

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

на правах рукописи

Тоноян Рубик Гаринович

ФОРМИРОВАНИЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ ПРИ ПУБЛИЧНОМ ПРИВЛЕЧЕНИИ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА В УСЛОВИЯХ ТРАНСФОРМАЦИИ ЭКОНОМИКИ

5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Федотова Марина Алексеевна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2025

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 12 ноября 2025 г. в 11:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп. 1, аудитория 1001.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Каменева Е.А., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Лосева О.В., д.э.н., доцент;
ученый секретарь – Древинг С.Р., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:
Косорукова И.В., д.э.н., профессор;
Львова Н.А., д.э.н., доцент;
Стерник С.Г., д.э.н., профессор;
Федотова М.А., д.э.н., профессор;
Хотинская Г.И., д.э.н., профессор;
Чараева М.В., д.э.н., доцент;
Черникова Л.И., д.э.н., профессор;
Якупова Н.М., д.э.н., профессор.

Автореферат диссертации разослан 12 сентября 2025 г.

Ученый секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.101

С.Р. Древинг

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. С начала 2022 г. российская экономика развивается в условиях структурных изменений и существенных внешних ограничений, а значительные долгосрочные финансовые ресурсы, которые необходимы отечественным компаниям для освоения новых отраслей и приспособления к трансформации экономики, теперь могут быть обеспечены в основном за счет внутренних источников. Особый вклад в формирование таких ресурсов лежит на российском рынке акционерного капитала, который является ключевым источником для долгосрочного привлечения средств через использование локальными компаниями соответствующих основных инструментов публичного акционерного финансирования: IPO, DPO, SPAC и Spin-off.

В настоящий момент в России размер привлекаемого финансирования на рынках капитала существенно уступает размеру кредитования бизнеса. При этом высокая значимость долевого финансирования, особенно важного в условиях недостатка долгосрочных средств, фактического отсутствия зарубежных инвестиций и структурной адаптации экономики, отмечена Президентом Российской Федерации, поручившим создать дополнительные возможности для публичного привлечения акционерного капитала внутри страны.

В связи с этим соответствующие усилия Банка России и Правительства Российской Федерации направлены на развитие инструментов публичного привлечения акционерного капитала, создание новых стимулов для их использования, а также повышение их доступности для отечественных компаний. Адаптация таких инструментов к существенным переменам в экономике является первостепенной задачей, решение которой позволит эмитентам беспрепятственно и эффективно их использовать.

При этом особую актуальность приобретает развитие теории и практики алгоритма формирования стоимости компаний как ключевого элемента инструментов публичного привлечения акционерного капитала, который более всего подвержен влиянию трансформационных процессов в экономике. Таким образом, исследование функционирования алгоритма формирования стоимости компаний для его совершенствования в текущих условиях является ключевым направлением работ как для успешного проведения последующих сделок на внутреннем рынке, так и роста их количества, что позволит достичь плановых показателей реализации стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 г. в части числа размещений акций и роста капитализации фондового рынка до 60% от ВВП страны.

Степень разработанности темы исследования. В настоящий момент

в российской научной среде отсутствуют работы, непосредственно посвященные исследованию алгоритма формирования стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала. При этом необходимо выделить исследования, которые посвящены отдельным вопросам теории и практики оценки стоимости бизнеса и инструментов публичного привлечения акционерного капитала, имеющие важное значение при изучении алгоритма формирования стоимости компаний и подготовленные следующими авторами: Н.И. Берзон, С.В. Брюховецкая, В.И. Бусов, П.Г. Гулькин, О.А. Землянский, И.В. Ивашковская, И.Ю. Ковригин, Ю.В. Козырь, И.В. Косорукова, О.Д. Ксенофонтова, А.В. Лукашов, А.В. Мальков, Я.М. Миркин, А.Е. Могин, И.А. Никонова, Т.А. Теребынькина, Д.В. Тихомиров, Федотова М.А., Н.В. Цехомский.

Среди зарубежных научных работ можно выделить ряд трудов, посвященных как изучению функционирования алгоритма формирования стоимости компаний при публичных размещениях акций на развитых и развивающихся рынках, так и отдельным вопросам оценки стоимости бизнеса и инструментов публичного привлечения акционерного капитала. Такими иностранными авторами являются: S. Ashe, E. Avgouleas, P. Baron, M.H. Bazerman, R. Beatty, L. Benveniste, R. Brealey, J. Chemmanur, A. Cheung, B. Cohen, H.M.J. Colaco, F. Cornelli, N. Crain, A. Damodaran, A. De Cesari, P. De Luca, M.F. Dicle, B.T. Didier, A. Eberhart, P. Espinasse, D.N. Feldman, L.C. Field, D. Goldreich, J. Grundfest, S.P. Hedge, H. Hekmat, B.J. Horton, G. Hu, J. Huang, T. Jenkinson, H. Jones, M. Kim, M. Klausner, J. Laws, J. Levendis, R.E. Levine, C.L. Lipke, T. Loughran, M. Lowry, R.L. Montanes, S. Myers, B.J. Nickerson, M. Ohlrogge, R. Parrino, M.L. Passador, A. Rahmani, J. Ritter, K. Rock, G. Rodgers, P. Roosenboom, J.M. Rosenberg, G. Ross, S.A. Ross, E. Ruan, S.L. Schmukler, P. Spindt, R. Srinivasan, C. Stewart, S. Tinic, J. Williams, H. Yazdifar.

Несмотря на высокую научно-практическую ценность представленных зарубежных научных трудов, применение их результатов на российском рынке акционерного капитала в условиях трансформации экономики является ограниченным, что стало предпосылкой выбора цели и задач исследования.

Цель исследования состоит в обосновании и совершенствовании алгоритма формирования стоимости российских компаний при использовании приоритетных в условиях трансформации экономики инструментов публичного привлечения акционерного капитала на внутреннем рынке.

Для достижения цели исследования поставлены и решены следующие **задачи**:

1) выявить факторы, оказывающие наибольшее влияние на формирование стоимости компаний при использовании инструментов публичного привлечения

акционерного капитала в условиях трансформации российской экономики;

2) предложить классификацию инвесторов на современном российском рынке акционерного капитала, имеющих наибольшее значение в рамках формирования стоимости компаний при проведении публичных размещений акций;

3) построить матрицу индивидуальных характеристик инструментов публичного привлечения акционерного капитала с учетом их применимости эмитентами в условиях трансформации российской экономики;

4) разработать научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках инструмента IPO в условиях трансформации экономики;

5) разработать научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках инструмента DPO в условиях трансформации экономики.

Объектом исследования является стоимость компаний при публичном привлечении акционерного капитала.

Предметом исследования являются финансово-экономические отношения, которые возникают при формировании стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала в условиях трансформации российской экономики.

