

А.Е. СЕГАЛЬ

глава практики корпоративных финансов
на рынках акционерного капитала ПАО «Сбербанк»

А.В. МАЛЬКОВ

кандидат экономических наук,
управляющий директор по рынкам капитала АО «Т-Банк»

А.В. ОСАДЧЕВ

менеджер управления рынков капитала АО «Т-Банк»

АНАЛИЗ СВЯЗИ РЫНОЧНЫХ НАСТРОЕНИЙ РОЗНИЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ И ПЕРВОНАЧАЛЬНОЙ ДОХОДНОСТИ СДЕЛОК IPO В РОССИИ В «НОВОЙ РЕАЛЬНОСТИ» (с 2022 г.)

На фоне трансформации российского фондового рынка после 2022 г. возрастает актуальность изучения факторов, влияющих на ценообразование акций при их первичном публичном предложении (IPO) на фондовом рынке. В данной статье представлены результаты первого этапа исследования – анализа связей между первоначальной доходностью сделок IPO на российском фондовом рынке за период 2022–2024 гг. и настроением розничного сегмента рынка (сентиментом), розничным спросом в денежном выражении, а также количеством инвесторов. Корреляционный анализ показал статистически значимую положительную связь между уровнем сентимента и доходностью первого дня торгов, в то время как розничный спрос в денежном выражении и количество инвесторов не демонстрируют значимой связи с доходностью сделок IPO. Также выявлена устойчивая поведенческая особенность – розничные инвесторы являются нетто-покупателями (то есть их сумма покупок превышает сумму продаж) в первый день торгов. Результаты исследования открывают перспективы для дальнейшего моделирования причинно-следственных связей между сентиментом, розничным спросом, количеством инвесторов и первоначальной доходностью IPO на расширенных выборках.

Ключевые слова: IPO, первоначальная доходность, сентимент, розничные инвесторы, розничный спрос, поведенческие финансы, российский фондовый рынок, поведение инвесторов.

УДК: 336.76, 330.131.7

EDN: IKYUDG

DOI: 10.52180/2073-6487_2025_6_170_191

Введение

Изучению проблематики динамики котировок акций после проведения первичного размещения акций на бирже (IPO) уделено достаточно большое внимание в научной финансовой литературе. Как правило, *первоначальная доходность (underpricing или «недооценка»), выраженная в процентной разнице между ценой предложения IPO и ценой закрытия первого дня торгов, является в научной среде общепринятым индикатором эффективности проведенных первичных размещений.* Большинство исследователей объясняют это явление, среди прочего, на основе теории асимметрии информации (asymmetry information) и гипотезы «репутации» (reputation hypothesis). Учитывая наличие информационной асимметрии на рынках капитала, первая гипотеза предполагает, что эмитент лучше информирован о справедливой стоимости своих акций, чем инвесторы, которые в свою очередь требуют более низкую цену предложения, чтобы компенсировать риски неопределенности информации [1] и сформировать достаточный спрос для проведения размещения [2]. С другой стороны, гипотеза «репутации» постулирует существование агентского конфликта между эмитентом и банками-организаторами (андеррайтерами), у которых есть стимул устанавливать более низкую цену размещения, чтобы снизить риск провала IPO и удовлетворить спрос своих клиентов-инвесторов [3]. При этом, обе обозначенные гипотезы предполагают доминирующую роль эмитентов и банков-организаторов в обосновании первоначальной доходности и *не уделяют должного внимания настроению инвесторов (сентименту) на рынке в момент первичного размещения акций.*

В данной работе авторы исследуют связь между первоначальной доходностью сделок IPO и такими факторами, как сентимент (настроение рынка), розничный спрос в денежном выражении и количество инвесторов в новых условиях российского рынка акционерного капитала, сформировавшихся с 2022 г., когда международные фонды полностью прекратили инвестиции в новые сделки IPO, а роль частных инвесторов на рынке акций существенно возросла. Несмотря на значительное количество исследований, посвященных феномену недооценки на зарубежных рынках, научная литература в отношении связи настроений розничных инвесторов на и ценообразования IPO не так обширна. Поэтому представленные в статье результаты проведенного исследования вносят вклад в изучение проблематики ценообразования сделок IPO в России в современных условиях и существующих вызовов и ограничений для российского рынка.

Актуальность исследования различных аспектов IPO в России подтверждается недавними государственными инициативами по стиму-

лированию и поддержке российского фондового рынка, и в частности, IPO. Так, в октябре 2023 г., Президент Российской Федерации В.В. Путин поручил Правительству Российской Федерации принять дополнительные меры по поддержке публичного размещения акций (IPO) российских компаний и «совместно с Банком России установить, начиная с 2023 года плановые значения и обеспечить расчет фактических значений в отношении публичного размещения акций компаний на российском финансовом рынке»¹. Более того, в мае 2024 г. был подписан Указ Президента от 07.05.2024 г. № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года», предполагающий рост капитализаций фондового рынка не менее чем до 66% валового внутреннего продукта к 2030 г. Проблематика ценообразования в рамках сделок IPO также имеет особое значение в свете планируемой приватизации ряда государственных предприятий через публичное размещение акций на фондовом рынке (например, 13 декабря 2024 г. принят закон, предусматривающий возможность приватизации единого института развития в жилищной сфере «ДОМ.РФ» через IPO с сохранением контролирующей доли государства²). В случае с приватизацией требуется особое внимание к вопросам ценообразования IPO, поскольку от корректности ценообразования зависит эффективность использования государственных активов и объем привлеченных средств.

Статья включает три основные части. Первая часть посвящена обзору релевантной научной литературы по вопросам влияния рыночных настроений на ценообразование IPO. Во второй части исследования рассматривается возросшая роль розничных инвесторов на российском рынке акционерного капитала. Третья часть включает формулирование гипотез, описание данных и методологии исследования, а интерпретацию полученных в результате корреляционного анализа результатов. Заключение содержит основные выводы и направления дальнейшей работы над проблематикой.

¹ Перечень поручений по итогам заседания Совета по стратегическому развитию и национальным проектам. <http://www.kremlin.ru/acts/assignments/orders/72467> (дата обращения: 13.11.2025).

Федеральный закон от 13.12.2024 г. № 464-ФЗ «О внесении изменений в статьи 2 и 5.1 Федерального закона «О содействии развитию и повышению эффективности управления в жилищной сфере и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Закон предусматривает снижение доли участия государства – не менее 50% акций плюс одна обыкновенная акция, в том числе в случае приобретения АО ДОМ.РФ статуса публичного акционерного общества.

Обзор литературы

Первые исследования зависимости между настроениями инвесторов и ценами акций появились в 1980-е годы. Они были направлены на объяснение неэффективности динамики котировок акций через возврат доходностей к среднему [4; 5], избыточную волатильность фондовых индексов, не оправданную фундаментальными показателями [6], а также предсказуемость доходности на основе оценочных коэффициентов [7; 8]. Эти работы показали, что классические модели рационального инвестора не объясняют наблюдаемую динамику цен, что послужило отправной точкой для формирования теории поведенческих финансов.

