

ОТРАСЛЕВЫЕ ДЕТЕРМИНАНТЫ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ (IPO) НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ В УСЛОВИЯХ ГЕОПОЛИТИЧЕСКОЙ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И СТРУКТУРНОЙ ТРАНСФОРМАЦИИ

DOI: <https://doi.org/10.24891/jfsipn>EDN: <https://elibrary.ru/jfsipn>

Константин Максимович НИКИТИН

аспирант кафедры оценочной деятельности и корпоративных финансов,
Московский финансово-промышленный университет «Синергия» (Университет «Синергия»),
Москва, Российская Федерация
e-mail: konstantin.nikitin1@yandex.ru
ORCID: отсутствует
SPIN: 5986-4970

История статьи:

Рег. № 488/2026
Получена 08.05.2026
Одобрена 24.06.2026
Доступна онлайн
30.09.2026

Специальность: 5.2.4

УДК 336.76

JEL: C30, G10, G14,
G15, G24

Ключевые слова:

IPO, пост-IPO
доходность, отраслевые
факторы, российский
рынок капитала,
экономические циклы

Аннотация

Предмет. Отраслевые детерминанты эффективности первичных публичных размещений акций российских эмитентов в условиях геополитической неопределенности и структурной трансформации экономики.

Цели. Выявить влияние отраслевой принадлежности, экономических циклов и показателей, специфических для отрасли, на доходность акций российских компаний год спустя после IPO (пост-IPO доходность).

Методология. Использован системный подход с применением статистического и регрессионного анализа. Эмпирическая база включает IPO российских эмитентов за период 2000–2024 гг., проведенные на российских и зарубежных биржевых площадках. Для анализа компании сгруппированы по пяти укрупненным отраслям: технологии, финансы, промышленность и реальный сектор, потребительский сектор, здравоохранение и биотех. Для учета отраслевой специфики рассчитаны два стандартизированных внутри отрасли фактора, отражающие ключевые параметры бизнес-модели эмитентов.

Результаты. Отраслевая принадлежность сохраняет статистическую значимость после контроля параметров сделки, макроэкономических условий и экономических циклов. Значимым оказался первый отраслевой специфический фактор, отражающий первичный инвестиционный сигнал внутри отрасли. Также выявлено отрицательное влияние малой капитализации эмитента и кризисного периода 2008–2009 гг. на годовую доходность акций после IPO. Дополнительный отраслевой анализ показал, что для промышленности и реального сектора важным фактором является долговая устойчивость.

Область применения. Результаты исследования могут быть использованы инвесторами, эмитентами и аналитиками при оценке инвестиционной привлекательности IPO, а также при формировании отраслевого подхода к анализу новых размещений на российском рынке капитала.

Выводы. Эффективность IPO на российском рынке определяется не только универсальными параметрами размещения, но и отраслевой принадлежностью бизнеса. Отрасль влияет на пост-IPO доходность как через принадлежность эмитента к определенному сектору, так и через его относительное положение внутри отрасли по ключевым отраслевым характеристикам.

Для цитирования: Никитин К.М. Отраслевые детерминанты эффективности публичного размещения акций (IPO) на российском рынке в условиях геополитической неопределенности и структурной трансформации // Дайджест-Финансы. – 2026. – № 3. – С. 82 – 102.
DOI: 10.24891/jfsipn EDN: JFSIPN

Первичное публичное размещение акций (Initial Public Offering, IPO) выступает важным инструментом привлечения долгосрочного капитала и этапом институционального развития компании. Выход на биржу расширяет доступ к финансированию, повышает узнаваемость эмитента, усиливает требования к корпоративному управлению и диверсифицирует инвесторскую базу.

Как отмечает А.И. Ульяницкая, к ключевым мотивам IPO относятся рост рыночной стоимости бизнеса, снижение долговой нагрузки, повышение ликвидности для действующих акционеров, рост прозрачности и выход на новые рынки капитала [1]. Вместе с тем IPO зависит от рыночной конъюнктуры и сопряжено с высокими издержками подготовки.

В условиях роста геополитической и экономической неопределенности интерес к факторам эффективности IPO усилился.

S.R. Baker, N. Bloom и S.J. Davis показывают, что неопределенность экономической политики снижает инвестиции, занятость и выпуск, ухудшая условия выхода компаний на публичный рынок [2]. Аналогично N. Bloom, S. Bond и J. Van Reenen отмечают, что рост неопределенности усиливает осторожность бизнеса в отношении инвестиционных решений [3]. Для IPO это означает сужение окна размещения, изменение структуры спроса и принципов ценообразования. С.Н. Хоботова и Н.В. Слотина также подчеркивают, что в условиях макроэкономической нестабильности IPO чаще откладываются или переносятся [4], а Д.А. Мухин показывает, что пандемия, санкционное давление и геополитическая эскалация меняют структуру IPO-рынка и усиливают межотраслевые различия [5].

При этом большая часть работ по российскому рынку IPO либо охватывает короткий временной интервал, либо учитывает отраслевой фактор в упрощенном виде. Однако российский рынок объединяет качественно разные группы эмитентов, для которых одинаковые макроэкономические изменения могут по-разному отражаться на пост-IPO доходности.

*Отраслевые драйверы успешности IPO в условиях нестабильной экономики:
российский рынок в контексте экономических циклов*

IPO-рынок традиционно носит циклический характер: периоды высокой ликвидности сменяются фазами сжатия, когда компании откладывают размещения, а инвесторы становятся более требовательными к оценке. Однако в условиях нестабильной экономики меняется не только количество IPO, но и состав компаний, способных выйти на рынок, привлечь капитал и сохранить интерес инвесторов после размещения.

Для характеристики внешней нестабильности в работе используется индекс геополитического риска (Geopolitical Risk (GPR) Index).

Как отмечают D. Caldara и M. Iacoviello, этот индекс строится на основе новостных публикаций о межгосударственных кризисах, международной напряженности и других геополитических событиях; рост GPR связан со снижением инвестиций, занятости и ухудшением ожиданий экономических агентов [6]. В отличие от более широких индексов экономической неопределенности, GPR точнее фиксирует именно геополитический канал давления на рынок капитала.

Как видно на *рис. 1*, в 2022 г. значение GPR для России резко выросло – с 0,82 в 2021 г. до 3,69 в 2022 г. – и существенно превысило международный уровень. В 2023–2024 гг. индекс снизился, но остался выше докризисных значений. Это указывает на сохранение режима повышенного геополитического риска, в котором меняются условия привлечения капитала, структура инвесторского спроса и требования к качеству эмитентов.

Современные исследования подчеркивают, что реакция фондового рынка на внешние шоки неоднородна по отраслям. Sun-Young Choi показывает, что макроэкономические и геополитические риски по-разному влияют на волатильность отдельных секторов [7]. Для IPO это особенно важно, поскольку инвесторы оценивают не только текущие показатели компании, но и ее будущую инвестиционную историю. В период нестабильности возрастает значение отраслевых различий по устойчивости спроса, капиталоемкости, чувствительности к ставкам и качеству баланса.