Область исследования диссертации соответствует п. 16. «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Научная новизна исследования заключается в выявлении факторов, определяющих процесс формирования стоимости эмитентов, и предложенной классификации российских инвесторов, участвующих в определении стоимости, на основании которых разработаны научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний при использовании приоритетных инструментов привлечения акционерного капитала в условиях трансформации экономики.

Теоретическая значимость работы состоит в развитии теории оценки стоимости бизнеса и корпоративных финансов в части формирования стоимости компаний в рамках публичного привлечения акционерного капитала за счет выявления факторов, в наибольшей степени оказывающих влияние на формирование стоимости компаний при публичном размещении акций в условиях трансформации российской экономики, а также разработке классификации инвесторов на российском рынке акционерного капитала, позволяющей устанавливать ключевые группы инвесторов, участие которых имеет

наибольшее значение для формирования стоимости компаний при реализации публичных размещений акций.

Практическая значимость работы заключается в возможности:

- использования предложенной матрицы индивидуальных характеристик инструментов публичного привлечения акционерного капитала для определения их применимости компаниями в условиях трансформации российской экономики;
- применения разработанных научно-практических рекомендаций для достижения оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компаний в рамках проведения IPO в условиях трансформации российской экономики;
- применения разработанных научно-практических рекомендаций для достижения оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компаний в рамках проведения DPO в условиях трансформации российской экономики.

Полученные результаты исследования в первую очередь могут быть использованы потенциальными российскими эмитентами акций, которые планируют публичное привлечение акционерного капитала на внутреннем рынке с использованием инструментов IPO или DPO, а также инвестиционными банками, которые оказывают консультационные услуги таким эмитентам, в частности научно-практические рекомендации используются в практической работе Управления рынков капитала ПАО «Сбербанк России» при реализации IPO российских компаний.

Результаты исследования могут использоваться представителями научного сообщества в области оценки стоимости бизнеса и корпоративных финансов, в том числе в учебном процессе, профессиональными и непрофессиональными участниками российского рынка акционерного капитала, включая инвесторов, Банком России и локальными фондовыми биржами.

Методология и методы исследования. В рамках формирования методологической базы исследования использованы ключевые концепции теории оценки стоимости бизнеса и корпоративных финансов, при этом важное значение имели результаты исследований теории и практики алгоритма формирования стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала, а также отдельных вопросов оценки стоимости и инструментов размещения акций как российских, так и зарубежных авторов.

В работе применен комплекс общенаучных и эмпирических методов исследования, в том числе систематизация и классификация, группировка и сравнительный анализ, аналогия и абстрагирование, финансовый и графический анализ (включая анализ взаимосвязи показателей), логический анализ и экспертная оценка, а также методы

оценки стоимости бизнеса в рамках доходного и сравнительного подходов. В рамках исследования применялся метод анализа конкретных ситуаций для подтверждения применимости научно-практических рекомендаций в рамках современных прецедентов IPO и DPO в России.

Программный комплекс, состоящий из пакета программ MS Office и перечня перечисленных информационно-аналитических ресурсов, использован для получения и обработки данных, проведения расчетов и графической визуализации результатов.

Информационная база исследования сформирована на основе исследований российских и зарубежных авторов, посвященных изучению алгоритма формирования стоимости компаний при размещениях акций, вопросам оценки стоимости бизнеса и инструментов публичного привлечения акционерного капитала, а также соответствующих нормативных правовых актов Российской Федерации в данной области. В работе использованы аналитические отчеты брокеров, финансовая информация, годовые отчеты, материалы для инвесторов, проспекты ценных бумаг, публичные раскрытия и прочие материалы по российским публичным эмитентам акций.

В частности, в исследовании используются данные таких ресурсов, как Cbonds (включая Cbonds Research Hub), Dealogic, InvestFunds (включая InvestFunds API), Preqvca, Sber CIB Investment Research, ПАО «Московская биржа», NYSE и Nasdaq, а также информационно-аналитические материалы Банка России, Комиссии по ценным бумагам и биржам США, ряда локальных СМИ (Коммерсантъ, Ведомости, РБК, Интерфакс) и других российских и зарубежных инвестиционных банков и консультантов.

В рамках исследования в качестве базы для анализа использована информация о российском и международном опыте реализации инструментов IPO и DPO, в том числе существенный массив информации о публичных размещениях акций на российском рынке акционерного капитала, который можно разделить на две группы: данные о сделках отечественных компаний с 2010 г. по 2022 г. (47 публичных размещений акций, включая 46 IPO и 1 DPO) и данные о сделках эмитентов в 2022-2024 гг. после трансформации российской экономики (32 публичных размещения акций, включая 22 IPO и 2 DPO). Ключевой для разработки научно-практических рекомендаций является выборка из 13 IPO с 2022 г. по апрель 2024 г. (сделки размером не менее 300 млн руб.), составляющая подавляющее большинство публичных размещений акций в период постепенного восстановления локального рынка акционерного капитала, а также 3 DPO с 2021 г. по 2023 г., которые являются единственными прецедентами реализации прямого листинга в России, что обеспечило предельно возможную обоснованность полученных результатов в условиях существенной ограниченности данных.

Положения, выносимые на защиту:

1) выявлены и охарактеризованы факторы, в наибольшей степени оказывающие влияние на формирование стоимости компаний в рамках публичных размещений акций в условиях трансформации российской экономики: а) нарастающее геополитическое давление и изменения в макроэкономической конъюнктуре; б) значительный рост уровня рисков на рынке акционерного капитала; в) локализация рынка капитала и новая специфика ландшафта инвесторов; г) ограничение инфраструктуры и расчетов на рынке капитала; д) появление у участников рынка капитала исключительных инвестиционных альтернатив; е) снижение потенциала достижения сопоставимого с аналогами уровня ликвидности акций, а также ж) ухудшение корпоративного управления и раскрытия информации эмитентами, – отличные от существующих фрагментарных оценок отдельных факторов, а также способствующие комплексной и более точной оценке акционерного капитала компаний (С. 41-60);

2) предложена авторская классификация инвесторов на российском рынке акционерного капитала при формировании стоимости компаний, учитывающая размер активов под управлением инвесторов, стратегии инвестирования, опыт участия в сделках, уровень компетенций для проведения комплексного анализа инвестиционной возможности, предоставление обратной связи и индикаций по спросу, а также чувствительность инвесторов к оценке стоимости эмитента. Классификация позволяет осуществлять приоритизацию инвесторов для формирования стоимости компаний в рамках публичных размещений акций в условиях локализации рынка (С. 67-74);

3) разработана матрица индивидуальных характеристик инструментов публичного привлечения акционерного капитала, которая, в отличие от существующих, отражает применимость инструментов российскими компаниями в условиях трансформации экономики. Матрица позволила выявить из четырех ключевых инструментов наиболее приоритетные для российских эмитентов – IPO и DPO, которые целесообразно развивать и приспособливать к существующим изменениям на локальном рынке капитала в рамках формирования стоимости компаний (С. 89-92);