Позднее внимание исследователей [9] сосредоточилось на влиянии рыночных настроений, определяемых как общий оптимизм или пессимизм инвесторов, на IPO. Было показано, что высокая первоначальная доходность объясняется не только информационной асимметрией, но и переоценкой, вызванной настроениями инвесторов до и после начала торгов [10; 11; 12]. В своей работе А. Юнгквист, В. Нанда, Р. Сингх [13] показали, что часть доходности объясняется именно настроениями, а не только ценовой политикой эмитента. Также некоторые исследователи [14; 11; 15] отмечают, что восприятие качества и риска IPO зависит от ожиданий инвесторов. Некоторые специалисты [16; 17] в своих работах определяют настроения как «психологию толпы», подразделяемую на «бычий»³ и «медвежий»⁴ рынки и влияющую на цену IPO.

Исследований, посвященных изучению роли розничных инвесторов в ценообразовании IPO гораздо меньше, чем работ по исследованию роли институциональных инвесторов хотя участие первых в глобальной торговле превысило 20% [18]. Ранние работы в этой области рассматривали розничных инвесторов как «шумовых трейдеров» [19; 20; 21], чья активность снижает информативность цен. Однако более поздние исследования показали, что розничные инвесторы выполняют функции поддержания объемов торгов на рынке, обеспечивая ликвидность и сглаживая дисбалансы спроса и предложения [22; 23]. Несмотря на то, что часть исследований фиксирует их убыточность [24; 21], другие подчеркивают значимость: в своей работе Р. Каниэль, Г. Саар, Ш. Титман [25] показали, что торговые дисбалансы розничных инвесторов предсказывают краткосрочную доходность, а Э.К. Келли,

³ Бычий рынок – состояние фондового рынка, характеризующийся положительной динамикой цен на акции и оптимистичными ожиданиями инвесторов.

⁴ Медвежий рынок – состояние фондового рынка, характеризующийся отрицательной динамикой цен на акции и пессимистичными ожиданиями инвесторов.

П.К. Тетлок [23] отметили, что они могут извлекать выгоду из волатильности. Более того, розничные инвесторы обеспечивают устойчивость ликвидности на рынке даже в периоды неопределенности, выполняя компенсирующую функцию для снижения волатильности.

В своем исследовании Б.М. Барбер, Т. Одеан [26] выявили, что внимание розничных инвесторов до сделки служит индикатором спроса на вторичном рынке, подтвердив выводы других исследований [14; 13]. В своей работе Д. Дорн [11] показал, что IPO, активно покупаемые розничными инвесторами на этапе сбора заявок, поддерживаются ими и впоследствии. В работе Ф. Дерриен [14] пришел к выводу, что цена IPO зависит не только от справедливой стоимости, раскрытой институциональными инвесторами, но и от настроений розничных инвесторов. В своем исследовании А. Юнгквист, В. Нанда, Р. Сингх [13] предположили, что чрезмерный энтузиазм розничных инвесторов ведет к росту доходности в краткосрочной перспективе и ухудшению долгосрочных результатов. В своей работе [11] Д. Дорн на примере Германии подтвердил эту закономерность.

В работе [27], исследовав 486 IPO в 12 европейских странах, Ф. Корнелли, Д. Гольдрейх, А. Юнгквист показали, что цены на «сером» рынке, трактуемые как индикатор оптимизма, положительно коррелируют с доходностью первого дня и отрицательно с результатами на горизонте года. Эти данные важны тем, что «серый рынок» отражает поведение преимущественно розничных инвесторов и мелких институциональных инвесторов и потому служит ценным индикатором для оценки настроений. В работе Дж. Кларк и др. [28] на примере Индии подтвердили, что спрос со стороны розницы объясняет значительную часть первоначальной доходности, часто сильнее, чем преднамеренное занижение цены банками-организаторами. В исследовании [29] Э. Баджо, К. Раймондо выявили, что позитивный тон СМИ положительно влияет на доходность первого дня, а в исследовании Г.Т. Клифтон и др. [30] показали, что IPO в отраслях с высокой асимметрией привлекают больше розничных инвесторов, но демонстрируют худшие долгосрочные результаты.

Значимый методологический вклад внесло исследование [31], применившее инструменты Google Trends и Search Volume Index (SVI) как прокси интереса розничных инвесторов. Авторы зафиксировали рост поисковой активности за 2–3 недели до IPO, пик в неделю листинга и возвращение к исходному уровню через 2–3 недели. Такая динамика указывает на краткосрочность сентимента: розничный интерес носит всплесковый характер и быстро затухает. Важным преимуществом метода является то, что институциональные инвесторы используют профессиональные базы данных, тогда как Google чаще применяют именно индивидуальные. В работе [32] К.Дж.С. Лим, Д. Стридсберг

подтвердили корректность подхода. Эти исследования стали фундаментом для работ, рассматривающих поисковую активность как надежный индикатор поведения розницы, и получили широкое распространение в эмпирических исследованиях.

Современные исследования усилили внимание к влиянию СМИ и социальных платформ. В США позитивный тон документов S-1 и публикаций повышает недооценку IPO [33; 29]. В Китае, где в период «тишины» запрещено раскрытие новой информации, А.-М. Фуэртес и др. [34] показали, что пессимизм СМИ снижает спрос как институциональных, так и розничных инвесторов, усиливая эффект «низкого балла», предполагающего склонность инвесторов снижать ожидания по успеху потенциального размещения при негативном новостном фоне. Уникальность китайского рынка заключается в строгой регуляции и возможности прямого сравнения спроса по книгам заявок, что делает его «лабораторной средой» для анализа сентимента. А.-М. Фуэртес и др. отметили, что медиаоптимизм оказывает сильное влияние на розницу, тогда как институциональные инвесторы воспринимают его скептически, рассматривая скорее как маркетинговый сигнал.

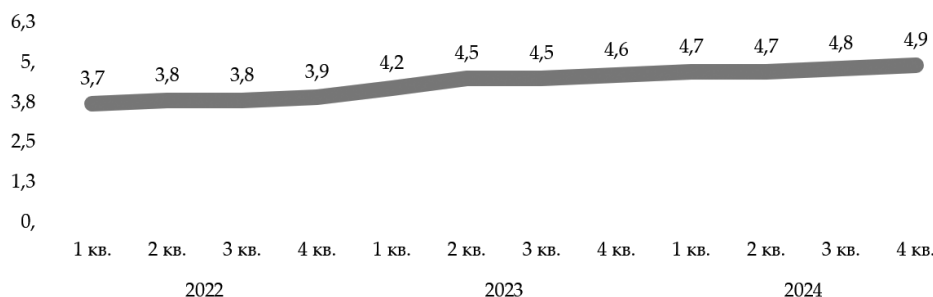
Дополнительный интерес представляет реакция инвесторов на тональность СМИ через призму «теории перспектив» [35]. Пессимистичный тон сильнее воздействует на институциональных инвесторов, склонных избегать потерь, что вынуждает эмитентов и банков-организаторов использовать эффект «низкого балла» для успешного размещения. Розничные инвесторы, напротив, более восприимчивы к позитивным сигналам: ограниченный доступ к информации и меньший опыт заставляют их интерпретировать оптимизм в медиа как подтверждение привлекательности IPO.

