

ОТЗЫВ НАУЧНОГО РУКОВОДИТЕЛЯ

**на Махмуда Юнеса Хассанович,
автора диссертации на тему «Развитие рынка первичных публичных
размещений и оценка его эффективности на формирующихся рынках»,
представленной на соискание ученой степени кандидата экономических наук
по специальности 5.2.4. Финансы**

В 2026 г. Махмуд Ю.Х. окончил аспирантуру Финансового университета на кафедре финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового факультета Финансового университета по специальности 5.2.4. Финансы.

Махмуд Юнес самостоятельно подготовил научное исследование на актуальную тему. В авторской постановке она имеет характер новизны в разработке новых элементов методического инструментария анализа динамично развивающихся формирующихся рынков и в выявлении на его основе новых тенденций на рынках первичных публичных размещений (IPO), а также оценки их эффективности как на формирующихся рынках, включая российский, так и в сравнении с развитыми рынками.

Типология диссертационного исследования Махмуда Юнеса – практико-ориентированное исследование, направленное на решение актуальной научной задачи выявления общих и особенных тенденций в развитии современных рынков IPO и оценки их эффективности на основе выявления паттернов (групп) рынков по комплексу критериев и алгоритму их сравнительного анализа, предложенных автором.

Рукопись имеет заверченный вид, содержит все необходимые для диссертации структурные элементы, оформлена в соответствии с требованиями ГОСТ. Автором проделана большая работа по изучению и обобщению литературы, посвященной ценообразованию на первичном рынке акций, сбору эмпирической базы исследования, статистической обработке информации, включая построение и оценку эконометрических моделей. Эмпирическая база исследования включает данные по более чем 13 тыс. IPO компаний, размещённых на 27 национальных рынках за период 2015–2025 гг., в том числе по 44 российским IPO. Автор демонстрирует высокую научную добросовестность и профессионализм.

К личному вкладу Махмуда Юнеса в приращение научного знания можно отнести следующее:

1. Впервые были выделены группы рынков IPO по комплексу критериев, предложенных автором: типу пост-IPO динамики доходности акций, волатильности и уровню развития рынка. Это позволило выявить различия в сравнительной эффективности национальных рынков IPO в период с 2015-2025 гг. в соответствии с принадлежностью к выявленным группам.

2. Предложена инвестиционно-ориентированная классификация рынков IPO по двум критериям, а именно: принадлежность к определенной группе рынков (выделенной по комплексу авторских критериев) и по срочности стратегий (на основе анализа доходности рыночных IPO-портфелей), что позволило оценить сравнительную эффективность инвестиционных стратегий в выделенных группах рынков. Показано, что на рынках, относящихся к разным выявленным группам, максимальная доходность достигается и при разных инвестиционных горизонтах (краткосрочных, среднесрочных или долгосрочных стратегиях buy-and-hold), что формирует основу для принятия решений по выбору инвестиционных стратегий на рынках IPO на основе предложенной классификации и с учетом инвестиционных предпочтений инвестора.

3. Выявлена тенденция сглаживания характерных пост-IPO рыночных аномалий на развитых рынках, что отражает повышение степени их эффективности в рамках гипотезы об эффективности рынка Ю.Фама, при сохранении таких аномалий на формирующихся рынках в 2015-2025 годы. Это позволило обосновать новый вывод о качественной эволюции рынков IPO в направлении повышения степени их эффективности на развитых финансовых рынках в период 2015-2025 гг. и выявить отсутствие эффективности рынка даже в слабой форме по критериям эффективности рынка Ю. Фама на формирующихся рынках IPO. В отличие от ранее изученных тенденций российскими и зарубежными авторами на других периодах исследований доказано, что эффекты краткосрочной недооценки и всплесков доходности, ранее характерные для развитых рынков, в настоящее время

проявляются преимущественно на формирующихся рынках. Тем самым в работе предложено рассматривать снижение пост-IPO доходности не как статичное свойство рынка, а как динамическое явление, смещающееся между рынками по мере повышения их уровня развития. Такой подход дополняет классическое теоретическое обоснование процесса функционирования первичного рынка (IPO), вводя временную и страновую компоненту в анализ аномалий доходности на рынке первичных публичных предложений.