4) разработаны научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках IPO, которые заключаются: а) в выстраивании алгоритма формирования стоимости с обязательным участием институциональных инвесторов, где особую важность представляет вовлечение инвесторов первой категории по авторской классификации, в то время как участие розничных инвесторов, несмотря на их доминирующее положение в структуре спроса

и торгов, не допускается; б) в расчете показателя IPO-дисконта с использованием мультипликаторов компаний-аналогов, в то время как использование IPO-дисконта к оценкам независимыми аналитиками должно быть ограничено верифицирующей и вспомогательной функциями; в) в установлении узкого диапазона стоимости компании или фиксированного значения ее стоимости на этапе сбора книги заявок, а также ориентации на концентрацию спроса со стороны институциональных инвесторов при установлении окончательной стоимости компании в рамках сделки. Данные рекомендации позволят достичь оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости при использовании российскими компаниями инструмента IPO (С. 129-162);

5) разработаны научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках DPO, которые заключаются: а) в раскрытии и формировании референтной стоимости компаний с участием институциональных инвесторов, в особенности с инвесторами первой категории по авторской классификации; б) в определении референтного диапазона стоимости и предельных значений отклонения от него при утверждении сделки, установлении требования по раскрытию целей привлечения капитала в зависимости от уровня стоимости, включении процедуры согласования сделки с эмитентом в случае отклонений от референтного диапазона стоимости при проведении DPO с дополнительной эмиссией акций; в) во введении гибридного процесса взаимодействия с институциональными инвесторами с элементами IPO, направленного на формирование референтной стоимости компании. Данные рекомендации позволят нивелировать существующую диспропорцию в структуре инвесторов на текущем рынке капитала и достичь корректных результатов функционирования алгоритма формирования стоимости компаний при использовании российскими эмитентами инструмента DPO (С. 167-188).

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность выдвинутых в работе теоретических положений и научно-практических рекомендаций обеспечивается корректностью использования актуальных методов исследования, существующих нормативно-правовых актов Российской Федерации в области исследования, а также согласованностью с представленными научными результатами в области алгоритма формирования стоимости компаний при публичном размещении акций, инструментов публичного привлечения акционерного капитала и отдельных вопросов оценки стоимости бизнеса.

Основные результаты исследования опубликованы и апробированы в установленном порядке, обсуждались и получили одобрение на научных конференциях:

на XI Международном научном конгрессе «Новый смысл развития предпринимательства: модель опережения, технологии, кадры» (Москва, Финансовый университет, 19-20 мая 2023 г.); на I Международной научно-практической конференции «Логистика и маркетинг: современные вызовы и тенденции в эпоху информационных технологий» (Москва, Финансовый университет, 25 января 2024 г.); на VI Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, Финансовый университет, 26 сентября 2024 г.); на XXIII Межвузовской студенческой научно-практической конференции «Lectio IBI – 2025» (Санкт-Петербург, Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, 22 мая 2025 г.).

Материалы диссертации используются в практической деятельности Управления рынков капитала ПАО «Сбербанк России», в частности используются разработанные в диссертации научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний при применении инструментов публичного привлечения акционерного капитала в части адаптации его отдельных элементов в условиях трансформации экономики после 2022 г. Предложенные в исследовании научно-практические рекомендации применяются при оказании консультационных услуг потенциальным российским эмитентам акций, находящимся в процессе подготовки сделок с использованием инструмента IPO, а именно в рамках процесса определения стоимости компаний, включая взаимодействие с инвесторами, установление дисконта к рыночной стоимости эмитента и окончательного диапазона его стоимости на публичном размещении акций. Выдвинутые рекомендации позволяют достигать оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости в рамках проводимых сделок, что приводит к получению более корректных результатов оценки компаний. Выводы и основные положения диссертации используются в практической работе банка и способствуют успешному проведению IPO на российском рынке акционерного капитала.

Материалы диссертации используются Кафедрой корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса Финансового университета в преподавании учебных дисциплин «Корпоративные финансы (продвинутый уровень)» и «Современные технологии оценки стоимости бизнеса» для студентов, обучающихся по направлению подготовки 38.04.01 «Экономика», направленность программы магистратуры «Оценка бизнеса и корпоративные финансы».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения и результаты исследования отражены в 5 научных работах общим объемом 4,00 п.л. (авторский объем 3,75 п.л.), опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации обусловлены поставленной целью и задачами, а также логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 138 наименований, 14 приложений. Текст диссертации изложен на 249 страницах, содержит 30 таблиц и 30 рисунков.

II Основное содержание работы

В соответствии с целью и задачами исследования получены и обоснованы следующие научные результаты:

Выявлены и охарактеризованы факторы, в наибольшей степени оказывающие влияние на формирование стоимости компаний в рамках публичных размещений акций в условиях трансформации российской экономики: а) нарастающее геополитическое давление и изменения в макроэкономической конъюнктуре; б) значительный рост уровня рисков на рынке акционерного капитала; в) локализация рынка капитала и новая специфика ландшафта инвесторов; г) ограничение инфраструктуры и расчетов на рынке капитала; д) появление у участников рынка капитала исключительных инвестиционных альтернатив; е) снижение потенциала достижения сопоставимого с аналогами уровня ликвидности акций, а также ж) ухудшение корпоративного управления и раскрытия информации эмитентами, – отличные от существующих фрагментарных оценок отдельных факторов, а также способствующие комплексной и более точной оценке акционерного капитала компаний.

Трансформация российской экономики после 2022 г. оказала существенное влияние на формирование стоимости компаний в рамках публичного привлечения акционерного капитала. Исследование факторов, влияющих на формирование стоимости при размещении акций в текущих условиях, способствует появлению корректных ожиданий по оценке у эмитентов и инвесторов, а также выстраиванию эффективной стратегии максимизации стоимости компаний на сделках.

Особое влияние выявленных факторов на стоимость компаний является следствием свойств отечественной экономики в условиях трансформации, тогда как в стандартных условиях российского рынка капитала они оказывали либо менее значительное воздействие, либо воздействие отличного направления, либо вовсе

отсутствовали. Выявленные факторы, перечисленные в таблице 1, имеют различные характеристики, включая приоритетность, период и особенности воздействия, которые раскрывают их особенности, при этом важно отметить, что данные факторы взаимосвязаны между собой как с точки зрения фундаментальных причин возникновения, так и с точки зрения соответствующих последствий в части формирования стоимости потенциальных российских эмитентов в рамках сделок.