Растет также корпус работ, доказывающих уязвимость институциональных инвесторов к поведенческим искажениям. В своих работах [36; 37] исследователи выявили их подверженность «эффекту диспозиции» (disposition effect), который заключается в стремлении инвесторов продавать активы, которые приносят прибыль, и держать те активы, которые приносят убытки. В работе [38] Р.М. Эделен, О.С. Инс, Г.Б. Кадлек установили причинно-следственную связь между институциональным спросом и аномальной доходностью, подчеркнув, что даже профессиональные участники подвержены иррациональным паттернам. В исследовании [39] З. Ван, Д. Даксбери доказали, что настроения институциональных инвесторов искажают компромисс между риском и доходностью, подразумевающий, что более высокая доходность обычно связана с большим уровнем риска. Эти результаты ставят под сомнение традиционный тезис о полной рациональности профессиональных участников и обосновывают необходимость включения поведенческих факторов в модели ценообразования IPO.

Таким образом, выводы исследователей, отраженные в существующей литературе, подтверждают, что сентимент инвесторов, особенно розничных, является ключевым фактором формирования первоначальной доходности IPO.

Роль розничных инвесторов на российском рынке

После февраля 2022 г. российский фондовый рынок претерпел существенные структурные изменения, одним из которых является возросшая роль розничных инвесторов на рынке [40]. За последние несколько лет число частных инвесторов значительно выросло, что подтверждается динамикой количества открытых брокерских счетов (см. рис. 1).



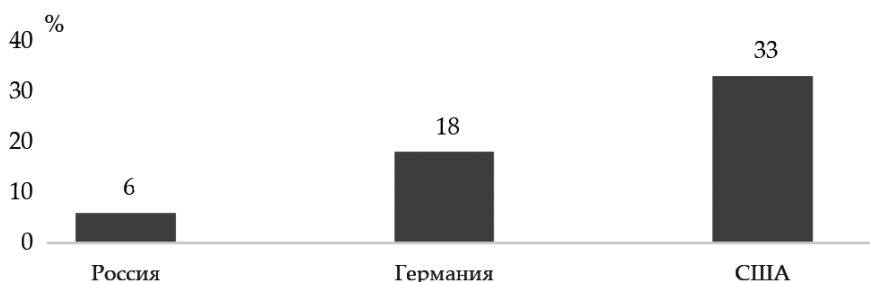
Источник: данные Банка России.

Рис. 1. Количество открытых счетов розничных инвесторов по данным брокеров (без пропущенных счетов), млн

Несмотря на замедление динамики фондирования брокерских счетов, общее количество инвесторов продолжит расти кратными темпами. Если сравнивать с международными бенчмарками, то доля экономически активного населения⁵ с активными брокерскими счетами в России пока уступает таким странам, как США и Германия, что составляет значительный потенциал роста в РФ (см. рис. 2). Таким образом, уже в ближайшие несколько лет отечественный рынок может пополниться значимым числом розничных инвесторов, чему во многом будут способствовать макроэкономические факторы, в том числе снижение ключевой ставки ЦБ уже в текущем году и рост реальных располагаемых доходов населения.

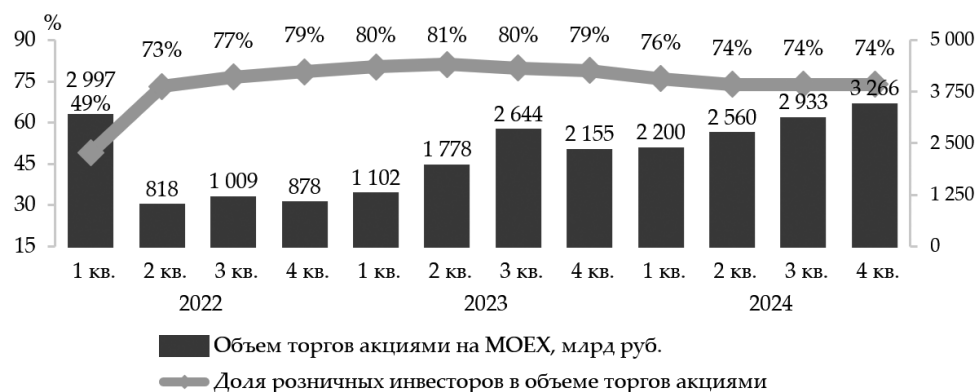
Прямым подтверждением растущего влияния розничных инвесторов является их вес в торговой активности, поскольку после ухода иностранных фондов из России и заморозки активов недружественных

⁵ Под экономически активным населением подразумевается занятые и безработные граждане в возрасте от 15 до 72 лет.



Источник: данные Банка России, Gallup, Schwab, Lords Library, Bundesbank.

Рис. 2. Доля экономически активного населения, имеющего брокерские счета по итогам 2024 г.



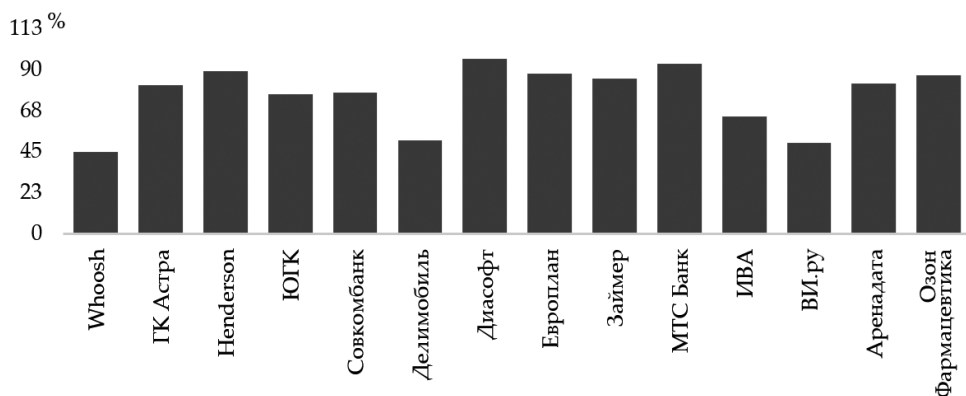
Источник: данные Московской Биржи.

Рис. 3. Доля розничных инвесторов в объеме торгов акциями

игроков на счетах типа «С», именно частные инвесторы стали формировать ликвидность на рынке акций (см. рис. 3).

Помимо роста влияния розничных инвесторов на ликвидность торгов, розничные инвесторы стали основным источником спроса на первичных размещениях: после 2022 г. медианная доля розничного спроса на IPO превышала 70% от общего спроса, что свидетельствует о критической зависимости размещений от участия розницы (см. рис. 4).

Важно подчеркнуть, что такое усиление влияния розничных инвесторов на российский рынок, начавшееся после 2020 г., было бы невозможно без стремительного развития социальных сетей, в том числе для инвесторов. Во многом благодаря таким социальным сетям как «Пuls», «Профит», «SmartLab» пользователи открыли для себя инвестиции. При этом еще одним фактором роста влияния розничных инвесторов на рынке стало удобство приложений для торговли. Например, в приложении «Т-Инвестиции» клиенты получили возможность совершать сделки с помощью одной кнопки, вывода денежных средства в тот же день, параллельно взаимодействуя с другими



Источник: расчеты авторов на основании данных банков-организаторов IPO.