Аналогичный вывод содержится и в обзоре EY Global IPO Trends 2025: после макроэкономических и геополитических шоков рынок IPO стал более избирательным, а инвесторы – более чувствительными к фундаментальным показателям, траектории прибыльности и качеству корпоративного управления¹.

Отраслевой канал влияния экономического цикла проявляется через различную чувствительность бизнес-моделей к одним и тем же макроэкономическим условиям.

- Для *капиталоемких компаний* рост ставок и ухудшение условий финансирования повышают значимость долговой нагрузки, капитальных затрат и устойчивости денежных потоков [8].
- Для *финансовых организаций* важны достаточность капитала, стоимость риска и качество активов².
- Для *потребительского сектора* – динамика реальных доходов населения, устойчивость спроса и способность удерживать маржу [9, 10].
- Для *технологических компаний* – оправданность премии за рост в условиях более осторожного отношения инвесторов к риску [11].

¹ Karim Anani. EY Global IPO Trends 2025: 2025 Global IPO market key highlights and 2026 outlook. 2025.
URL: https://www.ey.com/en_pt/insights/ipo/trends

² European Central Bank. Aggregated results of the 2024 SREP. 2024.
URL: https://www.bankingsupervision.europa.eu/activities/srep/2024/html/ssm.srep202412_aggregatedresults2024.en.html

- Для здравоохранения и фармацевтики – относительная устойчивость спроса при сохраняющихся рисках регулирования, длительного цикла разработки и коммерциализации продуктов [12].

Для российского рынка этот вопрос особенно актуален, поскольку с 2000 г. он проходил через несколько различных экономических режимов: восстановительный рост начала 2000-х гг., кризис 2008–2009 гг., посткризисное восстановление, санкционную и валютную адаптацию после 2014 г., пандемийный шок 2020–2021 гг. и структурную трансформацию после 2022 г. В каждом из этих периодов менялись не только макроэкономические условия, но и состав компаний, для которых IPO было реалистичным инструментом привлечения капитала.

После 2022 г. эта логика проявилась особенно отчетливо. В 2024 г., по данным Банка России, число публичных размещений достигло максимума за десять лет: на рынок вышли 19 эмитентов, из них 15 провели IPO, а общий объем привлеченных средств превысил 102 млрд руб. Существенную роль при этом играли компании малой и средней капитализации из IT, цифровых технологий и фармацевтики³. Это показывает, что на первой фазе восстановления спрос был во многом сосредоточен на компаниях с понятной историей роста и внутренним потенциалом масштабирования.

В 2025 г. структура рынка изменилась. Как видно на *рис. 2*, переход от 2024 к 2025 г. сопровождался не только сокращением числа размещений, но и изменением структуры рынка: количество эмитентов и IPO снизилось, тогда как совокупный объем привлеченных средств вырос. Одновременно изменился отраслевой профиль размещений: как показывает *рис. 3*, если в 2024 г. заметную роль играли IT, цифровые технологии и фармацевтика, то в 2025 г. рынок резко сместился в сторону финансового сектора, на который пришлось 86,3% объема IPO⁴.

Это свидетельствует о переходе от более широкого и рознично-ориентированного рынка к более селективной модели, где большее значение имеют масштаб эмитента, фундаментальное качество бизнеса и отраслевой профиль риска.

Таким образом, отраслевая структура IPO-рынка выступает индикатором того, какие бизнес-модели оказываются наиболее приемлемыми для публичного рынка на разных стадиях экономического цикла.

Эффективность IPO на российском рынке в условиях экономической трансформации: отраслевой анализ факторов

Далее рассмотрим эмпирическую часть исследования, направленную на выявление факторов, определяющих доходность акций российских эмитентов спустя год после IPO.

В отличие от предыдущих работ, где российский IPO-рынок анализировался преимущественно на коротком временном интервале или через отдельные бинарные характеристики, в настоящем исследовании используется расширенная выборка за

³ Банк России. Ключевые результаты и тенденции на рынке IPO в 2024 году: первый обзор Банка России. 2025. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=23520>

⁴ Банк России. Рынок IPO и SPO в 2025 году: тенденции и результаты. 2026. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=28429>

2000–2024 гг. Такой подход позволяет учесть несколько экономических циклов и проследить, сохраняет ли отраслевой фактор значение после контроля параметров размещения, макроэкономических условий и характеристик эмитента.

Эмпирическая база включает 160 IPO российских эмитентов, размещенных на российских и международных биржевых площадках за 2000–2024 гг. IPO 2025 г. не включались в выборку, поскольку для них отсутствует полный годовой горизонт, необходимый для расчета пост-IPO доходности и бета-коэффициента. Источником данных о размещениях выступает информационная база аналитического портала Reqvesa; рыночные и макроэкономические показатели рассчитывались на основе открытых финансовых и статистических данных.

Как видно на *рис. 4*, активность IPO российских эмитентов носила выраженный циклический характер. Наибольшее число размещений пришлось на 2005–2007 гг., когда российский рынок капитала находился в фазе активного роста: в 2006 г. было зафиксировано 22 IPO, в 2007 г. – 26 IPO. После глобального финансового кризиса активность снизилась, затем частично восстановилась в 2010–2013 гг. Новая волна размещений наблюдалась в 2021 г. и особенно в 2023–2024 гг., что отражает восстановление интереса к публичному рынку в условиях структурной трансформации экономики.

Отраслевая структура выборки также неоднородна. Как видно на *рис. 5*, наибольшая часть наблюдений приходится на сектор промышленности, сырья и реальных активов. Наименьшая группа представлена здравоохранением, фармацевтикой и биотехом – 11 компаний. Такая структура отражает специфику российского IPO-рынка, где исторически значимую роль играли капиталоемкие, сырьевые и инфраструктурные эмитенты.

В качестве зависимой переменной используется доходность акций через один год после IPO (Return in 1 year). Показатель рассчитывается как изменение рыночной цены акции через 12 месяцев после размещения относительно цены IPO. Такой горизонт позволяет оценить не только краткосрочную реакцию рынка, но и более устойчивую пост-IPO динамику компании⁵. Использование годовой доходности соответствует логике исследований, в которых успешность IPO рассматривается через способность компании сохранить или увеличить стоимость после выхода на публичный рынок [5].

В модель включены следующие группы объясняющих переменных.

Во-первых, используются параметры размещения и рыночные характеристики эмитента.

- «Free float» отражает долю акций в свободном обращении. Более высокий «free float» может повышать ликвидность акций, однако при чрезмерном уровне он также может усиливать давление предложения на вторичном рынке [13].
- «Market cap < 50bn RUB» – dummy-переменная, принимающая значение 1, если рыночная капитализация компании на момент IPO была ниже 50 млрд руб. Дан-

⁵ Ritter J.R. Initial Public Offerings: Underpricing.
URL: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-Underpricing.pdf>

ный показатель используется как проху размера эмитента: малые компании, как правило, обладают меньшей ликвидностью и более высокой чувствительностью к колебаниям спроса [14].