Таблица 1 – Факторы, оказывающие наибольшее влияние на формирование стоимости компаний в рамках публичных размещений акций в условиях трансформации российской экономики

Фактор	Характеристика выявленных факторов		
	Уровень приоритета	Период действия	Особенность воздействия
Нарастающее геополитическое давление и изменения в макроэкономической конъюнктуре	Основной фактор	Долгосрочный фактор	Переменный фактор
Значительный рост уровня рисков на рынке акционерного капитала	Основной фактор	Среднесрочный фактор	Переменный фактор
Локализация рынка капитала и новая специфика ландшафта инвесторов	Основной фактор	Долгосрочный фактор	Постоянный фактор
Ограничение инфраструктуры и расчетов на рынке капитала	Основной фактор	Среднесрочный фактор	Постоянный фактор
Появление у участников рынка капитала исключительных инвестиционных альтернатив	Второстепенный фактор	Краткосрочный фактор	Переменный фактор
Снижение потенциала достижения сопоставимого с аналогами уровня ликвидности акций	Второстепенный фактор	Долгосрочный фактор	Постоянный фактор
Ухудшение корпоративного управления и раскрытия информации	Второстепенный фактор	Среднесрочный фактор	Постоянный фактор

Источник: составлено автором.

Представленные факторы, определяющие оценку компаний в рамках алгоритма формирования стоимости при публичных размещениях акций в условиях трансформации российской экономики, отличаются от существующих фрагментарных исследований отдельных факторов. Понимание и использование данных факторов потенциальными отечественными эмитентами способствует комплексной и более точной оценке их стоимости, а также позволяет оптимально выстраивать стратегию обоснования собственной позиции в отношении оценки стоимости при финансово-экономических отношениях с инвесторами в рамках сделки.

Предложена авторская классификация инвесторов на российском рынке акционерного капитала при формировании стоимости компаний, учитывающая размер активов под управлением инвесторов, стратегии инвестирования, опыт

участия в сделках, уровень компетенций для проведения комплексного анализа инвестиционной возможности, предоставление обратной связи и индикаций по спросу, а также чувствительность инвесторов к оценке стоимости эмитента. Классификация позволяет осуществлять приоритизацию инвесторов для формирования стоимости компаний в рамках публичных размещений акций в условиях локализации рынка.

Трансформация российской экономики оказала существенное влияние на одну из ключевых сторон финансово-экономических отношений в рамках формирования стоимости компаний при публичном размещении акций – потенциальных инвесторов. Изменение ландшафта инвесторов в целом и сокращение перечня институциональных инвесторов до исключительно российских стали основанием для разработки классификации инвестиционных фондов, приведенной в таблице 2, с фокусом на формирование стоимости эмитентов при привлечении акционерного капитала.

Таблица 2 – Классификация институциональных инвесторов, участвующих в публичных размещениях акций на российском рынке акционерного капитала

Группа инвесторов	Описание соответствующей группы институциональных инвесторов
1	2
Инвесторы первой категории (Tier I)	Российские управляющие компании с наибольшими активами под управлением (паевые фонды и доверительное управление), включая средства розничных и корпоративных клиентов, пенсионные и страховые средства Следуют долгосрочным стратегиям инвестирования с опорой на фундаментальный анализ, имеют ограниченные мандаты на инвестиции с высокими требованиями к активам и к структуре потенциальной сделки (размер, сектор и прочее) Располагают собственными аналитическими командами, а также участвуют во всех этапах сделки, включая встречи с эмитентами и их анализ до публичного объявления Используют несколько методов оценки стоимости бизнеса, в том числе готовят собственные финансовые модели и взгляд на прогнозы ключевых показателей Наиболее чувствительны к оценке стоимости компаний, предоставляют предметную и комплексную обратную связь, в том числе ранние индикации по вероятности и размеру участия в публичном размещении акций
Инвесторы второй категории (Tier II)	Российские управляющие компании, а также крупные частные инвестиционные фонды, включая хедж-фонды и некоторые крупные семейные офисы, инвестирующие капитал собственных бенефициаров Следуют как долгосрочным, так и другим стратегиям инвестирования, при этом не всегда имеют ограниченные мандаты на инвестиции – больше гибкости в процессе принятия решений о вложении средств Как правило, принимают участие в различных этапах сделки и встречах с эмитентами до публичного объявления, однако имеют ограниченные аналитические команды Чаще всего ориентируются на метод рынка капитала при оценке стоимости компаний, собственные финансовые модели в большинстве случаев не готовят Чувствительны к оценке стоимости компаний, предоставляют обратную связь по итогам анализа и встреч с эмитентами, а также могут предоставлять ранние индикации по участию в публичном размещении акций
Инвесторы третьей категории (Tier III)	Небольшие российские управляющие компании и частные фонды, включая хедж-фонды, а также семейные офисы и собственные позиции финансовых институтов

Продолжение таблицы 2

1	2
Инвесторы третьей категории (Tier III)	Как правило, следуют смешанным стратегиям инвестирования, зачастую ориентируются на короткий горизонт вложений капитала, имеют наибольшую гибкость в части инвестиционной декларации Не принимают участие в непубличных этапах реализации сделки, имеют ограниченные аналитические команды Чаще всего ориентируются на метод рынка капитала при оценке, не готовят собственные финансовые модели, отдают приоритет абсолютной доходности вложений Менее чувствительны к оценке стоимости эмитентов, чаще всего принимают решение об участии основываясь на публичной информации после объявления о сделке, довольно редко предоставляют индикации по участию до запуска

Источник: составлено автором.

При этом в настоящий момент физические лица являются крупнейшей группой держателей российских акций с доминирующей позицией как в объеме торгов, так и в спросе в рамках публичных размещений акций. Такое положение розничных инвесторов вынуждает пересмотреть их потенциальное участие в формировании стоимости эмитентов, а также изменить подход к их рассмотрению в сторону нескольких различающихся групп, а не единой однородной группы, как указано в таблице 3.

Таблица 3 – Классификация розничных инвесторов, участвующих в публичных размещениях акций на российском рынке акционерного капитала

Группа инвесторов	Описание соответствующей группы розничных инвесторов
1	2
Инвесторы первой категории (Tier I)	Наиболее состоятельные розничные инвесторы с размером активов под управлением от 60-100 млн руб. (Private Banking), при этом верхняя граница не ограничена Как правило, делегируют решение об инвестициях внутреннему или внешнему консультантам, которые являются компетентными и профессиональными участниками рынка ценных бумаг с опытом и доступом к детальным аналитическим материалам Придерживаются преимущественно долгосрочных стратегий инвестиций средств, характеризуются консервативным профилем и низкой активностью в торгах ценными бумагами на вторичном рынке капитала Высокая чувствительность к оценке стоимости компаний, размер заявок сопоставим с заявками институциональных инвесторов, выборочный подход к сделкам
Инвесторы второй категории (Tier II)	Состоятельные розничные инвесторы с размером активов под управлением от 10-15 млн руб. и до 60-100 млн руб. Самостоятельно принимают решение об инвестициях, однако могут советоваться с персональными менеджерами или учитывать мнение инфлюенсеров, а также опираются на более предметные и подробные аналитические материалы Используют смешанные стратегии инвестиций с уклоном на долгосрочные вложения, характеризуются умеренной активностью в торгах на вторичном рынке капитала Достаточно активные участники публичных размещений акций с умеренной чувствительностью к оценке стоимости компаний, размер заявки в рамках сделки может достигать размера всего портфеля ценных бумаг
Инвесторы третьей категории (Tier III)	Массовый сегмент состоятельных розничных инвесторов с размером активов от 2-3 млн руб. и до 10-15 млн руб.