Рис. 4. Средняя доля розничных инвесторов в общем объеме спроса на сделках IPO в 2022–2024 гг.

инвесторами в социальной сети «Пульс» в рамках одного приложения. Такая геймификация⁶ позволила нарастить вовлеченность пользователей, что привело к существенному росту объема торгов. Аналогичная ситуация наблюдалась и в США, где свое активное развитие получило приложение Robinhood, что сподвигло некоторых авторов провести подробный анализ влияния розничных инвесторов Robinhood на финансовые рынки [41]. Авторы пришли к выводу, что платформа привлекает менее опытных инвесторов, которые склонны совершать сделки, руководствуясь в основном поведенческими мотивами. При этом инвесторы других платформ демонстрировали более контрциклическое поведение, часто покупая бумаги компании при падении котировок и создавая дополнительную ликвидность.

Формирование гипотез и результаты их тестирования

С целью анализа связей между первоначальной доходностью сделок IPO на российском фондовом рынке за период 2022–2024 гг. и сентиментом, розничным спросом в денежном выражении, а также количеством инвесторов авторы формулируют следующие гипотезы:

- Гипотеза 1. Сентимент на сделке, измеренный в количестве запросов, положительно связан с первоначальной доходностью IPO.
- Гипотеза 2. Размер розничного спроса на сделке имеет положительную связь с первоначальной доходностью IPO.
- Гипотеза 3. Количество розничных инвесторов на сделке положительно связано с первоначальной доходностью IPO.

⁶ Геймификация представляет собой применение игровых техник в приложении с целью привлечения пользователей.

- Гипотеза 4. Розничные инвесторы являются нетто-покупателями на российских IPO в первый день торгов.

В количественную выборку для тестирования Гипотезы 1 вошли все 16 IPO сделок после 2022 г. с участием институциональных инвесторов. Для Гипотез 2–4 была использована выборка из 14 наблюдений ввиду ограниченности данных по IPO ГК Элемент и IPO ГК Промомед. Данные были собраны вручную из непубличных данных банков-организаторов сделок, отчетов аналитиков на сделке, а также пресс-релизов эмитентов. Для оценки нетто-покупок розничных инвесторов были использованы данные одного из крупнейших российских брокеров. IPO финансовых институтов были также включены в выборку, несмотря на разницу в принципах учета. В работах [42; 43; 44; 40] отмечается, что инвесторы используют единую логику расчета финансовых метрик компаний, которые характеризуют темпы роста и прибыльность бизнеса, соответственно включение финансовых институтов в расчеты не повлечет за собой смещение выборки. Таким образом, авторами была получена пространственная выборка из 14 наблюдений. Целевой переменной является переменная Return, которая представляет из себя доходность 1-го дня торгов акциями компании, вышедшей на IPO.

Далее представлены переменные исследования:

- Sent – сентимент на сделке – количество запросов в месяц сделки в Яндекс.Вордстат
- Retail_d – розничный спрос на сделке, в млрд руб.
- Retail_q – количество розничных инвесторов на сделке, количество человек
- Netto_Buy – нетто-покупки розничных инвесторов российского брокера в день IPO, в млрд руб.

На российском рынке акций новой реальности, который сформировался после февраля 2022 г., доходность первого дня торгов вышедших на IPO компаний была достаточно волатильна, что отчетливо видно из табл. 1. Стандартное отклонение доходности первого дня торгов составляет 14%, при этом медиана доходности остается в положительной зоне и достигает 3%. Среди профессионалов фондового рынка есть мнение, что такая динамика вызвана спекулятивной направленностью розничных инвесторов⁷, однако, на взгляд, авторов такая позиция не до конца корректна.

На рис. 5 представлен размер розничного спроса на сделках IPO с участием институциональных инвесторов. Нельзя сказать, что розничный спрос является драйвером положительной динамики котировок первого дня, однако можно точно заметить, что есть сильная связь

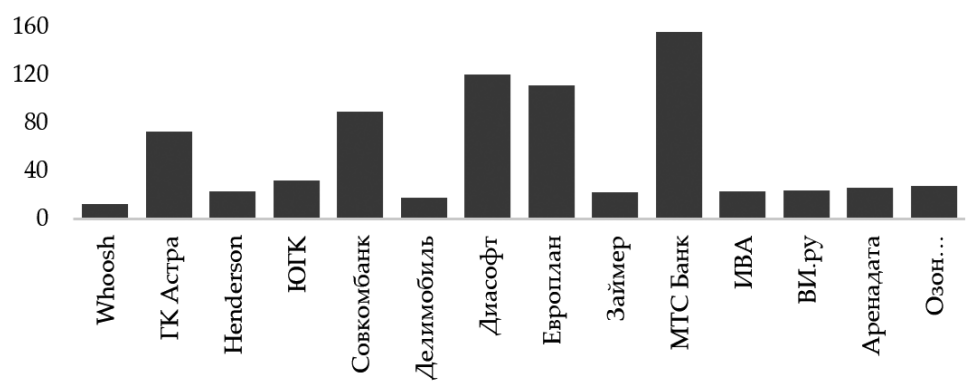
⁷ Галиева Г., Андреев Р., Соколов Д. Бум IPO в России: эффект для рынков капитала. 27.03.24. https://raexpert.ru/researches/ua/debt_market_2024 (дата обращения: 13.11.2025).

Таблица 1

Первоначальная доходность в рамках сделок IPO с участием институциональных инвесторов в 2022–2024 гг.

Компания	Доходность 1-го дня торгов, %	Динамика iMOEX в первый день торгов, %
Whoosh	0,2	–0,7
Группа Астра	40,0	0,6
HENDERSON	–0,7	–0,3
Южуралзолото Группы Компаний (ЮГК)	3,82	0,4
Группа Совкомбанк	8,7	0,8
Делимобиль	6,8	0,6
Диасофт	40,0	0,2
Европлан	8,6	0,6
МФК Займер	0,0	0,5
МТС Банк	5,0	0,3
ГК Элемент	–2,92	–0,6
IVA Technologies	–0,8	1,4
ВИ.ру	–0,5	0,5
ГК Промомед	1,75	–0,6
Группа Arenadata	12,6	–1,5
Озон Фармацевтика	–5,7	–0,7

Источник: данные Московской биржи.



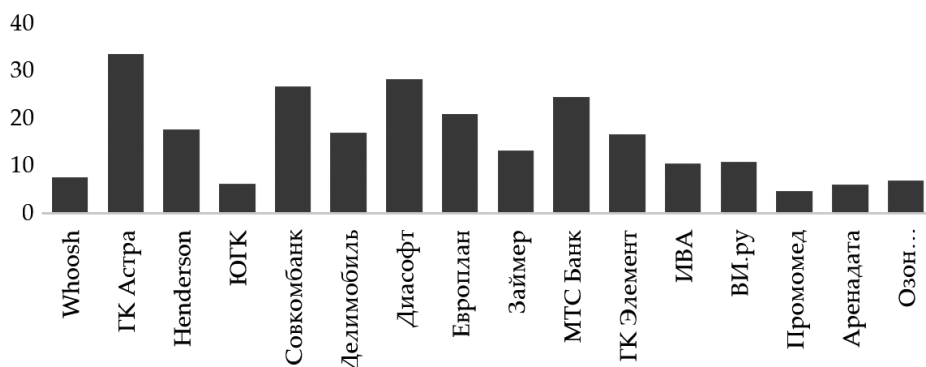
Источник: расчеты авторов на основании данных банков-организаторов IPO.