- «Beta in 1 year» отражает чувствительность доходности акции к динамике рыночного индекса в течение первого года после IPO [15, 16].
- «Ln(Offer size, USD mn + 1)» показывает масштаб размещения; логарифмирование используется для снижения асимметрии распределения объемов IPO [17, 18].

Во-вторых, в модель включены макроэкономические переменные.

- «RUB/USD change, 3m pre-IPO» отражает изменение курса рубля к доллару США за три месяца до размещения и используется как показатель валютной среды перед IPO.
- «Industrial production growth, YoY» отражает годовой темп роста промышленного производства и используется как проху фазы экономического цикла. Включение этих переменных позволяет учитывать, что условия размещения зависят не только от характеристик компании, но и от состояния макроэкономической среды [6].

В-третьих, в модель включены отраслевые и циклические фиктивные переменные.

- Отраслевые эффекты позволяют проверить, различается ли пост-IPO доходность между секторами после контроля универсальных параметров размещения. Базовой категорией выступает сектор здравоохранения, фармацевтики и биотехнологий.
- Циклические эффекты отражают этап экономического развития, в рамках которого проводилось IPO: 2000–2007 гг. – фаза роста, 2008–2009 гг. – глобальный финансовый кризис, 2010–2013 гг. – восстановление, 2014–2019 гг. – санкционная адаптация и стабилизация, 2020–2021 гг. – пандемийный шок и восстановление, 2022–2025 гг. – структурная трансформация.

В-четвертых, для учета отраслевой специфики рассчитаны два стандартизированных внутри отрасли показателя – «Sector factor 1» и «Sector factor 2». Логика их отбора связана с тем, что для разных секторов инвесторы оценивают разные источники устойчивости и роста. Первый показатель отражает наиболее прямой инвестиционный сигнал отрасли, второй – более структурную характеристику бизнес-модели. Перед включением в модель показатели были приведены к единой логике интерпретации: если рост исходного показателя означал ухудшение качества бизнеса, например рост долговой нагрузки или стоимости риска, показатель инвертировался. После этого значения стандартизировались внутри соответствующей отрасли по формуле z-score, поэтому положительное значение показывает, что компания выглядит сильнее среднего уровня своей отрасли.

Для здравоохранения, фармацевтики и биотеха использованы «R&D intensity» и качество «pipeline». «R&D intensity» рассчитывается как отношение расходов на исследования и разработки к выручке и отражает инновационную интенсивность компании. Качество «pipeline» оценивается через наличие ключевых продуктов, стадийность разработок, зрелость портфеля и перспективы коммерциализации. Такой выбор связан с тем, что стоимость компаний сектора здравоохранения часто опреде-

ляется не только текущей выручкой, но и будущим продуктовым потенциалом, клиническими стадиями, регистрацией препаратов и вероятностью вывода продуктов на рынок [12].

Для потребительского сектора, FMCG и АПК использованы «LFL / органический рост продаж и валовая маржа». LFL отражает динамику сопоставимых продаж, то есть рост спроса без эффекта открытия новых точек или простого расширения сети; если LFL не раскрывался, использовался близкий показатель органического роста выручки. Валовая маржа рассчитывается как отношение валовой прибыли к выручке и показывает способность компании конвертировать спрос в финансовый результат. Поэтому сочетание этих двух показателей позволяет оценить не только наличие потребительского спроса, но и качество его монетизации [9, 10].

Для промышленности, сырья и реальных активов использованы долговая устойчивость и «CAPEX intensity». Долговая устойчивость рассчитывалась на основе показателя долговой нагрузки, например Net Debt / EBITDA или Debt / Assets в зависимости от раскрытия данных. Поскольку рост долговой нагрузки ухудшает финансовый профиль компании, показатель предварительно инвертировался: более высокое итоговое значение означает более низкий долг относительно отраслевых аналогов. «CAPEX intensity» рассчитывается как отношение капитальных затрат к выручке и отражает инвестиционную нагрузку бизнеса. Для капиталоемких компаний эти показатели особенно важны, поскольку их стоимость зависит от способности финансировать долгосрочные проекты без чрезмерного давления на денежные потоки [19, 20].

Для технологий, ТМТ и цифровых платформ использованы рост выручки и «R&D intensity». Рост выручки рассчитывается как годовой темп прироста revenue и отражает способность компании масштабировать бизнес. «R&D intensity» рассчитывается как отношение расходов на исследования и разработки к выручке и показывает способность поддерживать инновационный цикл. Для технологических IPO эти показатели важны, поскольку инвесторы оценивают не только текущую прибыльность, но и потенциал роста, развитие продукта и устойчивость конкурентных преимуществ [11, 21].

Для финансов и финансовой инфраструктуры использованы достаточность капитала и стоимость риска. Достаточность капитала рассчитывалась как Capital Adequacy Ratio для банков или через близкий прокси финансовой устойчивости, например отношение капитала к активам, если классический показатель не раскрывался. Стоимость риска рассчитывалась через «Cost of risk», «NPL ratio» или близкий показатель качества активов; поскольку рост риска означает ухудшение портфеля, показатель также инвертировался перед стандартизацией. Для финансовых эмитентов эти показатели отражают устойчивость баланса⁶ и способность покрывать потенциальные потери⁷.

⁶ European Central Bank. Annual Report on supervisory activities 2024. 2025.
URL: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/other-publications/annual-report/html/all-releases.en.html>

⁷ European Banking Authority. Risk Assessment Report – November 2024. 2024.
URL: <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/publications/risk-assessment-report-november-2024>

Описательная статистика представлена в *табл. 1*. Средняя доходность акций через год после IPO составляет 12,8%, при этом разброс значений значителен: от –72,0% до 92,0%. Это подтверждает высокую неоднородность пост-IPO результатов. Средний free float равен 20,5%, что отражает относительно концентрированную структуру собственности у многих российских эмитентов. Доля компаний с капитализацией ниже 50 млрд руб. составляет 48,1%, то есть почти половина выборки представлена малыми и средними эмитентами. Средние значения отраслевых z -показателей близки к нулю, что является следствием стандартизации внутри отраслей.

Для оценки влияния факторов на пост-IPO доходность построена серия регрессионных моделей. Пошаговая спецификация позволяет оценить вклад разных блоков: сначала учитываются параметры размещения и эмитента, затем макроэкономические показатели, далее отраслевые и циклические эффекты, после чего добавляются специфические для отрасли показатели. Результаты представлены в *табл. 2*.

Одним из наиболее устойчивых факторов является размер эмитента. Переменная Market cap < 50 bn RUB имеет отрицательный и статистически значимый коэффициент во всех спецификациях, что свидетельствует о более низкой доходности через год после IPO у компаний с капитализацией ниже 50 млрд руб. Это связано с тем, что малые эмитенты воспринимаются как более рискованные из-за меньшей ликвидности, ограниченной публичной истории и большей уязвимости к внешним шокам [22].