4. Эмпирически доказано, что фактор недостоверности финансовой отчётности эмитентов, выявляемый на основе отклонений от распределения закона Бенфорда, оказывает статистически и экономически значимое влияние на пост-IPO доходность акций. Впервые обосновано, что влияние выявленных отклонений от закона Бенфорда носит универсальный характер и сохраняется на развитых и российском формирующемся рынках IPO, независимо от сектора деятельности, возраста компании, объёма размещения или фазы рыночного цикла. Это позволило предложить проведение количественного скрининга финансовой отчетности эмитентов на основе закона Бенфорда и эмпирически доказать возможность его использования в качестве дополнительного инструмента выявления информационной асимметрии на российском рынке первичных публичных предложений. В отличие от традиционного анализа проспекта эмиссии и маркетинговых материалов эмитента, данный подход позволяет выявлять статистические аномалии в раскрываемых числовых данных и формировать дополнительный информационный сигнал для инвесторов, организаторов размещения и регулятора.

5. Разработан и апробирован алгоритм сравнительного анализа национальных рынков первичных публичных размещений (IPO), включающий следующие взаимосвязанные этапы:

1) Выявление групп национальных развитых и формирующихся рынков IPO на основе комплекса предложенных автором критериев.

2) Проведение сравнительного анализа IPO-портфелей с различными инвестиционными горизонтами удержания, позволяющего оценить и выявить наиболее доходные стратегии с учетом фактора времени.

3) Оценка качества раскрытия информации эмитентами на основе соответствия финансовой отчетности закону Бенфорда.

4) Выявление и сопоставление эффекта недооценки или переоценки акций в пост-IPO период с учетом отраслевой принадлежности компании-эмитента и объемов размещения.

В отличие от ранее использовавшихся подходов, которые были ориентированы преимущественно на оценку отдельных феноменов в развитии рынков IPO, таких как первоначальная недооценка и снижение долгосрочной доходности акций, предложенный алгоритм позволяет комплексно оценивать рынок IPO, учитывая его принадлежность к определенной группе рынков по динамике доходности, волатильности и уровню развития, инвестиционные горизонты и качество раскрытия информации эмитентами.

6. Выявлены тенденции, характеристики и особенности развития и функционирования российского рынка IPO, которые дают возможность идентифицировать его принадлежность к группе формирующихся рынков IPO с отсутствием четкого тренда пост-IPO доходности и повышенной волатильности.

Особенностями динамики российского рынка в сравнении с другими формирующимися рынками, являются:

1) наибольшая доходность достигается

- при среднесрочном удержании акций после IPO на горизонте 9–12 месяцев;
- при инвестировании в IPO среднего объема, в то время как малые и крупные по объёму размещения преимущественно демонстрируют отрицательную доходность.

2) опережение рынка по уровню пост-IPO доходности, как правило, выше у акций эмитентов из ключевых секторов российской экономики (прежде всего сырьевого, далее сектор IT, затем здравоохранение, потребительский, финансовый

и последний - логистика), а также у компаний с более высоким качеством раскрытия финансовой информации, оцениваемом на основе применения закона Бенфорда.

Это позволило впервые построить рэнкинг российских компаний, вышедших на IPO, не только по отраслевой принадлежности, но и с учетом вероятности полноты раскрытия информации в соответствии с законом Бенфорда. Выявленные особенности могут быть учтены мегарегулятором при разработке мер по развитию российского рынка.

Теоретическая значимость работы состоит в обосновании феномена сглаживания рыночных аномалий, ранее выявляемых в динамике пост-IPO доходности исследователями на развитых рынках, при их сохранении на развивающихся рынках в современный период 2015-2025 гг., что позволило сделать вывод о качественной эволюции и повышении эффективности развитых рынков в соответствии с гипотезой эффективности рынков Ю.Фама, и о сохранении качественных различий между группами развитых и развивающихся рынков с точки зрения ценообразования на рынках IPO. Авторский алгоритм сравнительного анализа этих рынков позволяет комплексно, по ряду критериев, предложенных автором (тип динамики доходности, волатильность, уровень развития, временной горизонт инвестирования, объем размещения, качество раскрытия информации), оценить динамику и эффективность современных рынков IPO, и выявить различия в сравнении с ранее изученными моделями ценовой динамики на рынках IPO.