Рис. 5. Розничный спрос в рамках сделок IPO в 2022–2024 гг., млрд руб.

между существенным объемом розничного спроса и динамикой первого дня торгов, что является следствием занимаемой доли розничных инвесторов в общем объеме спроса. Согласно собранной авторами статистике, медианная доля розничного спроса на сделке от всего спроса превышает 70% после февраля 2022 г. Из этого следует, что розничные инвесторы являются основными драйверами роста переподписки размещения, так как институциональные инвесторы подходят к выставлению заявок более сдержанно и редко прибегают к использованию заемных средств брокера. Это совпадает с выводами других исследователей о роли розничного спроса в достижении кратной переподписки в размещениях (например, см.: [2]).

На рис. 6 отчетливо видно, что количество запросов во время сделки в поиске «Яндекса» во многом имеет схожую динамику с розничным спросом на сделке. Медианное число запросов на сделке составляет 13 тыс. шт., соответственно можно предположить, что все сделки с превышающим медиану числом запросов являются ажиотажными и наоборот. При этом также видно, что не всегда ажиотаж на сделке со стороны розничных инвесторов определяет динамику цены акции после размещения, что подтверждается IPO Henderson и IPO «ГК Элемент». В случае с Henderson такая динамика может объясняться частичным игнорированием ценовой чувствительности институциональных инвесторов, а также значительным объемом аллокации в пользу отдельных инвесторов. В случае с IPO «ГК Элемент» авторам была доступна только внешняя динамика сделки, но, несмотря на это ограничение, можно сделать вывод о превышающем рыночную емкость размере сделки, который привел к 100% аллокации для розничных инвесторов, что во многом объяснило последующую динамику торгов.

Ввиду относительной ограниченности числа наблюдений в данной работе был проведен исключительно корреляционный анализ, резуль-



Источник: расчеты авторов в Яндекс.Вордстат.

Рис. 6. Сентимент на сделках IPO в 2022–2024 гг.

Таблица 2

Корреляции переменных с доходностью 1-го дня торгов

Название переменной	Описание переменной	Корреляционная матрица					
		Return	Sent	Retail_d	Retail_q	Netto_Buy	OverSub
Return	Доходность 1-го дня торгов акциями компании после выхода на IPO	1,0	0,7***	0,5*	0,4	0,2	0,9***
Sent	Сентимент на сделке, который считается как количество запросов в месяц сделки в ЯндексВорд-стат. Количество запросов по компаниям определяется исходя из их названий на русском и английском языках	0,7***	1,0	0,7***	0,7***	0,6**	0,8***
Retail_d	Спрос розничных инвесторов, Р млрд	0,5*	0,7***	1,0	0,9***	0,6**	0,7***
Retail_q	Количество розничных инвесторов	0,4	0,7***	0,9***	1,0	0,5*	0,6***
Netto_Buy	Нетто-покупки розничных инвесторов российского брокера, Р млрд	0,2	0,6**	0,6**	0,5*	1,0	0,3
OverSub	Переподписка, x	0,9***	0,8***	0,7***	0,6***	0,3	1,0

* $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Источник: расчеты авторов на основании данных банков-организаторов IPO.

таты которого представлены в табл. 2. Для расчета значимости коэффициентов корреляции был использован двусторонний t -тест, нулевая гипотеза которого соответствует незначимости коэффициента.

Исходя из данных, представленных в корреляционной матрице, можно сделать вывод о значимой положительной (на 1% уровне значимости) связи между сентиментом и первоначальной доходностью IPO, следовательно, *Гипотеза 1 подтверждается*. При этом, сентимент также имеет сильную и значимую положительную связь с переподпиской (OverSub) и розничным спросом (Retail_d), что может объяс-

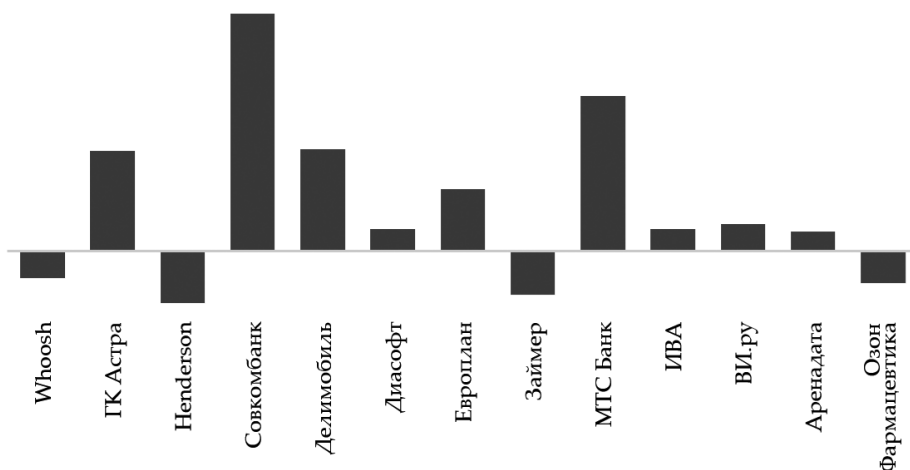
няться поведенческими факторами розничных инвесторов, которые стремятся участвовать в ажиотажных размещениях. Из этого следует, что для компании, находящейся в процессе маркетинга IPO, важно ее присутствие в СМИ, социальных сетях, в том числе для инвесторов, и других каналах коммуникации в течение всего периода маркетинга, так как это подогревает интерес к размещению, что в дальнейшем имеет прямую положительную связь с доходностью первого дня торгов. Данные выводы подтверждаются рядом исследований на эту тему, в том числе Н. Че-Яхья, Ю. Мацуура [45].

Согласно таблице, розничный спрос в деньгах не имеет значимой связи на адекватных уровнях значимости с первоначальной доходностью IPO, поэтому *Гипотеза 2 не принимается*. Это может объясняться важностью достижения факта переподписки как таковой, а не способом ее достижения. Розничный инвестор играет значимую роль в создании переподписки, однако этот эффект нивелируется итоговой аллокацией, которую банки-организаторы пытаются распределить равномерно между разными группами инвесторов, что подтверждается работой Л. Као, А. Чэнь, Ч.-С. Лу [46].

Гипотеза 3 также не принимается, так как число розничных инвесторов не имеет значимой связи с первоначальной доходностью IPO. Получается, что количество розничных инвесторов в первую очередь влияет на последующую ликвидность акций после IPO, а не на саму успешность сделки, что также сочетается с выводами в других исследованиях [47].

Авторы приходят к выводу, что сентимент имеет значимую положительную связь с первоначальной доходностью IPO, однако ключевые переменные, относящиеся к розничному спросу, не имеют значимой связи с данной переменной.