Коэффициент при $\ln(\text{Offer size, USD mn} + 1)$ в большинстве спецификаций имеет отрицательный знак и частично сохраняет статистическую значимость. Это может указывать на то, что более крупные размещения не всегда сопровождаются более высокой последующей доходностью. В отдельных случаях крупный объем IPO может означать более насыщенную первоначальную оценку или более значительный объем предложения акций, который рынок должен абсорбировать после размещения. Однако в итоговой спецификации данный показатель теряет устойчивую значимость, поэтому следует подходить аккуратно к его интерпретации [23].

Макроэкономический блок также дает содержательные результаты. Industrial production growth, YoY имеет отрицательный и статистически значимый коэффициент, что отражает выход компаний на IPO в более сильные фазы цикла уже при повышенных оценках, когда часть позитивных ожиданий заранее включена в цену размещения [24]. Напротив, RUB/USD change, 3m pre-IPO не показывает значимого эффекта из-за различий во влиянии валютного фактора по отраслям, экспортной ориентации и структуре затрат.

Отраслевые dummy-переменные подтверждают наличие межсекторных различий. По сравнению с базовой категорией – здравоохранением, фармацевтикой и биотехнологиями – отрицательные и статистически значимые коэффициенты получены для промышленности, реального и потребительского секторов, а также для отрасли финансов и финансовой инфраструктуры.

Следовательно, даже после учета параметров сделки, макроэкономической среды и экономических циклов эти отрасли демонстрировали более низкую годовую пост-IPO доходность. Это связано с тем, что сектор здравоохранения сочетает свойства

защитного спроса и growth-истории: он менее чувствителен к цикличности и одновременно сохраняет потенциал роста за счет R&D, импортозамещения и развития внутреннего рынка медицинских технологий [12].

Циклические переменные показывают, что наиболее сильное отрицательное влияние на пост-IPO доходность оказал период 2008–2009 гг., что подтверждает высокую чувствительность IPO к кризисной фазе. В условиях системного шока инвесторы более осторожно оценивают новые размещения, а последующая динамика акций ухудшается; аналогичный вывод содержится и в литературе по IPO после глобального финансового кризиса [25].

Ключевой результат исследования связан с отраслевыми характеристиками компаний. Положительный и статистически значимый коэффициент при первом специфическом для отрасли показателе означает, что компании, которые выглядят сильнее своих отраслевых аналогов по ключевому инвестиционному параметру, демонстрируют более высокую доходность через год после IPO. Это подтверждает центральную гипотезу исследования: *рынок учитывает не только сам факт принадлежности компании к определенному сектору, но и ее относительную силу внутри отрасли по ключевому для данной отрасли показателю.*

В то же время Sector factor 2 не показывает статистически значимого влияния. Это не означает, что соответствующие показатели не имеют экономического смысла. Скорее, второй фактор отражает более сложные, долгосрочные или менее линейные характеристики бизнес-модели: качество pipeline, валовую маржу, капиталоемкость, R&D как поддерживающий ресурс, стоимость риска. Их влияние может проявляться на более длинном горизонте, зависеть от конкретной подотрасли или быть слабее выражено на горизонте одного года после IPO.

С учетом неоднородности выборки и периода 2000–2024 гг. объясняющая способность модели является приемлемой. Итоговая спецификация статистически значима, а умеренное значение R^2 объясняется высокой волатильностью годовой пост-IPO доходности и ее зависимостью не только от характеристик эмитента, но и от рыночных условий, ликвидности, новостного фона и поведения инвесторов.

Для проверки корректности спецификации модели были проведены диагностические тесты:

- результаты VIF-теста не выявили мультиколлинеарности (средний VIF – 2,13; максимальный – 4,63);
- тесты Ramsey RESET ($p = 0,2691$) и linktest ($p = 0,120$ для `_hatsq`) не указали на ошибку спецификации или некорректную функциональную форму;
- тест Breusch–Pagan / Cook–Weisberg также не подтвердил наличие гетероскедастичности ($p = 0,2161$).

Таким образом, модель не демонстрирует существенных диагностических нарушений и может быть использована для дальнейшей интерпретации результатов.

Полученные результаты позволяют сделать вывод, что российский IPO-рынок в условиях экономической трансформации нельзя рассматривать как однородный

набор размещений. Успешность IPO зависит от сочетания размера эмитента, макроэкономического режима, фазы экономического цикла и отраслевой специфики.

Наиболее важным результатом является подтверждение того, что специфические для отрасли показатели действительно связаны с пост-IPO доходностью: компании, которые выглядят сильнее своих отраслевых аналогов по ключевому инвестиционному параметру, демонстрируют более высокую доходность через год после размещения.

Исследование показало, что эффективность IPO российских эмитентов определяется не только параметрами размещения, но и отраслевой спецификой бизнеса. Низкая капитализация компании выступает фактором риска: эмитенты с капитализацией менее 50 млрд руб. в среднем показывают более слабую доходность через год после IPO. Значимым также оказался кризис 2008–2009 гг., что подтверждает чувствительность IPO к фазе экономического цикла.

Главный результат связан с отраслевыми различиями: отрасли промышленности и финансов, а также потребительский сектор демонстрируют более слабую пост-IPO динамику по сравнению с сектором здравоохранения. Компании, которые выглядят сильнее своих отраслевых аналогов по ключевому отраслевому показателю, показывают более высокую доходность после IPO.

Дополнительный анализ промышленного сектора подтвердил, что для капиталоемких компаний особенно важна долговая устойчивость: более низкая долговая нагрузка связана с лучшей пост-IPO динамикой.

Научная новизна работы состоит в объединении трех аналитических плоскостей: макроэкономической, циклической и отраслевой.

Практическая значимость исследования заключается в том, что его результаты могут использоваться для более точной оценки новых размещений на российском рынке: не как однородного класса сделок, а как рынка, на котором успех IPO зависит от сочетания макроусловий, стадии экономического цикла и отраслевой логики формирования стоимости.

Таблица 1**Описательная статистика переменных регрессионной модели****Table 1****Descriptive statistics of variables included in the regression model**

Наименование	count	mean	sd	min	max
Return in 1 year	160	-0.1279	0.3359	-0.7200	0.9200
Free float	160	0.2051	0.1016	0.0500	0.8000
Market cap < 50bn RUB	160	0.4813	0.5012	0.0000	1.0000
Beta in 1 year	160	1.1647	1.9751	-5.8723	10.1100
Ln(Offer size, USD mn + 1)	160	5.1320	1.6343	1.3863	9.0826
RUB/USD change, 3m pre-IPO	160	-0.0052	0.0455	-0.2200	0.1900
Industrial production growth, YoY	160	4.4188	3.4816	-10.8000	8.9000
Sector factor 1 (z-score)	160	0.0000	0.9873	-2.5476	4.3306
Sector factor 2 (z-score)	160	0.0000	0.9873	-1.7101	2.3531

Примечание. * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Источник: авторская разработка на основе данных Московской Биржи, отчетности и пресс-релизов эмитентов, профильных ресурсов (Финам, Investing.com, TradingView, SmartLab) и макростатистики Банка России. URL: <https://www.moex.com/>; <https://www.finam.ru/quote/>; <https://ru.investing.com/>; <https://ru.tradingview.com/>; <https://smart-lab.ru/>; <https://cbr.ru/statistics/>

Note. * $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$.

