способности участников рынка адаптировать практики раскрытия информации, предварительного маркетинга и формирования спроса к трансформированной институциональной среде.

4. Среди факторов первоначальной доходности IPO российских эмитентов наряду с характеристиками эмитентов и параметрами сделок статистически значимую связь с первоначальной доходностью имеет наличие финансового инвестора в структуре капитала компании до выхода на публичный рынок, при этом его связь с первоначальной доходностью зависит от количества ведущих банков-организаторов. Для периода с 2022 года наблюдается статистически значимое изменение связи доли акций в свободном обращении (free-float) с первоначальной доходностью. В выборке IPO 2022-2024 гг. первоначальная доходность статистически связана со структурой инвесторского спроса и отдельными исследованными поведенческими индикаторами.

В диссертации проведен эмпирический анализ факторов ценообразования при IPO российских эмитентов за период 2000-2024 гг. Выбранный временной горизонт позволил проверить воспроизводимость результатов предшествующих эмпирических исследований на более широкой выборке, а также выявить новые эффекты, ранее не получавшие количественной оценки в отечественной литературе.

Анализ основан на регрессионной модели, сформированной в логике авторской модели компонентов ценообразования при IPO, что позволило количественно оценить связь отдельных наблюдаемых характеристик этих компонентов с первоначальной доходностью IPO. Для диагностики мультиколлинеарности использованы коэффициенты VIF; выявленная тестом Бреуша-Пагана гетероскедастичность учтена посредством применения робастных стандартных ошибок HC1. Полученные оценки интерпретируются как статистические связи, без установления причинно-следственных эффектов.

Результаты регрессионного анализа (Таблица 1) согласуются с рядом закономерностей формирования первоначальной доходности IPO, ранее выявленных в академической литературе, и уточняют характер соответствующих связей на расширенной выборке.

Таблица 1 – Результаты множественной регрессии факторов первоначальной доходности (недооценки) IPO

Показатель	Значение коэффициента (стандартная ошибка)
Частичное приспособление	0.267** (0.117)
Ширина ценового диапазона	-0.208* (0.120)
Принадлежность компании к технологическому сектору	0.074** (0.037)
Индикатор IPO в 2022-2024 гг.	0.081 (0.087)
Доля free-float	-0.159 (0.098)
Доля free-float × индикатор IPO в 2022-2024 гг.	-0.997*** (0.339)
Число ведущих банков-организаторов	0.008 (0.010)
Наличие финансового инвестора в структуре капитала до размещения	0.149** (0.064)
Число ведущих банков-организаторов × Наличие финансового инвестора	-0.052** (0.022)
Константа	0.285** (0.136)
Количество наблюдений	117
R^2	0.414
Скорректированный R^2	0.327
F-статистика (HC1)	3.452***

Источник: составлено автором

Примечание: в таблице представлены коэффициенты по ключевым переменным полной спецификации модели. Полные результаты, включая контрольные переменные, приведены в приложении Д диссертации. В скобках указаны гетероскедастически робастные стандартные ошибки HC1. Уровни статистической значимости: *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01. Индикатор нового периода принимает значение 1 для IPO, состоявшихся в 2022-2024 гг., и 0 для IPO, состоявшихся в 2000-2021 гг. Знаком × обозначено взаимодействие переменных.

Статистически значимая положительная связь с величиной недооценки выявлена для принадлежности эмитента к технологическому сектору. Для рентабельности активов (ROA) статистически значимой связи в полной модели не установлено. Полученный результат согласуется с интерпретацией информационных компонентов ценообразования, в рамках которой характеристики эмитента могут формировать сигналы, воспринимаемые инвесторами при оценке компании.