Другим важным выводом исследования является незначимость связи нетто-покупок розничных инвесторов с первоначальной доходностью российских IPO. Полученный результат весьма необычен, так как, например, нетто-покупки розницы в первый день торгов во многом объясняют положительную динамику котировки на корейском рынке IPO [2]. С.Ю. Чон, Дж. Ким, Дж. Пак отдельно подчеркивают, что розничные инвесторы на корейском рынке IPO являются нетто-покупателями, а институциональные инвесторы нетто-продавцами. При этом среди профессионалов российского фондового рынка существует мнение, что розница в большинстве своем подходит к инвестированию спекулятивно. Соответственно, следуя их логике, после IPO их доля в акциях компании должна существенно снижаться, а доля институциональных инвесторов расти. Ниже представлен подробный анализ проверки тезиса о нетто-покупках розницы на российском рынке IPO. На рис. 7 изображены нетто-покупки розничных инвесто-



Источник: данные банков-организаторов IPO по одному из крупнейших российских брокеров.

Рис. 7. Нетто-покупки розничных инвесторов одного из крупнейших российских брокеров в первый день торгов в 2022–2024 гг., млрд руб.

ров одного из крупнейших российских брокеров в первый день торгов акциями российских компаний, вышедших на IPO.

Представленные данные не опровергают тезис о спекулятивном характере розничных инвесторов, так как для этого потребуется полноценное эконометрическое исследование, в том числе с разделением розничных инвесторов на две группы – участвовавших и не участвовавших в IPO, для которого пока не хватает данных. Тем не менее, анализируя базовую статистику видно, что в 71% сделок розничные инвесторы являлись нетто-покупателями. Для подтверждения этого тезиса был проведен Z-тест, нулевая гипотеза которого говорит о 50% вероятности нетто-покупок розничных инвесторов. В результате p -значение теста $<0,05$, что говорит об устойчивой поведенческой особенности нетто-покупок розничных инвесторов, в результате чего *Гипотеза 4 подтверждается на 5% уровне значимости*. Такое поведение может объясняться как более низкой аллокацией инвесторам на сделке, что ведет за собой потребность для инвестора приобрести бумагу на вторичном рынке, так и логикой упущенной выгоды – в случае снижения котировок у инвестора появляется возможность приобрести бумаги на вторичном рынке по более низкой цене, а в случае роста котировок – наоборот, у инвестора может появиться намерение приобрести бумагу сейчас, так как дальше цена акции будет еще выше.

При этом постепенное охлаждение рынка на фоне цикла повышения ставки Банком России начиная с IPO «ГК Элемента», существенно повлияло на желание розничных инвесторов покупать акции, т. к. именно тогда Банк России начал ужесточать свою риторику в части

возможного повышения ставки, которое и произошло в июле 2024 г. Розничные инвесторы стали делать выбор в пользу инструментов с фиксированной доходностью, обращая меньшее внимание на рынок акций⁸. Также анализируя одновременно рис. 5 и рис. 7, видно наличие сильной связи между нетто-покупками розничных инвесторов и спросом розничных инвесторов на сделке (корреляция двух рядов – 0,6), что также может объясняться общим сентиментом на сделке (корреляция между нетто-покупками розничных инвесторов и сентимента – 0,6).

На рис. 8 отчетливо видно, что после IPO институциональные инвесторы продают свои бумаги как в первый день торгов, так и в последующие несколько дней после IPO. Позиция розничных инвесторов, купивших бумаги в день размещения, снижается чуть более стабильно относительно институциональных инвесторов, что может свидетельствовать о снижении качества инвестиционных стратегий российских институциональных инвесторов, некоторые из которых стали более спекулятивно подходить к участию в IPO. Однако получается, что все типы инвесторов, поучаствовавших в IPO, являются нетто-продавцами на протяжении 30 дней после IPO.

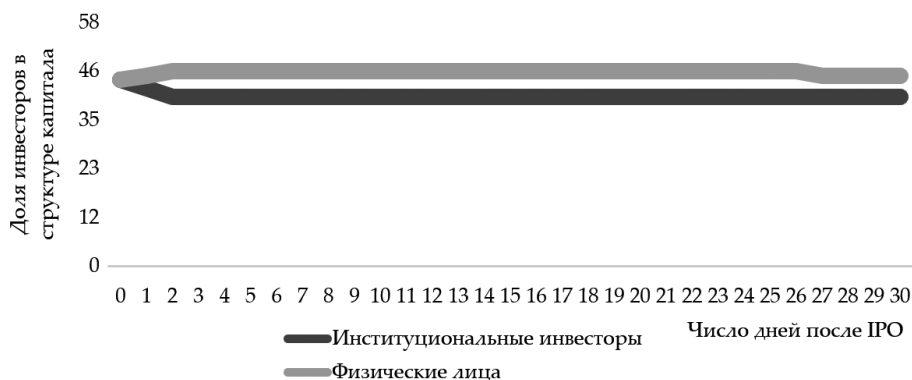


Рассчитано по: данные Банка России.

Рис. 8. Среднее изменение долей владения разных типов инвесторов, купивших акции в акционерном капитале вышедших на IPO компаний в 2024 г., %

Справедливо будет заметить, что пока одни инвесторы, купившие ценные бумаги на IPO, постепенно продают их на вторичном рынке, другие инвесторы, как розничные, так и институциональные, постепенно выкупают их пакет, что также демонстрируется на рис. 9. Однако

⁸ Банк России. Обзор ключевых показателей брокеров. Информационно-аналитический материал. IV квартал 2024 года. https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55198/review_broker_Q4_2024.pdf (дата обращения: 13.11.2025)



Рассчитано по: данные Банка России.

Рис. 9. Среднее изменение структуры держателей акций российских компаний после IPO в 2024 г.

также видно, что покупки только институциональных инвесторов в первые дни явно не могут заместить существенный объем распродаж среди институциональных инвесторов, которые поучаствовали в IPO. Таким образом получается, что ближе к концу первого месяца торгов доля розничных инвесторов в капитале компаний скорее увеличивается, а доля институциональных сокращается, что говорит о стремлении розничных инвесторов купить акции после IPO. Это может объясняться как возросшей ролью розничных инвесторов, как основной источник ликвидности на российском рынке, так и устойчивым «поведенческим паттерном», характеризующим розничных инвесторов как основных покупателей российских активов, что потенциально дает возможность со временем начать предсказывать их поведение.

Заключение

Использование корреляционного анализа на основе собранной авторами доступной выборки по сделкам с 2022–2024 гг. позволило выявить ряд значимых взаимосвязей, имеющих как теоретическое, так и практическое значение.

Во-первых, в исследовании подтверждена значимая положительная связь между уровнем сентимента (измеряемого через частоту поисковых запросов в «Яндекс.Вордстат») и доходностью первого дня торгов, что соответствует выводам зарубежных исследований и подчеркивает поведенческую природу принятия инвестиционных решений розничными инвесторами. Таким образом, сентимент на сделке выступает важным фактором оценки формирования ажиотажного интереса и может служить инструментом прогнозирования успешности IPO в краткосрочном горизонте.