Source: Authoring based on data from the Moscow Exchange, issuers' reports and press releases, specialized sources (Finam, Investing.com, TradingView, SmartLab), and macro statistics from the Bank of Russia. URL: <https://www.moex.com/>; <https://www.finam.ru/quote/>; <https://ru.investing.com/>; <https://ru.tradingview.com/>; <https://smart-lab.ru/>; <https://cbr.ru/statistics/>

Таблица 2**Детерминанты годовой доходности IPO на российском рынке: результаты регрессионного анализа****Table 2****Determinants of one-year post-IPO returns in the Russian market: Regression analysis results**

Наименование	(1) Return in 1 year	(2) Return in 1 year	(3) Return in 1 year	(4) Return in 1 year	(5) Return in 1 year
Free float	-0.172 (0.236)	-0.160 (0.253)	-0.089 (0.326)	-0.062 (0.343)	-0.081 (0.319)
Market cap < 50bn RUB	-0.176** (0.072)	-0.160** (0.073)	-0.165** (0.069)	-0.147** (0.070)	-0.148** (0.070)
Beta in 1 year	-0.011 (0.021)	-0.008 (0.020)	-0.018 (0.023)	-0.015 (0.023)	-0.012 (0.025)
Ln(Offer size, USD mn + 1)	-0.027* (0.022)	-0.016* (0.023)	-0.024* (0.023)	-0.011* (0.024)	-0.017 (0.025)
RUB/USD change, 3m pre-IPO	0.892 (0.796)	0.815 (0.743)	0.918 (0.764)	0.838 (0.706)	0.736 (0.657)
Industrial production growth, YoY	-0.006* (0.008)	-0.008* (0.009)	-0.025** (0.011)	-0.028** (0.011)	-0.026** (0.012)
Здравоохранение, фармацевтика и биотех	-	0.000 (.)	-	0.000 (.)	0.000 (.)

Наименование	(1) Return in 1 year	(2) Return in 1 year	(3) Return in 1 year	(4) Return in 1 year	(5) Return in 1 year
Потребительский сектор, FMCG и АПК	–	–0.197* (0.119)	–	–0.213* (0.117)	–0.228* (0.123)
Промышленность, сырье и реальные активы	–	–0.234** (0.111)	–	–0.244** (0.106)	–0.256** (0.114)
Технологии, ТМТ и цифровые платформы	–	–0.196 (0.126)	–	–0.195 (0.126)	–0.199 (0.131)
Финансы и финансовая инфраструктура	–	–0.265** (0.119)	–	–0.265** (0.110)	–0.265** (0.117)
2000–2007 growth	–	–	0.000 (.)	0.000 (.)	0.000 (.)
2008–2009 global crisis	–	–	–0.424*** (0.162)	–0.461*** (0.176)	–0.401** (0.173)
2010–2013 recovery	–	–	0.081 (0.068)	0.062 (0.067)	0.038 (0.067)
2014–2019 sanctions/stabilization	–	–	–0.081 (0.118)	–0.094 (0.117)	–0.064 (0.120)
2020–2021 pandemic/rebound	–	–	–0.170 (0.135)	–0.180 (0.143)	–0.179 (0.149)
2022–2025 structural transformation	–	–	–0.045 (0.087)	–0.047 (0.088)	–0.107 (0.091)
Sector factor 1 (z-score)	–	–	–	–	0.074*** (0.028)
Sector factor 2 (z-score)	–	–	–	–	0.005 (0.028)
Constant	0.176 (0.143)	0.321* (0.175)	0.256 (0.168)	0.415** (0.195)	0.456** (0.198)
<i>N</i>	160	160	160	160	160
<i>R</i> ²	0.29	0.34	0.41	0.42	0.233
<i>F</i>	1.993	1.868	3.118	2.605	3.593

Примечание. * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Источник: авторская разработка на основе данных Московской Биржи, отчетности и пресс-релизов эмитентов, профильных ресурсов (Финам, Investing.com, TradingView, SmartLab) и макростатистики Банка России. URL: <https://www.moex.com/>; <https://www.finam.ru/quote/>; <https://ru.investing.com/>; <https://ru.tradingview.com/>; <https://smart-lab.ru/>; <https://cbr.ru/statistics/>

Note. * $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$.

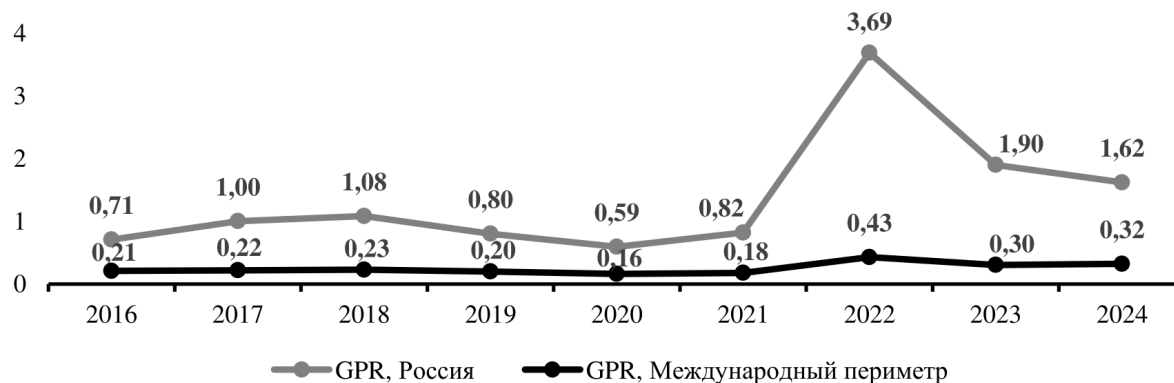
Source: Authoring, based on data from the Moscow Exchange, issuers' reports and press releases, specialized sources (Finam, Investing.com, TradingView, SmartLab), and macro statistics from the Bank of Russia. URL: <https://www.moex.com/>; <https://www.finam.ru/quote/>; <https://ru.investing.com/>; <https://ru.tradingview.com/>; <https://smart-lab.ru/>; <https://cbr.ru/statistics/>

Рисунок 1

Динамика GPR индекса российского и международного рынков за 2016–2024 гг.