В регрессионной модели для полной выборки IPO 2000-2024 гг. показатель частичного приспособления цены размещения положительно и статистически значимо связан с первоначальной доходностью. Он рассчитывается как логарифм отношения цены размещения к середине заявленного ценового диапазона и характеризует пересмотр цены относительно исходного ценового ориентира. Установлено, что показатель частичного приспособления статистически значим и положительно связан с недооценкой IPO, что согласуется с представлением о роли интенсивности спроса инвесторов на этапе букбилдинга в процессе формирования итоговой цены размещения. Данный результат указывает на то, что цена IPO определяется не только исходными оценками эмитента, но и динамикой выявления спроса в ходе размещения.

Анализ параметров сделки показал, что ширина ценового диапазона статистически значимо отрицательно связана с первоначальной доходностью на 10%-ном уровне значимости, что может отражать специфику российского рынка, где расширение диапазона чаще используется как инструмент гибкого ценообразования в условиях ограниченного институционального спроса. Коэффициент при доле акций в свободном обращении (free-float) без взаимодействия статистически незначим. Вместе с тем коэффициент взаимодействия free-float с бинарной переменной нового периода отрицателен и статистически значим, что свидетельствует об изменении связи данного параметра с первоначальной доходностью с 2022 года. Статистическая значимость суммарного коэффициента free-float для нового периода отдельно не устанавливалась. Возможным объяснением отрицательной связи является ценовое давление, связанное с увеличением предложения акций в условиях локализации инвесторской базы и роста роли розничных инвесторов. Данный результат согласуется со структурной трансформацией российского рынка IPO и изменением роли процедурно-рыночных компонентов ценообразования.

Одновременно в рамках анализа полной выборки 2000-2024 гг. выявлен новый для отечественных эмпирических исследований результат: наличие финансового инвестора (фонда прямых инвестиций, private equity) в структуре капитала эмитента до IPO статистически значимо связано с величиной первоначальной доходности, причем характер этой связи зависит от количества ведущих банков-организаторов. Отрицательный и статистически значимый коэффициент взаимодействия указывает на снижение условного коэффициента при наличии финансового инвестора по мере увеличения числа ведущих организаторов. Результат согласуется с гипотезой о частичной взаимозаменяемости информационных сигналов финансового инвестора и андеррайтеров.

Дополнительный корреляционный анализ 16 сделок IPO российских эмитентов за 2022-2024 гг. показал, что в новых институциональных условиях первоначальная доходность статистически связана со структурой инвесторского спроса и отдельными исследованными поведенческими индикаторами (Таблица 2).

Таблица 2 – Корреляция переменных инвестиционного спроса и первоначальной доходности (недооценки)

Переменная	Коэффициент корреляции с недооценкой
Розничный спрос, млрд руб.	0.52*
Количество розничных инвесторов, шт.	0.40
Отношение объема розничного спроса к размеру сделки	0.88***
Институциональный спрос, млрд руб.	0.36
Количество Tier-1 институциональных инвесторов, шт.	0.51*
Отношение объема инст-ного спроса к размеру сделки	0.83***
Переподписка	0.91***
Аллокация институц. Tier 1, %	-0.58*
Аллокация прочим институциональным инвесторам, %	-0.60*
Аллокация розничным инвесторам, %	-0.38
Поисковый интерес к эмитенту	0.70**

Источник: составлено автором

Примечание: представлены коэффициенты корреляции Пирсона с попарным исключением пропущенных наблюдений. Базовая выборка - 16 IPO; число наблюдений по отдельным парам зависит от доступности данных. Уровни значимости для двусторонних тестов: *p<0,05; **p<0,01; ***p<0,001. Поправка на множественные сравнения не применялась; результаты имеют исследовательский характер.

Установлена статистически значимая положительная связь недооценки с уровнем переподписки, отношением розничного спроса к объему предложения и поисковым интересом к эмитенту, что согласуется с трактовкой переподписки как агрегированного индикатора силы спроса и указывает на связь первоначальной доходности с исследованными индикаторами спроса и внимания инвесторов. Высокая конкуренция инвесторов за ограниченный объем предложения в исследуемой выборке сопровождается более высокой первоначальной доходностью размещений. Переподписка и отношения объемов розничного и институционального спроса к объему предложения имеют общий знаменатель, поэтому их взаимосвязи не рассматриваются как независимые подтверждения нескольких поведенческих механизмов.