Продолжение таблицы 3

1	2
Инвесторы третьей категории (Tier III)	Самостоятельно принимают решение об инвестициях опираясь на массовые аналитические материалы и мнения инфлюенсеров, а также рекомендации менее квалифицированных инвестиционных советников массовых каналов Используют смешанные стратегии инвестиций средств, в том числе спекулятивные, а также активно торгуют на вторичном рынке капитала Частые участники публичных размещений акций с незначительной чувствительностью к оценке стоимости компаний на сделках и относительно небольшими заявками
Инвесторы четвертой категории (Tier IV)	Наиболее многочисленный сегмент розничных инвесторов с размером активом под управлением до 1-2 млн руб. Самостоятельно принимают решение об инвестициях опираясь на массовые аналитические материалы и мнение инфлюенсеров, а также определяют общее настроение на ключевых профильных инвестиционных площадках Чаще всего используют спекулятивные стратегии инвестиций средств, активнее всех категорий инвесторов торгуют на вторичном рынке капитала Частые участники публичных размещений акций с небольшими заявками, наименее чувствительны к оценке стоимости компаний на сделках с маленькими заявками

Источник: составлено автором.

Таким образом, предложенные классификации инвесторов на российском рынке акционерного капитала в условиях трансформации экономики позволяют установить ключевые группы институциональных и розничных инвесторов, участие которые имеет наибольшее значение в целях формирования стоимости компаний и получения оптимальных результатов при реализации публичных размещений акций: приоритет в привлечении инвесторов первой и второй категорий.

Разработана матрица индивидуальных характеристик инструментов публичного привлечения акционерного капитала, которая, в отличие от существующих, отражает применимость инструментов российскими компаниями в условиях трансформации экономики. Матрица позволила выявить из четырех ключевых инструментов наиболее приоритетные для российских эмитентов – IPO и DPO, которые целесообразно развивать и приспосабливать к существующим изменениям на локальном рынке капитала в рамках формирования стоимости компаний.

Для сравнительного анализа установленных четырех ключевых инструментов публичного привлечения акционерного капитала, в число которых входят IPO, DPO, SPAC (Reverse Takeover) и Spin-off, а также разработки матрицы их характеристик в условиях трансформации российской экономики, предложен набор из 21 критерия, сгруппированный в рамках шести основных направлений исследования. Результаты разработанной сравнительной матрицы инструментов публичного привлечения акционерного капитала представлены в таблице 4.

Таблица 4 – Результаты матрицы сравнения индивидуальных характеристик инструментов публичного привлечения акционерного капитала в условиях трансформации российской экономики по группам предложенных критериев

Группа критериев	Инструменты публичного привлечения акционерного капитала			
	IPO	DPO	SPAC / RT	SPIN-OFF
Формирование акций в свободном обращении – 2 критерия	Высокий уровень применимости инструмента (8,0 б.)	Достаточный уровень применимости инструмента (6,0 б.)	Умеренный уровень применимости инструмента (4,0 б.)	Низкий уровень применимости инструмента (2,0 б.)
Технические аспекты – 4 критерия	Высокий уровень применимости инструмента (13,5 б.)	Достаточный уровень применимости инструмента (10,5 б.)	Умеренный уровень применимости инструмента (8,0 б.)	Умеренный уровень применимости инструмента (8,0 б.)
Структура реализации – 8 критериев	Высокий уровень применимости инструмента (25,0 б.)	Высокий уровень применимости инструмента (25,0 б.)	Низкий уровень применимости инструмента (9,5 б.)	Достаточный уровень применимости инструмента (20,5 б.)
Взаимодействие с инвесторами – 3 критерия	Высокий уровень применимости инструмента (11,0 б.)	Умеренный уровень применимости инструмента (8,5 б.)	Низкий уровень применимости инструмента (4,5 б.)	Умеренный уровень применимости инструмента (6,0 б.)
Формирование стоимости компаний – 2 критерия	Высокий уровень применимости инструмента (8,0 б.)	Умеренный уровень применимости инструмента (6,0 б.)	Низкий уровень применимости инструмента (3,5 б.)	Низкий уровень применимости инструмента (2,5 б.)
Расходы компании на реализацию – 2 критерия	Достаточный уровень применимости инструмента (5,5 б.)	Высокий уровень применимости инструмента (7,0 б.)	Низкий уровень применимости инструмента (2,0 б.)	Достаточный уровень применимости инструмента (5,5 б.)
Сумма баллов по группам:	71,0	63,0	31,5	44,5

Источник: составлено автором.

При сравнительном анализе в рамках матрицы использована балльно-рейтинговая система оценки инструментов публичного привлечения акционерного капитала: по предложенным критериям каждому инструменту присвоена оценка от одного до четырех баллов. Разработанная матрица позволила сделать обоснованный вывод относительно целесообразности дальнейшего развития инструментов в условиях существенных изменений на российском рынке акционерного капитала, а также выявить приоритетные инструменты для использования потенциальными отечественными эмитентами акций: IPO и DPO. Данные инструменты в первую очередь необходимо адаптировать к условиям трансформации российской экономики в части их ключевого элемента – алгоритма формирования стоимости компаний.

Разработаны научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках IPO, которые

закljučаются: а) в выстраивании алгоритма формирования стоимости с обязательным участием институциональных инвесторов, где особую важность представляет вовлечение инвесторов первой категории по авторской классификации, в то время как участие розничных инвесторов, несмотря на их доминирующее положение в структуре спроса и торгов, не допускается; б) в расчете показателя IPO-дисконта с использованием мультипликаторов компаний-аналогов, в то время как использование IPO-дисконта к оценкам независимыми аналитиками должно быть ограничено верифицирующей и вспомогательной функциями; в) в установлении узкого диапазона стоимости компании или фиксированного значения ее стоимости на этапе сбора книги заявок, а также ориентации на концентрацию спроса со стороны институциональных инвесторов при установлении окончательной стоимости компании в рамках сделки. Данные рекомендации позволяют достичь оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости при использовании российскими компаниями инструмента IPO.