Figure 1

Changes in the GPR Index for Russian and international markets, 2016–2024



Источник: данные Matteo Iacoviello. URL: <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>

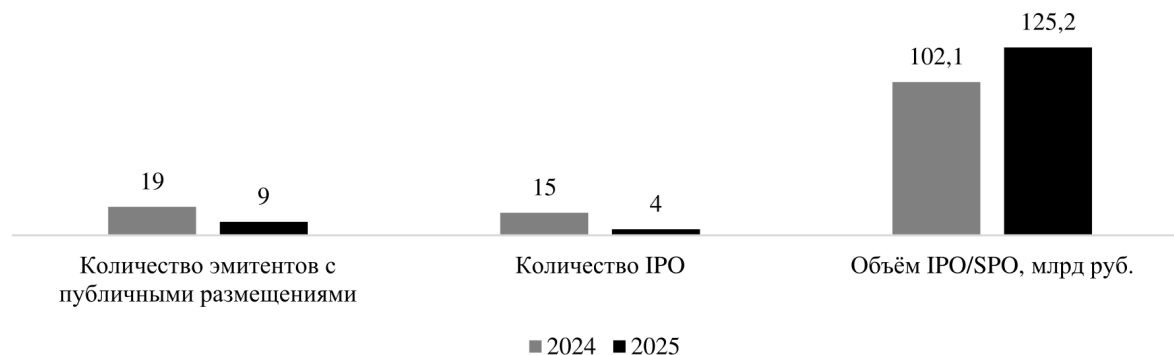
Source: Matteo Iacoviello data. URL: <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>

Рисунок 2

Изменение масштаба публичных размещений на российском рынке в 2024–2025 гг.

Figure 2

Changes in the scale of IPOs in the Russian market, 2024–2025



Источник: данные Банка России. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=28429>

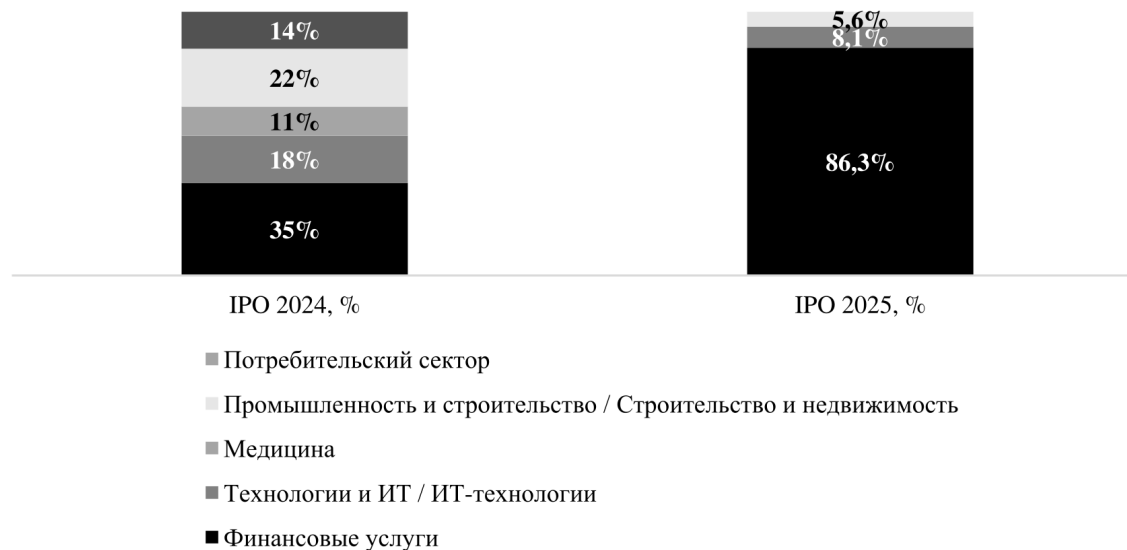
Source: The Bank of Russia data. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=28429>

Рисунок 3

Изменение отраслевой структуры публичных размещений на российском рынке в 2024–2025 гг.

Figure 3

Changes in the sectoral composition of IPOs in the Russian market, 2024–2025



Источник: данные Банка России. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=28429>

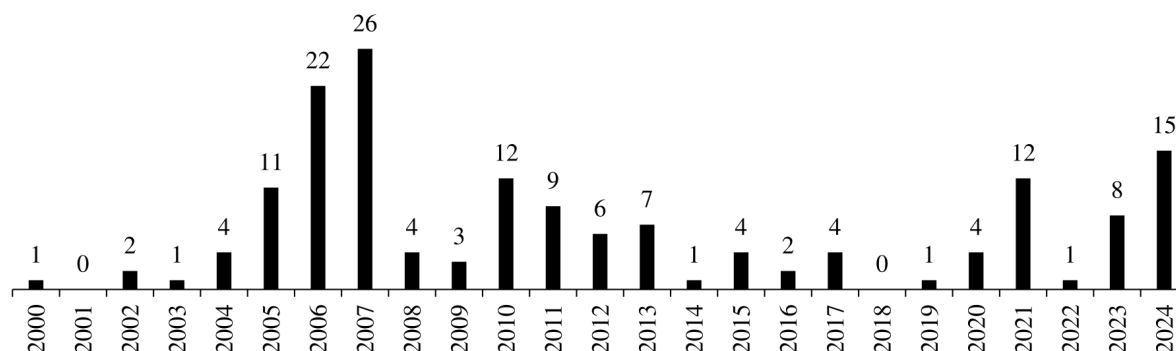
Source: The Bank of Russia data. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=28429>

Рисунок 4

Динамика IPO российских эмитентов на российских и международных биржевых площадках за 2000–2024 гг.

Figure 4

IPO activity of Russian issuers on domestic and international stock exchanges, 2000–2024



Источник: данные Preqveca. URL: <https://preqveca.ru/placements/>

Source: Preqveca data. URL: <https://preqveca.ru/placements/>

Рисунок 5

Отраслевая структура выборки IPO по количеству компаний за 2000–2024 гг.