Положительная связь между поисковым интересом, выраженным в количестве поисковых запросов об эмитенте перед размещением, и недооценкой может отражать чувствительность рынка к публичным сигналам и маркетинговым активностям эмитента, включая коммуникации в СМИ и цифровых каналах. Цифровые каналы коммуникации могут способствовать формированию краткосрочных поведенческих эффектов, таких как

конформизм и эффект «упущенной выгоды» (FOMO), особенно среди розничных инвесторов, и создавать предпосылки для временных отклонений цены размещения от фундаментальных ориентиров. При этом поисковый интерес характеризует интенсивность внимания, а не тональность информации; выявленная корреляция не доказывает действие указанных поведенческих механизмов или наличие отклонений цены от фундаментальной стоимости.

Институциональные инвесторы с высокой репутацией (Tier-1) могут выполнять стабилизирующую функцию в системе ценообразования при IPO. Их участие (выраженное в аллокации) статистически ассоциировано со снижением первоначальной недооценки, что согласуется с гипотезой формирования сигнала качества и снижения информационной асимметрии. Вместе с тем после 2022 года данная связь рассматривается в контексте изменившихся рыночных условий, структуры спроса и поведенческих факторов, что согласуется с изменением конфигурации рынка первичных размещений.

В совокупности полученные результаты свидетельствуют о вариативном характере структуры факторов ценообразования при IPO в российской практике. На длинном временном горизонте выявлены статистически значимые связи первоначальной доходности с отдельными характеристиками эмитентов и параметрами сделок, согласующиеся с рядом ранее выявленных закономерностей. Результаты анализа периода с 2022 года согласуются с изменением конфигурации компонентов ценообразования и адаптацией процесса формирования цены размещения к трансформации институциональной среды рынка капитала: выявлено изменение связи free-float с первоначальной доходностью, а в выборке IPO 2022-2024 гг. – связи первоначальной доходности со структурой спроса и отдельными исследованными поведенческими индикаторами.

5. Предложенная система мер по совершенствованию процесса ценообразования при IPO в российских условиях основана на согласованном развитии информационных, процедурно-рыночных, поведенческих и институциональных компонентов формирования цены размещения. Реализация данной системы мер направлена на снижение информационной асимметрии, повышение прозрачности формирования спроса и аллокации, а также формирование устойчивых условий участия различных групп инвесторов в процессе первичных размещений.

Синтез теоретических и эмпирических результатов исследования послужил основой для формирования системы направлений совершенствования ценообразования IPO в российских условиях. Результативность установления цены определяется согласованным функционированием информационных, процедурно-рыночных, поведенческих и институциональных компонентов, формирующих структуру ценообразования при IPO и

условия первичного рынка капитала. Выявленные ограничения обусловили разработку прикладных направлений совершенствования ценообразования при IPO, ориентированных на повышение согласованности компонентов и снижение неопределенности при формировании цены размещения.

Для определения направлений адаптации международного опыта в диссертации сопоставлены механизмы раскрытия информации, ответственности участников, формирования спроса и аллокации в различных юрисдикциях. Рассмотрены содержательное раскрытие информации, подотчетность организаторов, прозрачность структуры спроса, заранее установленные правила аллокации и условия участия якорных инвесторов. Результаты сравнения использованы для обоснования направлений совершенствования ценообразования при IPO в России с учетом различий институциональной среды.