Локализация российского рынка акционерного капитала и существенное изменение ландшафта инвесторов в условиях трансформации экономики привели к возникновению возможности включать в качестве одной из сторон алгоритма формирования стоимости компаний при публичном размещении акций розничных инвесторов как новую движущую силу рынка, а также исключать из сторон алгоритма институциональных инвесторов ввиду значительного сокращения их числа, отсутствия ключевых иностранных фондов и снижения спроса с их стороны в рамках сделок.

Несмотря на наличие относительно высокого уровня чувствительности к оценке стоимости компаний у отдельных категорий розничных инвесторов в соответствии с предложенной авторской классификацией, результаты проведенного анализа позволили сделать вывод о невозможности консолидации мнений частных инвесторов и использования соответствующих позиций в рамках алгоритма формирования стоимости эмитентов при публичном размещении акций, независимо от преобладающего положения в структуре совокупного спроса в рамках сделок в современных условиях.

Ключевая роль институциональных инвесторов в достижении оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала подтверждается результатами анализа взаимосвязи между отобранной системой показателей, характеризующей участие инвестиционных фондов в подобных сделках, и соответствующего коэффициента раскрытия его стоимости, как представлено в формуле (1)

$$K_{pc} = \frac{18 \cdot MC}{EqV}, \quad (1)$$

где K_{pc} – коэффициент раскрытия стоимости;

MC – рыночная капитализация компании на определенный момент времени (1 день, 2 дня, 1 неделя, 1 месяц, 2 месяца) после проведения IPO;

EqV – рыночная стоимость акционерного капитала компании на момент IPO.

При оптимальном функционировании алгоритма формирования стоимости рыночная капитализация компании после сделки стремится к значению ее рыночной стоимости, сокращая размер дисконта. Для исследования отобрано 13 IPO российских эмитентов в период с 2022 г. по апрель 2024 г., когда рынок капитала восстанавливался. Отобранная система показателей, отражающая влияние институциональных инвесторов на алгоритм формирования стоимости компаний, включает в себя: 1) участие институциональных инвесторов (фондов) в сделке; 2) коэффициент переподписки сделки; 3) коэффициент аллокации фондам; 4) количество фондов в сделке; 5) количество фондов первой и второй категорий в сделке; 6) количество фондов первой категории в сделке; 7) покрытие книги заявок фондами до сделки; 8) размер сделки; 9) размер эмитента; 10) дисконт (премия) к рыночной стоимости акционерного капитала компании; 11) дисконт (премия) с учетом мультипликаторов компаний-аналогов; 12) коэффициент оценки в рамках сделки по методу рынка капитала.

Результаты анализа позволили сделать вывод о наличии взаимосвязи между полноценным участием институциональных инвесторов и достижением оптимального функционирования алгоритма формирования стоимости компаний в рамках сделки в условиях трансформации российской экономики, что подтверждает необходимость выстраивания такого алгоритма с обязательным участием инвестиционных фондов, при этом особую важность представляет вовлечение фондов первой категории по авторской классификации. Следование потенциальными отечественными эмитентами данной рекомендации не только приведет к корректному формированию стоимости на сделке, но и позволит добиться положительной динамики котировок акций на вторичном рынке капитала, а также лучших показателей их ликвидности и волатильности.

С другой стороны, текущие ограничения и локализация рынка акционерного капитала оказали влияние на один из ключевых элементов алгоритма формирования стоимости – показатель дисконта, отражающий разницу в оценке стоимости эмитентов в рамках сделки, а также позволяющий инвесторам компенсировать взятые на себя риски, делая компанию более привлекательной по сравнению с публичными аналогами. При

этом два ключевых подхода к определению дисконта зависят от используемых сторонами методов оценки стоимости, как указано в формулах (2) и (3)

$$D_{\text{дисконт}(1)} = \frac{(DMC - EqV)}{EqV}, \quad (2)$$

$$D_{\text{дисконт}(2)} = \frac{(MULTI - MULTCC)}{MULTCC}, \quad (3)$$

где $D_{\text{дисконт}(1)}$ – первый ключевой подход к определению дисконта в рамках IPO;
 $D_{\text{дисконт}(2)}$ – второй ключевой подход к определению дисконта в рамках IPO;
 DMC – стоимость акционерного капитала эмитента в рамках сделки;
 EqV – стоимость акционерного капитала эмитента, рассчитанная как среднее от результатов оценки независимыми аналитиками в рамках сделки;
 $MULTI$ – значение определенного мультипликатора эмитента, отражающее его оценку стоимости по методу рынка капитала в рамках сделки;
 $MULTCC$ – значение определенного мультипликатора компаний-аналогов эмитента, отражающее их оценку стоимости по методу рынка капитала.

Анализ более 100 аналитических отчетов по 20 публичным размещениям акций российских эмитентов демонстрирует перевес метода дисконтированных денежных потоков над методом рынка капитала при определении диапазона стоимости компаний независимыми аналитиками после 2022 г., в то время как до трансформации российской экономики ситуация была обратной. Основные причины: снижение объективности использования иностранных сопоставимых компаний при оценке стоимости эмитента с учетом локального характера рынка, а также ограниченность выборки российских публичных компаний, которые могут рассматриваться в качестве аналогов в рамках метода рынка капитала.

Проведенный анонимный опрос 20 российских институциональных инвесторов показал, что подавляющее большинство из них при оценке стоимости эмитентов в качестве ключевого используют метод рынка капитала, в то время как метод дисконтированных денежных потоков применяется инвесторами в качестве вспомогательного. Основная причина заключается в том, что фонды в первую очередь пытаются установить инвестиционную стоимость компании, принимая решение при сравнении с другими альтернативами на рынке капитала.

Полученные результаты позволяют сделать вывод о необходимости определения показателя дисконта к мультипликаторам компаний-аналогов, тогда как подход расчета

дисконта к оценкам независимых аналитиков не отражает позицию институциональных инвесторов на сделке. Данный вывод также подтверждает анализ рассчитанных дисконтов и коэффициента раскрытия стоимости по 13 отобраным российским IPO после 2022 г.: использование неверного подхода при определении дисконта в рамках оценки стоимости компаний на публичных размещениях акций приводит к искажению результатов оценки и негативной динамике коэффициента раскрытия стоимости. При этом использование показателя дисконта к оценкам независимыми аналитиками должно быть ограничено верифицирующей и вспомогательной функциями, которые в том числе позволят анализировать результаты после проведения сделки.

Анализ 46 IPO российских эмитентов с 2010 г. по 2021 г. и 22 IPO после 2022 г. демонстрирует существенное снижение средней ширины установленных диапазонов стоимости компаний: 17,4% (достигая до 30-35%) против 9,4% (не превышая 20%). При этом до 2022 г. окончательный уровень стоимости компании в рамках сделки устанавливался, как правило, внутри, выше и ниже диапазона, либо по нижней границе диапазона стоимости (в 41,3% и 39,1% соответственно), тогда как после 2022 г. стоимость устанавливалась на уровне верхней границы диапазона (59,1%), реже – нижней границы (27,3%), а сделки, где стоимость компании устанавливалась внутри, выше или ниже объявленного диапазона, практически отсутствуют (4,5%).