Figure 5

Sectoral composition of the IPO sample by number of companies, 2000–2024



Источник: данные Preqveca. URL: <https://preqveca.ru/placements/>

Source: Preqveca data. URL: <https://preqveca.ru/placements/>

Список литературы

1. Ульяницкая А.И. IPO как фактор привлечения капитала и повышения стоимости бизнеса (анализ, эффективность, оценка влияния на стоимость компании) // Международный научный журнал «Вестник науки». 2021. Т. 1. № 12. С. 66–74. EDN: YKPPON
2. Baker S.R., Bloom N., Davis S.J. Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, vol. 131, iss. 4, pp. 1593–1636. DOI: 10.1093/qje/qjw024
3. Bloom N., Bond S., Van Reenen J. Uncertainty and Investment Dynamics. *The Review of Economic Studies*, 2007, vol. 74, iss. 2, pp. 391–415. DOI: 10.1111/j.1467-937X.2007.00426.x
4. Хоботова С.Н., Слотина Н.В. Первичное публичное размещение (IPO) как способ привлечения инвестиций в условиях макроэкономической нестабильности // Вестник Омского университета. Серия: Экономика. 2022. Т. 20. № 4. С. 36–47. DOI: 10.24147/1812-3988.2022.20(4).36-47 EDN: NUHRLU
5. Мухин Д.А. Современный российский рынок IPO: специфика и причины развития // Экономика, предпринимательство и право. 2024. Т. 14. № 6. С. 3263–3274. DOI: 10.18334/epp.14.6.120973 EDN: ERGLOO
6. Caldara D., Iacoviello M. Measuring Geopolitical Risk. *The American Economic Review*, 2022, vol. 112, iss. 4, pp. 1194–1225. DOI: 10.1257/aer.20191823 EDN: LHUUQL

7. Choi S.-Y. Sectoral responses to economic policy uncertainty and geopolitical risk in the US stock market. *Journal of Multinational Financial Management*, 2024, vol. 76, art. 100874. DOI: 10.1016/j.mulfin.2024.100874 EDN: LIFOLT
8. Kumar P., Yerramilli V. Firm Size, Capital Investment, and Debt Financing over Industry Business Cycles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2025, vol. 60, no. 1, pp. 524–550. DOI: 10.1017/S0022109023001321
9. Zhou Zh., Wu D., Su Zh. et al. Exploring the investment value of retail sales growth: Evidence from the China Retailer Alliance. *Finance Research Letters*, 2024, vol. 63, art. 105364. DOI: 10.1016/j.frl.2024.105364 EDN: BNJHXG
10. Strong J.S. The distribution of retail gross margin: Analysis and implications. *The International Review of Retail, Distribution and Consumer Research*, 2024, vol. 34, iss. 5, pp. 531–550. DOI: 10.1080/09593969.2024.2309363
11. Zhang J. Science and technology innovation attributes, corporate performance and IPO premium. *Finance Research Letters*, 2025, vol. 85, art. 108307. DOI: 10.1016/j.frl.2025.108307 EDN: MQBKSM
12. Kang So.-Ye., Liu M., Ballreich J. et al. Biopharmaceutical pipeline funded by venture capital firms, 2014 to 2024. *Health Affairs Scholar*, 2024, vol. 2, no. 10. DOI: 10.1093/haschl/qxae124 EDN: OHHLHH
13. Boulton T.J., Smart S.B., Zutter C.J. Earnings Quality and International IPO Underpricing. *The Accounting Review*, 2011, vol. 86, no. 2. DOI: 10.2308/accr.00000018
14. Ibbotson R.G., Sindelar J.L., Ritter J.R. The Market's Problems with the Pricing of Initial Public Offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1994, vol. 7, iss. 1, pp. 66–74. DOI: 10.1111/j.1745-6622.1994.tb00395.x
15. Fama E.F., French K.R. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 2004, vol. 18, no. 3, pp. 25–46. DOI: 10.1257/0895330042162430
16. Ritter J.R. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 1991, vol. 46, iss. 1, pp. 3–27. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x
17. Carter R.B., Dark F.H., Singh A.K. Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks. *The Journal of Finance*, 1998, vol. 53, iss. 1, pp. 285–311. DOI: 10.1111/0022-1082.104624
18. West R.M. Best Practice in Statistics: The Use of Log Transformation. *Annals of Clinical Biochemistry*, 2022, vol. 59, no. 3, pp. 162–165. DOI: 10.1177/00045632211050531 EDN: GSQOFH
19. Saif-Alyousfi A.Y.H., Alsadan A., Alalmaee H. Profitability and Capital Intensity: Moderating Role of Debt Financing. *Economies*, 2025, vol. 13, no. 11, art. 324. DOI: 10.3390/economies13110324 EDN: YTTUEO

20. Canofari P., Cucculelli M., Piergallini A. et al. Tightening monetary policy and investment dynamics in the European Monetary Union: Firm- and country-level heterogeneity. *Journal of Corporate Finance*, 2025, vol. 94, iss. C. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2025.102853 EDN: FTCVYH
21. Saharti M. R&D and Innovation and Its Impact on Firm Performance and Market Value: Panel Evidence from G7 Economies. *Economies*, 2025, vol. 13, no. 9, art. 254. DOI: 10.3390/economies13090254
22. Karyono A.V., Limijaya A., Hutagaol-Martowidjojo Y. Long-Term Effect of IPO Underpricing on Aftermarket Liquidity. *E3S Web of Conferences*, 2023, vol. 426. DOI: 10.1051/e3sconf/202342602097 EDN: CXHXPB
23. Rathnayake D.N., Zhang Zh., Yang B. et al. The aftermarket performance of initial public offerings: New evidence from an emerging market. *PLOS ONE*, 2022, vol. 17, no. 8, e0272092. DOI: 10.1371/journal.pone.0272092 EDN: VFPCAC
24. Yung C., Çolak G., Wang W. Cycles in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 89, iss. 1, pp. 192–208. DOI: 10.1016/j.jfineco.2007.06.007
25. Li R., Liu W., Liu Y., Tsai S.-B. IPO Underpricing After the 2008 Financial Crisis: A Study of the Chinese Stock Markets. *Sustainability*, 2018, vol. 10, no. 8, pp. 28–44. DOI: 10.3390/su10082844

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

INDUSTRY-SPECIFIC DETERMINANTS OF THE EFFECTIVENESS OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS (IPOS) IN THE RUSSIAN MARKET AMID GEOPOLITICAL UNCERTAINTY AND STRUCTURAL TRANSFORMATION

DOI: <https://doi.org/10.24891/jfsipn>

EDN: <https://elibrary.ru/jfsipn>

Konstantin M. NIKITIN

Moscow University for Industry and Finance "Synergy" (Synergy University),

Moscow, Russian Federation

e-mail: konstantin.nikitin1@yandex.ru

ORCID: not available

Article history:

Article No. 488/2026

Received 8 May 2026

Accepted 24 Jun 2026

Available online

30 Sept 2026

JEL Classification:

C30, G10, G14, G15,

G24

Keywords: IPO, post-IPO return, industry-specific factors, Russian capital market, economic cycles

Abstract

Subject. This article addresses industry-specific determinants of the effectiveness of initial public offerings of Russian issuers amid geopolitical uncertainty and structural transformation of the economy.

Objectives. The article aims to identify the impact of industry affiliation, economic cycles and industry-specific indicators on the stock returns of Russian companies a year after an IPO.

Methods. For the study, I used a systems approach, and statistical and regression analyses. The empirical sample includes IPOs of Russian issuers conducted on domestic and international stock exchanges in 2000–2024.

Results. Industry affiliation remains statistically significant after controlling for deal parameters, macroeconomic conditions and economic cycles. The first industry-specific factor, reflecting the primary investment signal within a sector, is statistically significant. The analysis also reveals a negative impact of small issuer capitalization and the 2008–2009 crisis period on one-year post-IPO stock returns. Additional sectoral analysis shows that debt sustainability is an important factor for industry and the real sector.