В юрисдикциях с развитым рынком капитала (США и Европейский союз) устойчивость и предсказуемость ценообразования обеспечиваются за счет жестко институционализированных стандартов содержательного раскрытия информации, корпоративного управления и ответственности андеррайтеров, что формирует высокую предсказуемость установления цены размещения. В моделях, ориентированных на рыночную гибкость (Великобритания, Гонконг, Сингапур), регулирование сочетается с развитостью процедур предварительного маркетинга, раскрытия структуры спроса и формализованных механизмов перераспределения аллокации между группами инвесторов. В юрисдикциях с активным участием государства (Китай, Индия, государства Ближнего Востока) регулирование направлено на баланс интересов институциональных и розничных инвесторов посредством квотирования, использования механизмов якорного спроса, стимулов привлечения долгосрочного капитала и механизмов ценовой стабилизации.

Сопоставление международных практик позволило выделить три взаимосвязанных направления для российских рекомендаций: (1) содержательное и проверяемое раскрытие информации, (2) прозрачные правила формирования спроса и аллокации, (3) условия для участия долгосрочных инвесторов.

В исследовании проанализированы отечественные институциональные инициативы, направленные на развитие отдельных компонентов ценообразования при IPO на российском рынке, включая качество раскрытия информации, прозрачность формирования спроса и участие различных групп инвесторов. Данные инициативы направлены на улучшение отдельных элементов процесса ценообразования IPO, однако их фрагментарность указывает на необходимость дальнейшей проработки согласованных правил взаимодействия участников рынка.

Полученные выводы использованы в качестве основы для разработки предложенной в диссертации системы направлений институциональной настройки процесса ценообразования при IPO. На основе интеграции теоретических выводов и эмпирических результатов исследования разработаны рекомендации по совершенствованию ценообразования при IPO, структурированные в виде четырех групп взаимосвязанных компонентов: информационных, процедурно-рыночных, поведенческих и институциональных. Предложенные меры направлены на согласованное развитие указанных компонентов, снижение информационной асимметрии, повышение предсказуемости процедур формирования спроса и создание институциональных стимулов для привлечения долгосрочного капитала и призваны способствовать согласованности действий участников и устойчивости процесса установления цены размещения.

1. Информационные компоненты (подготовка эмитента и качество раскрытия информации)

Информационная асимметрия рассматривается в работе как один из возможных источников ценового дисконта. Ее снижению могут препятствовать недостаточная глубина и ограниченная сопоставимость раскрываемой информации. В целях системного развития информационных компонентов ценообразования в работе предложена трехуровневая система мер повышения информационной прозрачности эмитента:

- базовые стандарты раскрытия – «паспорт эмитента», прогнозные показатели с проработкой режима «безопасной гавани» для добросовестных прогнозов с раскрытыми предпосылками и рисками, без освобождения от ответственности за заведомо недостоверную информацию, стресс-сценарии, стандартизированный ESG-раздел;
- институциональная инфраструктура контроля – национальный стандарт подготовки к IPO и биржевой анализ раскрытия; применение принципа «соблюдай или объясняй» и механизмов регуляторной «песочницы» для IPO; закрепление персональной ответственности менеджмента и совета директоров, а также расширение участия внешних консультантов и независимых экспертов;
- поддерживающие сервисы – единая цифровая платформа раскрытия документации по IPO, развитие института независимой аналитики, сертификация IR-специалистов.

Предполагается, что реализация предложенной системы мер будет способствовать снижению неопределенности оценки и уменьшению потребности инвесторов в ценовом дисконте, а также повышению сопоставимости эмитентов, что приобретает особую значимость в условиях утраты международной инфраструктуры и аналитического покрытия с 2022 года.

2. Процедурно-рыночные компоненты (предварительный маркетинг, формирование и регулирование спроса, правила аллокации)

Выявлено, что в российских условиях ключевыми источниками неопределенности при формировании цены размещения выступают высокая концентрация андеррайтинговых услуг и отсутствие институционально закрепленных стандартов раскрытия параметров спроса. Данные ограничения повышают риск искажения ценовых ориентиров, способствуют формированию завышенных ожиданий эмитента и снижают доверие институциональных инвесторов к процедурам ценообразования.