Выявленная тенденция свидетельствует о снижении роли диапазона стоимости компаний в рамках алгоритма формирования стоимости на сделках, а также о сокращении предпосылок для применения широкого диапазона стоимости. Ключевые причины: снижение диверсификации позиций институциональных инвесторов и их умеренное отклонение в силу уменьшения числа фондов; ослабление регуляторных требований, позволяющее проводить более комплексное взаимодействие с инвесторами и получать обратную связь до установления диапазона стоимости; более низкая чувствительность к оценке розничных инвесторов, формирующих основной спрос в современных условиях.

Подтверждением снижения роли диапазона стоимости компаний в рамках алгоритма формирования стоимости являются результаты опроса 20 российских институциональных инвесторов, в рамках которых выявлено, что 85% фондов принимают участие во встречах с независимыми аналитиками до определения диапазона стоимости, а 75% – предоставляют обратную связь в отношении оценки стоимости эмитентов и интереса к сделке. При этом лишь 10% фондов принимает участие во встречах с менеджментом и независимыми аналитиками после установления диапазона стоимости, поэтому они уже в достаточной мере учитывают обратную связь и позиции институциональных инвесторов, открывая возможность установления фиксированного

значения стоимости эмитента вместо диапазона при наличии достаточной информации.

Окончательная стоимость в рамках сделки устанавливается при существенном превышении спроса от инвесторов над размером сделки: посредством заявок в рамках диапазона стоимости они выражают свою позицию в отношении оценки. При этом в рамках современного российского рынка капитала наличие существенного размера спроса относительно размера сделки по определенному уровню стоимости компании не является показательным из-за превалирования розничных инвесторов.

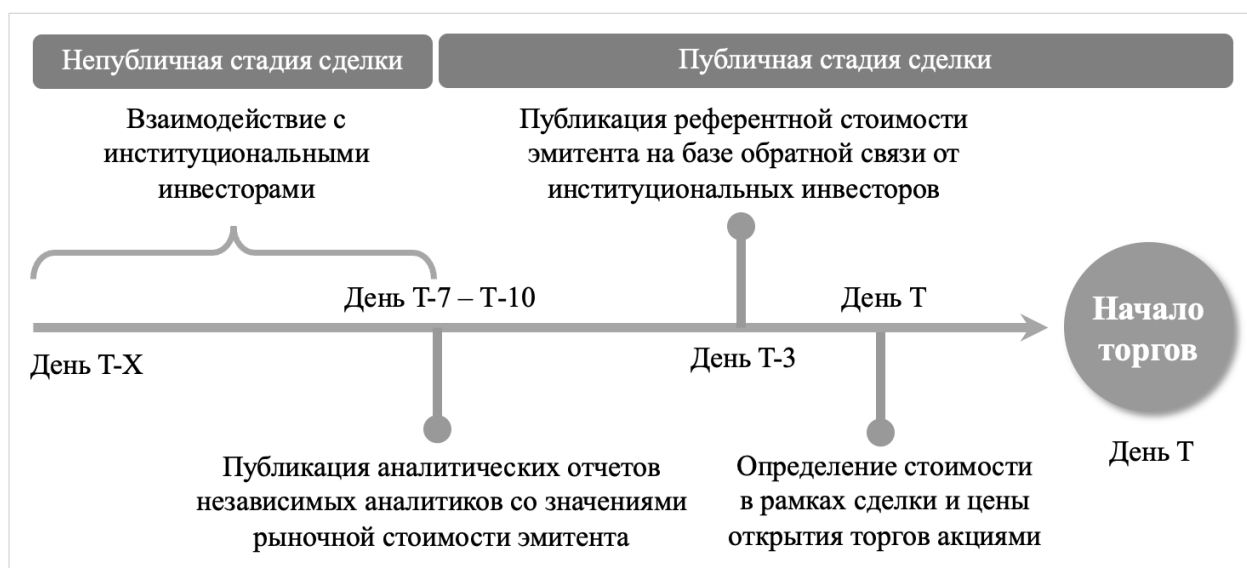
С учетом того, что частные инвесторы не могут быть включены в алгоритм формирования стоимости, фокус эмитентов при установлении окончательной стоимости на сделке должен быть направлен не на общий уровень спроса от всех типов инвесторов, а на концентрацию спроса со стороны институциональных инвесторов, которые являются ключевыми для оптимального функционирования алгоритма, в том числе на концентрацию спроса со стороны инвестиционных фондов первой категории по разработанной авторской классификации.

Результаты анализа и полученные выводы демонстрируют необходимость установления более узких диапазонов стоимости компаний на сделках, а также относительно фокуса на концентрации спроса со стороны институциональных инвесторов с приоритетом в отношении инвестиционных фондов первой категории при установлении окончательного уровня стоимости эмитента в рамках сделки.

Разработаны научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках DPO, которые заключаются: а) в раскрытии и формировании референтной стоимости компаний с участием институциональных инвесторов, в особенности с инвесторами первой категории по авторской классификации; б) в определении референтного диапазона стоимости и предельных значений отклонения от него при утверждении сделки, установлении требования по раскрытию целей привлечения капитала в зависимости от уровня стоимости, включении процедуры согласования сделки с эмитентом в случае отклонений от референтного диапазона стоимости при проведении DPO с дополнительной эмиссией акций; в) во введении гибридного процесса взаимодействия с институциональными инвесторами с элементами IPO, направленного на формирование референтной стоимости компании. Данные рекомендации позволят нивелировать существующую диспропорцию в структуре инвесторов на текущем рынке капитала и достичь корректных результатов функционирования алгоритма формирования стоимости компаний при использовании российскими эмитентами инструмента DPO.

Диспропорция в объемах торгов акциями на российском рынке капитала, где преобладают розничные инвесторы, является ключевым фактором, который не позволяет эффективно использовать алгоритм формирования стоимости компаний в рамках прямого листинга. В связи с этим значение референтной стоимости эмитента в рамках DPO для отечественного рынка акционерного капитала раскрывается в том, что оно служит объективным индикатором направления и информирования инвесторов в отсутствие установления диапазона стоимости компании и сбора книги заявок.

Принимая во внимание важность референтной стоимости для оптимального и прозрачного функционирования алгоритма формирования стоимости отечественных компаний при проведении DPO, ее значение должно раскрываться участникам публичного рынка капитала с указанием обоснования величины в соответствии с международной практикой реализации прямого листинга. При этом, учитывая фактор локализации российского рынка акционерного капитала, формирование референтной стоимости должно происходить по результатам взаимодействия с институциональными инвесторами, а особую важность представляет вовлечение инвестиционных фондов первой категории по разработанной классификации, в той последовательности, как это представлено на рисунке 1.