Во-вторых, размер розничного спроса, несмотря на доминирующую долю в общем объеме спроса при формировании книги заявок на сделках IPO, не продемонстрировал статистически значимой связи с доходностью первого дня. Это может свидетельствовать о том, что фактором роста котировок выступает не абсолютный объем участия розницы, а скорее качество и структура размещения или индивидуальные поведенческие характеристики участников. Похожим образом не была подтверждена гипотеза о влиянии количества розничных инвесторов, что указывает на необходимость дальнейших исследований с акцентом на структуру и мотивацию розничного поведения.

Наконец, в исследовании был зафиксирован устойчивый «поведенческий паттерн»: в большинстве IPO частные инвесторы выступали нетто-покупателями в первый день торгов, несмотря на общепринятое мнение о преобладающем спекулятивном характере розничного спроса. Это подтверждает тезис о том, что *даже в условиях краткосрочной неопределенности частные инвесторы склонны усиливать динамику рынка, что делает их влияние на цену не только значимым, но и потенциально предсказуемым.*

Полученные результаты позволяют рекомендовать эмитентам и банкам-организаторам активнее использовать инструменты управления ожиданиями розничных инвесторов — в первую очередь через медиаприсутствие в социальных сетях, специализированных инвестиционных платформах и поисковых системах. Повышение уровня сентимента и видимости бренда компании в информационном пространстве может способствовать росту спроса и улучшению ценовой динамики в первый день торгов. Кроме того, результаты подчеркивают необходимость взвешенного подхода к размещению, который должен учитывать структуру спроса и снижает риск волатильности за счёт более рационального распределения бумаг между категориями инвесторов.

Для более полноценного анализа связей, их причинно-следственной направленности и экономического содержания исследуемых процессов необходимы дальнейшие исследования, ориентированные на построение панельных и регрессионных моделей, что позволит установить наличие связей и меру взаимозависимости между сентиментом, розничной активностью и доходностью IPO. Перспективным направлением также представляется анализ поведения розничных инвесторов на более длительном горизонте (до 90 дней после размещения), с учетом макроэкономических факторов, характера отрасли, стратегии размещения и влияния институциональных игроков. Отдельного внимания заслуживает интеграция альтернативных источников данных — например, поведенческих метрик социальных платформ или

оценки тональности новостных публикаций с использованием методов NLP (Natural Language Processing)⁹.

Таким образом, в условиях трансформации российского фондового рынка в новой реальности и усиления значимости розничных инвесторов, изучение поведенческих факторов и рыночных настроений приобретает как научную, так и прикладную значимость, создавая обширное поле для дальнейших эмпирических и теоретических исследований.

ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

1. *Beatty R.P., Ritter J.R.* Investment Banking, Reputation, and Underpricing of Initial Public Offerings // *Journal of Financial Economics*. 1986. Vol. 15. Pp. 213–232.
2. *Chung C. Y., Kim J., Park J.* Individual Investor Sentiment and IPO Stock Returns: Evidence from the Korean Stock Market // *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. 2017. Vol. 46 (6). Pp. 876–902. DOI: 10.1111/ajfs.12199.
3. *Beatty R.P., Welch I.* Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings // *Journal of Law and Economics*. 1996. Vol. 39. P. 545.
4. *Fama E.F., French K.R.* Permanent and Temporary Components of Stock Prices // *Journal of Political Economy*. 1988. Vol. 96 (2). Pp. 246–273.
5. *Poterba J.M., Summers L.H.* Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications // *Journal of Financial Economics*. 1988. Vol. 22 (1). Pp. 27–59.
6. *Shiller R.J.* Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? // *American Economic Review*. 1981. Vol. 71 (3). Pp. 421–436.
7. *Campbell J.Y., Shiller R.J.* The Dividend–Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors // *Review of Financial Studies*. 1988. Vol. 1 (3). Pp. 195–228.
8. *Fama E.F., French K.R.* Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds // *Journal of Financial Economics*. 1989. Vol. 25 (1). Pp. 23–49.
9. *Brown G.W., Cliff M.T.* Investor sentiment and the near-term stock market // *Journal of Empirical Finance*. 2004. Vol. 11 (1). Pp. 1–27. DOI: 10.1016/j.jempfin.2004.04.001.
10. *Cook D. O., Kieschnick R., Van Ness R. A.* On the Marketing of IPOs // *Journal of Financial Economics*. 2006. Vol. 82 (1). Pp. 35–61.
11. *Dorn D.* Does Sentiment Drive the Retail Demand for IPOs? // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2009. Vol. 44 (1). Pp. 85–108.
12. *Song S., Tan J., Yi Y.* IPO initial returns in China: Underpricing or overvaluation // *China Journal of Accounting Research*. 2014. Vol. 7 (1). Pp. 31–49. DOI: 10.1016/j.cjar.2013.12.001.
13. *Ljungqvist A., Nanda V., Singh R.* Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing // *Journal of Business*. 2006. Vol. 79 (4). Pp. 1667–1702.
14. *Derrien F.* IPO Pricing in “Hot” Market Conditions: Who Leaves Money on the Table? // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60 (1). Pp. 487–521.

⁹ Natural Language Processing – обобщенное упоминание естественно-языковой обработки, применяемой для анализа новостей, соцмедиа, форумов, публикаций.