В этой связи в диссертации сформулирован комплекс мер институционализации процедурно-рыночных компонентов ценообразования IPO, включающий:

- разграничение ответственности внешних консультантов – раскрытие ролей организаторов, аудиторские «комфортные» письма по согласованным финансовым сведениям и процедурам, отдельные заключения налоговых консультантов с определением предмета и пределов ответственности;
- повышение прозрачности структуры спроса – агрегированное раскрытие параметров книги заявок по взаимоисключающим категориям конечных инвесторов с отдельным раскрытием якорного участия и обязательная пост-фактум отчетность по результатам аллокации;
- балансировка структуры спроса – применение механизмов перераспределения квот (clawback) между институциональным и розничным траншами, а также формализация практики привлечения якорных инвесторов;
- минимизация конфликтов интересов – раскрытие аффилированности участников, мониторинг концентрации и аномалий спроса и обеспечение доступа регулятора к данным о книге заявок;
- проверяемость обоснования ценового диапазона – документирование исходных данных и предпосылок оценки, прозрачность процедур букбилдинга, управление конфликтами интересов и возможность последующего контроля со стороны регулятора и биржи без гарантии справедливости цены размещения.

Ожидается, что совокупная реализация указанных мер повысит предсказуемость процедур формирования цены, снизит краткосрочную волатильность котировок после размещения, а также повысит ответственность и стандартизирует поведение андеррайтеров, что усилит роль процедурно-рыночных компонентов ценообразования и будет способствовать устойчивости цены размещения.

3. Поведенческие компоненты (защита и интеграция розничных инвесторов)

Анализ российского рынка IPO показал, что с 2022 года розничные инвесторы превратились в ключевой источник спроса на российском рынке IPO. Вместе с тем их активное участие может сопровождаться проявлением поведенческих искажений – эффектов «гипероптимизма», «стадного» поведения (herd behavior) и «эффекта упущенной выгоды» (FOMO), что рассматривается как возможный источник краткосрочной волатильности и риска ценовых перегревов на этапе размещения и в первые дни торгов.

Для трансформации розничного спроса из источника краткосрочных отклонений в устойчивый элемент системы ценообразования IPO предложены следующие меры:

- введение стандартизированных квот участия розничных инвесторов и правил перераспределения квот при многократной переподписке книги заявок – для повышения предсказуемости условий участия розничных инвесторов в IPO и результатов аллокации;
- частичное раскрытие агрегированных данных книги заявок – пилотная апробация форматов агрегирования и задержки публикации с оценкой риска усиления стадного спроса;
- формализация и стандартизация формата «народных IPO» с едиными правилами доступа и формализованными критериями участия;
- интеграция образовательных, аналитических и риск-ориентированных сервисов в цифровую инфраструктуру IPO – для повышения качества инвестиционных решений розничных участников.

Ожидается, что реализация указанных мер обеспечит баланс интересов различных групп инвесторов, снизит интенсивность поведенческих искажений в процессе ценообразования и будет способствовать стабилизации динамики котировок на пост-листинговом этапе, усиливая роль поведенческих компонентов как элемента, поддающегося институциональному регулированию в системе ценообразования первичных публичных размещений.

4. Институциональные компоненты (фискальные меры и стимулирование листинга)

Анализ российских и международных практик показал, что недостаточность экономических стимулов и высокие транзакционные издержки являются ключевыми барьерами для выхода компаний на публичный рынок и ограничивают формирование устойчивого спроса на этапе ценообразования при IPO. По результатам сравнительного анализа международного опыта в диссертации предложены рекомендации, направленные на привлечение долгосрочного капитала и повышение предсказуемости параметров размещения:

- налоговые льготы и субсидирование расходов на подготовку к IPO (аудит, юридическое сопровождение, IR-поддержка), снижающие фиксированные издержки выхода на рынок;
- регуляторные и налоговые стимулы участия институциональных инвесторов (НПФ, страховых компаний, ПИФов), ориентированные на долгосрочное владение акциями, при раздельной оценке инвестиционных ограничений и рисков концентрации и ликвидности;
- стимулирование розничных инвесторов – повышение предела инвестиционного вычета для долгосрочных вложений в акции российских IPO вне ИИС и проработка дополнительных налоговых стимулов для таких вложений в рамках действующего ИИС-3;
- биржевые программы поддержки листинга – снижение биржевых комиссий, развитие независимого аналитического покрытия и включение эмитентов в форматы сопровождения после листинга.

