

В диссертационный совет Финансового университета
Д 505.001.101 по защите диссертации на соискание
ученой степени кандидата наук, ученой степени
доктора наук

ОТЗЫВ

**на автореферат диссертации
Тонояна Рубика Гариковича
«Формирование стоимости компаний
при публичном привлечении акционерного капитала
в условиях трансформации экономики»,
представленной на соискание ученой степени
кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы**

Актуальность исследования Тонояна Р.Г. в современных условиях не вызывает сомнений и обусловлена совокупностью множества факторов, в числе которых хотелось бы отметить:

- высокая значимость долевого финансирования в условиях недостатка долгосрочного капитала, а также особый вклад в формирование таких ресурсов со стороны рынка акционерного капитала;
- отсутствие доступа к зарубежным рынкам капитала и фактическая изоляция отечественного финансового рынка от глобального;
- внимание со стороны Правительства Российской Федерации, Банка России и Президента Российской Федерации, который поручил создать дополнительные возможности для публичного привлечения акционерного капитала российскими компаниями на внутри страны;
- необходимость акционерного финансирования для реализации стратегии развития и импортозамещения в отдельных секторах экономики России в условиях санкционного давления.

Краеугольным вопросом в рамках адаптации инструментов публичного привлечения акционерного капитала к существенным изменениям на российском рынке является вопрос формирования стоимости потенциальных эмитентов, на котором фокусируется соискатель в своем исследовании.

Сформулированные цель и задачи работы выдержаны в единой логической парадигме, что обеспечивает последовательное и доказательное изложение материалов. Исследование отражает широту научного кругозора автора, способность к анализу больших массивов данных и, что особенно ценно,

способность к конструктивной критике устоявшихся процессов в рамках формирования стоимости компаний при публичных размещениях акций для выстраивания собственной исследовательской позиции, которая имеет не только теоретическое, но и практическое значение.

Среди теоретических положений новизны исследования обращают на себя внимание выявленные автором факторы влияния на формирование стоимости потенциальных эмитентов в рамках публичных размещений акций в условиях трансформации российской экономики. Хотелось бы отдельно выделить важность следующих факторов: рост уровня рисков на рынке акционерного капитала, локализацию рынка капитала и изменение ландшафта инвесторов на нем, снижение потенциала достижения сопоставимого с публичными аналогами уровня ликвидности акций, а также исключительные изменения в макроэкономической конъюнктуре страны.

Особое влияние данных факторов на формирование стоимости компаний является следствием существенных изменений в экономике после 2022 г. Понимание и использование таких факторов потенциальными российскими эмитентами акций позволит более обоснованно и взвешенно подходить к выстраиванию собственной позиции в отношении оценки стоимости при взаимодействии с инвесторами.

Основной научный вклад исследования заключается в разработке рекомендаций по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала посредством использования инструментов IPO и DPO. Выдвинутые рекомендации основываются на анализе первичных публичных размещений акций российских компаний до и после 2022 г., опросах институциональных инвесторов, а также исследовании независимых аналитических отчетов инвестиционных банков. Применение потенциальными отечественными эмитентами предложенных автором рекомендаций позволит им достигать оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости при проведении сделок.

Ядром выдвинутых рекомендаций является исследование влияния институциональных инвесторов на оценку стоимости компаний при публичных размещениях акций. Автором доказана взаимосвязь между полноценным участием инвестиционных фондов и достижением корректного формирования

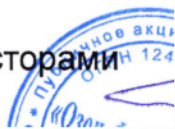
стоимости эмитентов на сделках. Таким образом, фонды являются ключевой стороной в рамках оценки стоимости компаний, участие которых является обязательным, при этом розничные инвесторы, несмотря на доминирующее положение в размере спроса на публичных размещениях, не могут стать компетентной заменой институциональных игроков рынка капитала.

Проведенное исследование демонстрирует комплексный и глубокий анализ актуальной проблемы, имеющей несомненную теоретическую ценность и практическую значимость. Полученные соискателем выводы определенно характеризуются научной новизной, а их практическая эффективность может быть реализована российскими эмитентами и их консультантами в процессе подготовки к публичным размещениям акций.

Перспективным направлением для последующего развития работы является исследование якорных институциональных инвесторов на российском рынке акционерного капитала, их полного раскрытия в момент публичного объявления о сделке и соответствующего влияния на результаты алгоритма формирования стоимости компаний.

Изучение автореферата диссертации и предложенных научно-практических рекомендаций соискателя позволяют сделать вывод о том, что Тоноян Р.Г. заслуживает присуждения ему ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы.

Директор по связям с инвесторами
ПАО «Озон Фармацевтика»



Коваленко Дмитрий Витальевич

08 октября 2025 г.

ПАО «Озон Фармацевтика»,
445351, г. Жигулевск, Самарская область, ул. Гидростроителей, д. 6
телефон: +7 (84862) 2-90-00
e-mail: dkovalenko@ozonpharm.ru

ИИ,
ТОВ