Conclusions and Relevance. The effectiveness of IPOs in the Russian market is determined not only by universal placement parameters, but also by industry affiliation. Industry affects post-IPO returns both through sector affiliation and through an issuer's relative position within its industry based on key industry-specific characteristics. The results may be useful to investors, issuers and analysts assessing IPO attractiveness and developing an industry-based approach to new offerings in the Russian capital market.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2026

Please cite this article as: Nikitin K.M. Industry-specific determinants of the effectiveness of initial public offerings (IPOS) in the Russian market amid geopolitical uncertainty and structural transformation. *Digest Finance*, 2026, iss. 3, pp. 82–102. DOI: 10.24891/jfsipn EDN: JFSIPN

References

1. Ul'yanitskaya A.I. [IPO as a capital attraction factor and increasing business value (analysis, efficiency, evaluation influence on the value of the company)]. *Mezhdunarodnyi nauchnyi zhurnal "Vestnik nauki"*, 2021, vol. 1, no. 12, pp. 66–74. (In Russ.) EDN: YKPPON
2. Baker S.R., Bloom N., Davis S.J. Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, vol. 131, iss. 4, pp. 1593–1636. DOI: 10.1093/qje/qjw024
3. Bloom N., Bond S., Van Reenen J. Uncertainty and Investment Dynamics. *The Review of Economic Studies*, 2007, vol. 74, iss. 2, pp. 391–415. DOI: 10.1111/j.1467-937X.2007.00426.x
4. Khobotova S.N., Slotina N.V. [Initial public offering (IPO) as a way to attract investment in conditions of macroeconomic instability]. *Vestnik Omskogo universiteta. Seriya: Ekonomika*, 2022, vol. 20, no. 4, pp. 36–47. (In Russ.) DOI: 10.24147/1812-3988.2022.20(4).36-47 EDN: NUHRLU
5. Mukhin D.A. [The modern Russian IPO market: Specifics and reasons for its development]. *Ekonomika, predprinimatel'stvo i pravo*, 2024, vol. 14, no. 6, pp. 3263–3274. (In Russ.) DOI: 10.18334/epp.14.6.120973 EDN: ERGLOO
6. Caldara D., Iacoviello M. Measuring Geopolitical Risk. *The American Economic Review*, 2022, vol. 112, iss. 4, pp. 1194–1225. DOI: 10.1257/aer.20191823 EDN: LHUUQL
7. Choi S.-Y. Sectoral responses to economic policy uncertainty and geopolitical risk in the US stock market. *Journal of Multinational Financial Management*, 2024, vol. 76, art. 100874. DOI: 10.1016/j.mulfin.2024.100874 EDN: LIFOLT
8. Kumar P., Yerramilli V. Firm Size, Capital Investment, and Debt Financing over Industry Business Cycles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2025, vol. 60, no. 1, pp. 524–550. DOI: 10.1017/S0022109023001321
9. Zhou Zh., Wu D., Su Zh. et al. Exploring the investment value of retail sales growth: Evidence from the China Retailer Alliance. *Finance Research Letters*, 2024, vol. 63, art. 105364. DOI: 10.1016/j.frl.2024.105364 EDN: BNJHXC
10. Strong J.S. The distribution of retail gross margin: Analysis and implications. *The International Review of Retail, Distribution and Consumer Research*, 2024, vol. 34, iss. 5, pp. 531–550. DOI: 10.1080/09593969.2024.2309363
11. Zhang J. Science and technology innovation attributes, corporate performance and IPO premium. *Finance Research Letters*, 2025, vol. 85, art. 108307. DOI: 10.1016/j.frl.2025.108307 EDN: MQBKSM

12. Kang So.-Ye., Liu M., Ballreich J. et al. Biopharmaceutical pipeline funded by venture capital firms, 2014 to 2024. *Health Affairs Scholar*, 2024, vol. 2, no. 10. DOI: 10.1093/haschl/qxae124 EDN: OHHLHH
13. Boulton T.J., Smart S.B., Zutter C.J. Earnings Quality and International IPO Underpricing. *The Accounting Review*, 2011, vol. 86, no. 2. DOI: 10.2308/accr.00000018
14. Ibbotson R.G., Sindelar J.L., Ritter J.R. The Market's Problems with the Pricing of Initial Public Offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1994, vol. 7, no. 1, pp. 66–74. DOI: 10.1111/j.1745-6622.1994.tb00395.x
15. Fama E.F., French K.R. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 2004, vol. 18, no. 3, pp. 25–46. DOI: 10.1257/0895330042162430
16. Ritter J.R. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 1991, vol. 46, iss. 1, pp. 3–27. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x
17. Carter R.B., Dark F.H., Singh A.K. Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks. *The Journal of Finance*, 1998, vol. 53, iss. 1, pp. 285–311. DOI: 10.1111/0022-1082.104624
18. West R.M. Best Practice in Statistics: The Use of Log Transformation. *Annals of Clinical Biochemistry*, 2022, vol. 59, no. 3, pp. 162–165. DOI: 10.1177/00045632211050531 EDN: GSQOFH
19. Saif-Alyousfi A.Y.H., Alsadan A., Alalmaee H. Profitability and Capital Intensity: Moderating Role of Debt Financing. *Economies*, 2025, vol. 13, no. 11, art. 324. DOI: 10.3390/economies13110324 EDN: YTTUEO
20. Canofari P., Cucculelli M., Piergallini A. et al. Tightening monetary policy and investment dynamics in the European Monetary Union: Firm- and country-level heterogeneity. *Journal of Corporate Finance*, 2025, vol. 94, iss. C. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2025.102853 EDN: FTCVYH
21. Saharti M. R&D and Innovation and Its Impact on Firm Performance and Market Value: Panel Evidence from G7 Economies. *Economies*, 2025, vol. 13, no. 9, art. 254. DOI: 10.3390/economies13090254
22. Karyono A.V., Limijaya A., Hutagaol-Martowidjojo Y. Long-Term Effect of IPO Underpricing on Aftermarket Liquidity. *E3S Web of Conferences*, 2023, vol. 426. DOI: 10.1051/e3sconf/202342602097 EDN: CXHXPB
23. Rathnayake D.N., Zhang Zh., Yang B. et al. The aftermarket performance of initial public offerings: New evidence from an emerging market. *PLOS ONE*, 2022, vol. 17, no. 8, e0272092. DOI: 10.1371/journal.pone.0272092 EDN: VFCPAC
24. Yung C., Çolak G., Wang W. Cycles in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 89, iss. 1, pp. 192–208. DOI: 10.1016/j.jfineco.2007.06.007

25. Li R., Liu W., Liu Y., Tsai S.-B. IPO Underpricing After the 2008 Financial Crisis: A Study of the Chinese Stock Markets. *Sustainability*, 2018, vol. 10, no. 8, pp. 28–44. DOI: 10.3390/su10082844

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.