Предложенные фискальные и регуляторные меры направлены на снижение барьеров выхода компаний на публичный рынок и формирование долгосрочного спроса со стороны инвесторов. Их применение предполагает предварительное развитие прозрачных процедур раскрытия информации, формирования спроса и аллокации, результаты которых закрепляются экономическими стимулами.

Внедрение системы мер предлагается осуществлять поэтапно. На первом этапе разрабатываются и апробируются базовые стандарты подготовки эмитентов и прозрачности спроса. На втором этапе процедуры масштабируются, совершенствуются механизмы участия институциональных и розничных инвесторов и пилотируются отдельные стимулы. На третьем этапе закрепляются институциональные изменения, развиваются долгосрочные стимулы и оцениваются устойчивые результаты их применения.

Для практического применения инструменты конкретизированы в «паспортах мер», представленных в диссертации. Для каждого инструмента определены цель, механизм действия, способ институционализации, показатели результативности, ограничения и горизонт реализации. Такая детализация связывает направления совершенствования ценообразования с условиями внедрения и последующей оценки результатов.

Этапы отражают преобладающую последовательность внедрения и допускают параллельную проработку отдельных инструментов. Переход к массовому применению зависит от результатов пилотирования и необходимой нормативной подготовки. Ожидаемые эффекты сформулированы как ориентиры реализации. Цели, ключевые меры и ожидаемые результаты каждого этапа систематизированы в Таблице 3.

Таблица 3 – Поэтапная система мер по совершенствованию ценообразования при IPO российских эмитентов

Этап 1. Формирование базовой институциональной среды прозрачного ценообразования при IPO *(Краткосрочные меры)* →	**Этап 2. Балансировка структуры спроса и институциональная интеграция инвесторов** *(Среднесрочные меры)* →	**Этап 3. Закрепление институциональных изменений и формирование долгосрочных стимулов** *(Долгосрочные меры)*
Цели этапа		
• Формирование базовых условий прозрачного и воспроизводимого ценообразования при IPO	• Формирование справедливых и устойчивых механизмов участия различных групп инвесторов	• Закрепление достигнутых институциональных изменений и формирование устойчивых экономических стимулов участия в IPO
Ключевые меры		
• **Регламентация подготовки эмитентов и раскрытия информации** (паспорт эмитента, стандарты подготовки, биржевой анализ раскрытия, ответственность менеджмента / СД / консультантов) • **Единая национальная платформа раскрытия информации об IPO** • **Институционализация прозрачности спроса** (доступ регулятора к книге заявок, расширение раскрытия аллокации)	• **Балансировка спроса и аллокации** (перераспределение квот, институт «якорных» инвесторов) • **Механизмы защиты и интеграции розничных инвесторов** (правовая проработка инвестиционного тестирования, стандартизированные правила участия, адаптированное раскрытие данных, образовательные и аналитические инструменты)	• **Фискальные и регуляторные стимулы для эмитентов и инвесторов** • **Программы поддержки листинга и развития вторичной ликвидности** • **Институты сопровождения и качества рынка** (аккредитованная аналитика, развитие IR-компетенций)
Ожидаемый результат		
• Снижение информационной асимметрии • Институционализация прозрачности спроса и дисциплины участников • Повышение предсказуемости параметров цены размещения	• Снижение поведенческих искажений спроса и рисков «перегрева» • Более сбалансированная структура инвесторов • Снижение избыточной краткосрочной недооценки и амплитуды ценовых колебаний после IPO	• Рост доверия к рынку публичного капитала • Расширение пула качественных эмитентов и вторичной ликвидности • Усиление роли IPO как источника долгосрочного финансирования