Источник: составлено автором.

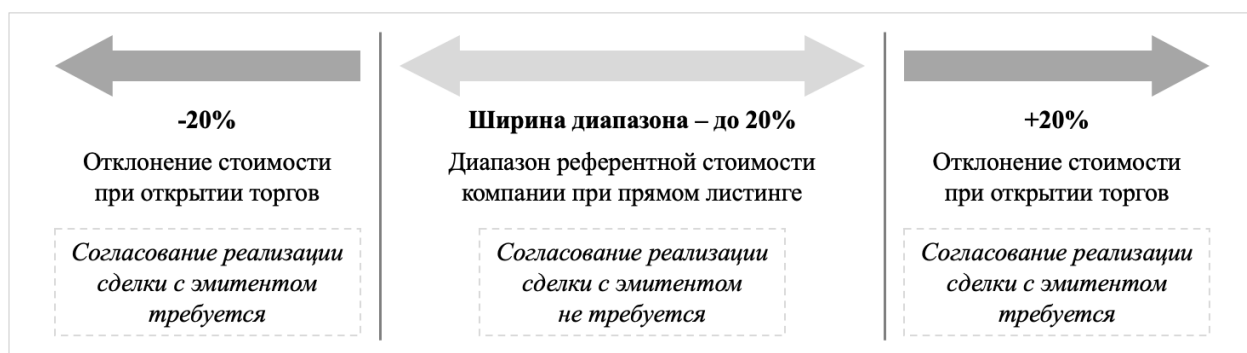
Рисунок 1 – Последовательность этапов в рамках алгоритма формирования стоимости компании при прямом листинге на российском рынке акционерного капитала после 2022 г.

Привлечение капитала непосредственно эмитентом в рамках DPO с помощью дополнительной эмиссии акций требует корректировок в части алгоритма формирования стоимости, которые представлены на рисунке 2:

- вместо референтной стоимости компании раскрытие референтного

диапазона стоимости эмитента, а также предельных значений отклонения от него при реализации сделки;

- включение требования по детальному обоснованию целей привлечения средств и их дальнейшего использования, в том числе при различном размере привлеченных средств в зависимости от оценки стоимости компании;
- введение процедуры обязательного согласования эмитентом стоимости на сделке и последующей цены открытия торгов акциями в случае наличия отклонений от ранее установленного референтного диапазона стоимости компании.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Иллюстративное изображение установления референтного диапазона стоимости компании в рамках DPO с дополнительной эмиссией акций с предельными значениями отклонений стоимости перед открытием торгов

Референтный диапазон стоимости компании является ориентиром для участников рынка капитала и отражает цели эмитента по размеру привлечения капитала. Предлагаемая ширина диапазона составляет 20%, что согласуется с текущей международной практикой, а также с медианной величиной ширины диапазонов стоимости российских компаний в рамках первичных публичных размещений акций с 2010 г. Предельные значения отклонений от диапазона при определении окончательной стоимости эмитента также составляют до 20% в соответствии с актуальной практикой на иностранных рынках акционерного капитала.

Для полноценного участия институциональных инвесторов в процессе формирования референтной стоимости потенциальных эмитентов при реализации прямого листинга акций предлагается многоэтапный процесс взаимодействия с инвестиционными фондами. Такой гибридный процесс, продемонстрированный на рисунке 3, содержит элементы, присущие первичным публичным размещениям акций, однако обладает определенными особенностями как с точки зрения этапов, так и с точки зрения периода их реализации, которые неизбежны ввиду наличия отличительных характеристик инструмента прямого листинга акций.



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Гибридный процесс взаимодействия с институциональными инвесторами для формирования референтной стоимости компании в рамках прямого листинга в России

Существенное число этапов предложенного гибридного процесса взаимодействия с институциональными инвесторами, в рамках которых сторонами корректируются соответствующие позиции в отношении оценки стоимости компании, позволяет получить объективную величину стоимости потенциального эмитента, отражающую интересы всех участников сделки, что делает такое значение опорным для других инвесторов на российском рынке, в том числе розничных.

III Заключение

Трансформация российской экономики после 2022 года оказала существенное влияние на рынок акционерного капитала, в том числе на использование новыми отечественными эмитентами инструментов публичного размещения акций, а также на формирование стоимости компаний в рамках таких инструментов. Общий научный результат выполненного исследования заключается в совершенствовании алгоритма формирования стоимости потенциальных отечественных эмитентов при публичном привлечении акционерного капитала в современных условиях.

Проведенное исследование позволило:

- теоретически обосновать факторы, оказывающие наибольшее влияние

на формирование стоимости компаний при использовании инструментов публичного привлечения акционерного капитала в рамках трансформации российской экономики;

- предложить авторскую классификацию инвесторов на российском рынке капитала, имеющих наибольшее значение в рамках формирования стоимости компаний при проведении публичных размещений акций в современных условиях;

- построить матрицу индивидуальных характеристик инструментов публичного привлечения акционерного капитала с учетом их применимости и целесообразности дальнейшего развития в части алгоритма формирования стоимости эмитентов в условиях изменений на рынке капитала;

- разработать перечень научно-практических рекомендаций по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках инструмента IPO в условиях трансформации экономики;

- разработать перечень научно-практических рекомендаций по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках инструмента DPO в условиях трансформации экономики.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. Тоноян, Р.Г. Рынок акционерного капитала в России: итоги 2022 года и дальнейшие перспективы развития / Р.Г. Тоноян // Российский экономический интернет-журнал. – 2023. – № 2. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.e-rej.ru/upload/iblock/74a/dnggsmk1s8vjgft90pjjchuda9xjrn3.pdf> (дата обращения: 23.08.2025).

2. Тоноян, Р.Г. Ценообразование на российском рынке акционерного капитала: особенности «нового рынка» / Р.Г. Тоноян // Российский экономический интернет-журнал. – 2023. – № 4. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.e-rej.ru/upload/iblock/5f9/uko6p9gt1vcjd652lfkseepax9ymhqif.pdf> (дата обращения: 23.08.2025).

3. Тоноян, Р.Г. Совершенствование прямого листинга как альтернативного финансового механизма привлечения акционерного капитала / Р.Г. Тоноян // Финансовые

рынки и банки. – 2024. – № 5. – С. 324-328. – ISSN 2658-3917.

4. Тоноян, Р.Г. Роль институциональных инвесторов в формировании стоимости компаний при публичном размещении акций на российском рынке капитала / Р.Г. Тоноян, М.А. Федотова // Экономическое развитие России. – 2025. – № 3. – С. 204-209. – ISSN 2306-5001.

5. Тоноян, Р.Г. Определение IPO-дисконта при первичных публичных размещениях акций в России после 2022 г. / Р.Г. Тоноян // Финансовые рынки и банки. – 2025. – № 7. – С. 255-259. – ISSN 2658-3917.