15. *Sha N., Ismail M.Y.* Behavioral Investor Types and Financial Market Players in Oman // Journal of Asian Finance, Economics and Business. 2021. Vol. 8 (1). 285–294. DOI: 10.13106/jafeb.2021.vol8.no1.285.
16. *Baker M., Wurgler J.* Investor sentiment in the stock market // Journal of Economic Perspectives. 2007. Vol. 21 (2). Pp. 129–152. DOI: 10.1257/jep.21.2.129.
17. *Anusakumar S.V., Ali R., Wooi H.C.* The Effect Of Investor Sentiment On Stock Returns: Insight From Emerging Asian Markets // Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance. 2017. 13 (1). Pp. 159–178. DOI: 10.2139/ssrn.2209026.
18. *McCabe C.* It Isn't Just AMC. Retail Traders Increase Pull on the Stock Market. <https://www.wsj.com/articles/it-isnt-just-amc-retail-traders-increase-pull-on-the-stock-market-11624008602> (accessed: 13.11.2025).
19. *Fischer B.* Noise // The Journal of Finance. 1986. Vol. 41. Pp. 529–543.
20. *Shleifer A., Summers L.H.* The Noise Trader Approach to Finance // Journal of Economic Perspectives. 1990. Vol. 4 (2). Pp. 19–33.
21. *Barrot J.-N., Kaniel R., Sraer D.* Are retail traders compensated for providing liquidity? // Journal of Financial Economics. 2016. Vol. 120. Pp. 146–168.
22. *Kaniel R., Liu S.M., Saar G., Titman Sh.* Individual investor trading and return patterns around earnings announcements // Journal of Finance. 2012. Vol. 67. Pp. 637–680.
23. *Kelley E.K., Tetlock P.C.* How wise are crowds? Insights from retail orders and stock returns // The Journal of Finance. 2013. Vol. 68. Pp. 1229–1265.
24. *Barber B.M., Odean T., Zhu N.* Do retail trades move markets? // The Review of Financial Studies. 2009. Vol. 22 (1). Pp. 151–186.
25. *Kaniel R., Saar G., Titman Sh.* Individual investor trading and stock returns // The Journal of Finance. 2008. Vol. 63. Pp. 273–310.
26. *Barber B.M., Odean T.* All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors // Review of Financial Studies. 2008. Vol. 21 (2). Pp. 785–818.
27. *Cornelli F., Goldreich D., Ljungqvist A.* Investor Sentiment and Pre-IPO Markets // Journal of Finance. 2006. Vol. 61 (3). Pp. 1187–1216.
28. *Clarke J., et al.* Sentiment traders IPO initial returns: The Indian evidence // Journal of Corporate Finance. 2016. Vol. 37. Pp. 24–37.
29. *Bajo E., Raimondo C.* Media sentiment and IPO underpricing // Journal of Corporate Finance. 2017. 46. Pp. 139–153.
30. *Green T.C., Hwang B.-H.* IPOs as lotteries: Skewness preference and first-day returns // Management Science. 2012. Vol. 58 (2). Pp. 432–444.
31. *Da Z., Engelberg J., Gao P.* In search of attention // The Journal of Finance. 2011. Vol. 66 (5). Pp. 1461–1499. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2011.01679.x.
32. *Lim K.J.S., Stridsberg D.* Feeling the Market's Pulse with Google Trends // International Federation of Technical Analysts' Journal. 2015. <https://ssrn.com/abstract=2502508>
33. *Loughran T., McDonald B.* When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks" // The Journal of Finance. 2011. Vol. 66 (1). Pp. 35–65.
34. *Fuertes A.-M., Coakley J., Shen Z.* IPO demand and media tone: Institutional versus retail investors. 2024. <https://ssrn.com/abstract=3971260> or DOI: 10.2139/ssrn.3971260.
35. *Tversky A., Kahneman D.* Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty // Journal of Risk and Uncertainty. 1992. Vol. 5. Pp. 297–323.

36. Ye P. Does the disposition effect matter in corporate takeovers? Evidence from institutional investors of target companies // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2014. Vol. 49. Pp. 221–248.
37. Andreu L., Ortiz C., Sarto J.L. Disposition effect in fund managers. Fund and stock-specific factors and the upshot for investors // *Journal of Economic Behaviour and Organization*. 2020. Vol. 176. Pp. 253–268.
38. Edelen R.M., Ince O.S., Kadlec G.B. Institutional investors and stock return anomalies // *Journal of Financial Economics*. 2016. Vol. 119. Pp. 472–488.
39. Wang Z., Duxbury D. Institutional investor sentiment and the mean-variance relationship: Global evidence // *Journal of Economic Behaviour and Organization*. 2021. Vol. 191. Pp. 415–441.
40. 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. [Segal A.E. Features of the IPO market in Russia in the “new reality” (from 2022) // *Research of the Faculty of Economics. Electronic journal*. 2025. Vol. 17 (1). Pp. 39–59. (In Russ.).]
41. Eaton G.W., Green T.C., Roseman B.S., Wu Y. Retail trader sophistication and stock market quality: Evidence from brokerage outages // *Journal of Financial Economics*. 2022. Vol. 146 (2). Pp. 502–528. DOI: 10.1016/j.jfineco.2022.09.003.
42. Мальков А. Рынки капитала. Перегрузка. М.: Альпина PRO. 2025. [Malkov A. Capital Markets. Reload. M.: Alpina PRO. 2025. (In Russ.).]
43. Мальков А. Ценообразование IPO и SPO. На пути от старого рынка к новому. М.: Альпина PRO. 2024. [Malkov A. IPO and SPO Pricing: Transition from the Old Market to the New. M.: Alpina PRO. 2024. (In Russ.).]
44. Мальков А. IPO и SPO. Структурирование и ценообразование. М.: Манн, Иванов и Фербер. 2021. [Malkov A. IPO and SPO. Structuring and pricing. M.: Mann, Ivanov and Ferber. 2021. (In Russ.).]
45. Che-Yahya N., Matsuura Y. Does individual investors' sentiment explain Japanese IPO aftermarket performance? // *Journal of Asian Finance, Economics and Business*. 2021. Vol. 8 (4). Pp. 1079–1089. DOI: 10.13106/jafeb.2021.vol8.no4.1079.
46. Kao L., Chen A., Lu C.-S. Retail Investor Attention and IPO Prices with a Pre-IPO Market // *International Review of Economics & Finance*. 2022. Vol. 82. Pp. 416–432.
47. Jing R., Zhu H. Are Retail Investors Liquidity Providers? Evidence from the STAR and ChiNext Markets in China // *Pacific-Basin Finance Journal*. 2024. Vol. 83.

Дата поступления рукописи: 17.07.2025 г.

Дата принятия к публикации: 18.11.2025 г.

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРАХ

Сегаль Александр Евгеньевич – глава практики корпоративных финансов на рынках акционерного капитала ПАО «Сбербанк», Москва, Россия
ORCID: 0009-0004-1534-9376
AESegal@sberbank.ru

Мальков Антон Валерьевич – кандидат экономических наук,
управляющий директор по рынкам капитала АО «Т-Банк», Москва, Россия
a.v.malkov@tbank.ru

Осадчев Андрей Васильевич – менеджер управления рынков капитала
АО «Т-Банк», Москва, Россия
a.osadchev@tbank.ru

ABOUT THE AUTHORS

Alexander E. Segal – Head of Corporate Finance Practice in Equity Capital Markets, PJSC
Sberbank, Moscow, Russia
ORCID: 0009-0004-1534-9376
AESegal@sberbank.ru

Anton V. Malkov – Cand. Sci. (Econ.), Managing Director for Capital Markets, JSC T-Bank,
Moscow, Russia
a.v.malkov@tbank.ru

Andrey V. Osadchev – Manager of the Capital Markets Department, JSC T-Bank, Moscow,
Russia
a.osadchev@tbank.ru

THE ANALYSIS OF THE RELATIONSHIP BETWEEN RETAIL INVESTOR SENTIMENT AND INITIAL IPO RETURNS IN RUSSIA'S "NEW REALITY" (SINCE 2022)

Against the backdrop of the transformation of the Russian stock market after 2022, the relevance of studying the factors influencing the pricing of shares during their initial public offerings (IPOs) has increased. This article presents the results of the first stage of the research – an analysis of the relationships between the initial returns of IPOs on the Russian stock market during the period 2022–2024 and retail market sentiment, retail demand in monetary terms and the number of investors. The correlation analysis revealed a statistically significant positive relationship between the level of sentiment and first-day returns, while retail demand in monetary terms and the number of investors showed no significant relationship with IPO returns. The study also identified a persistent behavioral pattern: retail investors act as net buyers (their total purchases exceed their total sales) on the first trading day. The findings open up prospects for further modeling of causal relationships between sentiment, retail demand, the number of investors and initial IPO returns on extended datasets.

Keywords: *IPO, underpricing, sentiment, retail investors, retail demand, behavioral finance, Russian stock market, investor behavior.*

JEL: G14, G11, G32.