Источник: составлено автором

III. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В диссертации решена научная задача теоретического обоснования и разработки системы рекомендаций по совершенствованию ценообразования при первичных публичных размещениях акций российских эмитентов в условиях трансформации рынка капитала на основе авторской концептуальной модели. Полученные результаты уточняют теоретические представления о ценообразовании при IPO применительно к рынку с ограниченной глубиной спроса, локализованной инвесторской базой и изменившейся институциональной средой.

Теоретически обоснован системный подход к ценообразованию при IPO, в рамках которого установление цены рассматривается как результат согласованного функционирования информационных, процедурно-рыночных, поведенческих и институциональных компонентов. Показано, что формирование цены размещения определяется не выбором отдельных методов оценки или механизмов установления цены, а качеством взаимодействия участников рынка и согласованностью связей между компонентами системы в конкретных институциональных условиях.

Эмпирический анализ данных российского рынка IPO за 2000-2024 гг. выявил связи, согласующиеся с рядом ранее установленных закономерностей формирования первоначальной доходности, и особенности их проявления в новых институциональных условиях. Выявлено, что часть фундаментальных характеристик эмитента и параметров сделки статистически связана с первоначальной доходностью, причем характер этих связей меняется в зависимости от периода и от того, в каком сочетании рассматриваются факторы. Получен новый эмпирический результат: участие финансового инвестора в капитале компании до IPO статистически значимо связано с первоначальной доходностью, а характер этой связи зависит от количества ведущих банков-организаторов. В выборке IPO 2022-2024 гг. первоначальная доходность статистически связана с показателями спроса и внимания инвесторов, включая интенсивность розничного спроса, поисковый интерес к эмитенту и переподписку.

На основе интеграции теоретических и эмпирических результатов разработана система направлений совершенствования ценообразования IPO. Она структурирована по информационным, процедурно-рыночным, поведенческим и институциональным компонентам. Обосновано, что повышение качества формирования цены размещения требует развития взаимосогласованных мер, обеспечивающих прозрачность процедур, предсказуемость параметров размещения и согласованность стимулов участников рынка. Предложенный подход применим как при локализации рынка, так и при его возможной реинтеграции в глобальную финансовую систему.

IV. СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ

Статьи в рецензируемых журналах, рекомендованных для защиты в диссертационном совете МГУ имени М.В. Ломоносова по специальности и отрасли наук:

1. Сегаль А.Е. Особенности рынка IPO в России в «новой реальности» (с 2022 года) // Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. – 2025. – Т. 17. – № 1. – С. 39-59. EDN: LPQWWS. Импакт-фактор 0,769 (РИНЦ). 1,27 п.л.
2. Сегаль А.Е., Галич А.А., Мирзоян А.Г. Российский рынок IPO: феномен недооценки // Вопросы экономики. – 2025. – № 10. – С. 104-130. EDN: HOEUGF. Импакт-фактор 3,248 (РИНЦ). 1,22 из 2,04 п.л.
3. 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. EDN: IKYUDG. Импакт-фактор 2,506 (РИНЦ). 0,71 из 1,19 п.л.
4. Сегаль А.Е. Особенности ценообразования сделок IPO в России в «новой реальности» (с 2022 г.) // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. – 2025. – Т. 60. – № 5. – С. 68-95. EDN: RYAITK. Импакт-фактор 1,463 (РИНЦ). 1,65 п.л.
5. Сегаль А.Е. Адаптация международного опыта для развития механизмов ценообразования IPO в России // Инновации и инвестиции. – 2025. – № 11. – С. 526-530. EDN: LSZFTG. Импакт-фактор 0,597 (РИНЦ). 1,08 п.л.