Практическая значимость работы заключается в выявлении связи между различными параметрами размещения на рынках IPO, типом динамики пост-IPO доходности и временным горизонтом инвестирования, выявлении характеристик, а также особенностей динамики российского рынка IPO, в предложении количественного скрининга финансовой отчетности эмитентов на основе соответствия закону Бедфорда и построении рэнкинга компаний-эмитентов с учетом этого нового признака.

Использование полученных выводов и предложенного методического инструментария имеют практическую значимость для инвесторов в портфели акций на первичных формирующихся рынках IPO (включая российский) в ходе принятия инвестиционных решений и в сравнении с инвестициями на развитых рынках. Выявленные различия в типовой динамике пост-IPO доходности на формирующихся рынках с учетом уровня их развития и временного горизонта инвестирования могут являться базой для формирования инвестиционных стратегий с учетом факторной стратегии отбора акций компаний по признаку их принадлежности к определенной группе рынков, классифицированных автором по предложенной системе критериев (уровень развития, волатильность, наиболее доходные стратегии по срочности в соответствующей группе рынков).

Предложенный инструментарий и выводы исследования могут быть использованы регуляторами рынков для сравнительной оценки современного состояния, тенденций, общих характеристик и особенностей развития рынков IPO, а также при разработке мер развития финансовых рынков.

Авторские разработки и результаты могут быть использованы в последующих работах, посвященных исследованию развития и ценовой динамики развитых и формирующихся рынков IPO, а также в области оценки их эффективности.

Махмуд Юнес добросовестно следовал плану написания диссертации, своевременно учитывал поступающие комментарии от научного руководителя и рецензентов. На протяжении обучения Махмуд Юнес четко выполнял план и календарный график подготовки диссертации, принимал активное участие в научных конференциях различных уровней.

Положения научной новизны исследования отражены в 5 публикациях в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных ВАК.

Основные положения и результаты исследования апробированы на международных конференциях.

Материалы исследования используются Кафедрой финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации в преподавании учебной дисциплины «Финансовые рынки» для направления подготовки бакалавриата 38.03.01 «Экономика», а также в преподавании дисциплины «Современные финансовые рынки» в рамках программы магистратуры «Финансовая математика и анализ рынков» по направлению «Финансы и кредит».

Факт практической значимости исследования подтверждается также использованием его результатов в практической деятельности инвестиционной компании ООО «Чалленжеринвест», департамента инвестиционного анализа и оценки активов.

В ходе работы над диссертацией Махмуд Юнес проявил необходимые теоретические знания по научной специальности 5.2.4 – Финансы, доказал наличие квалификационных компетенций и способностей к дальнейшей самостоятельной научной деятельности в решении новых научных задач; продемонстрировал владение принципами, логикой и методологией научного познания; показал умение в качестве исследователя творчески и логически мыслить, анализировать имеющиеся статистические данные, делать из этого анализа необходимые выводы и обосновывать свое видение решения имеющихся проблем и стоящих задач в области финансов. Он серьезно относился к выполнению обязанностей аспиранта, проявил высокий уровень мотивации в проведении исследования. За время обучения в аспирантуре Махмуд Юнес вырос в самостоятельного ученого, создавшего законченное интересное исследование, отличающееся несомненной новизной и актуальностью. Знания и навыки, приобретенные аспирантом в процессе работы над диссертацией, могут быть с пользой применены в его дальнейшей профессиональной деятельности.

Считаю, что диссертация Махмуда Юнеса на тему «Развитие рынка первичных публичных размещений и оценка его эффективности на формирующихся рынках» соответствует требованиям «Положения о присуждении в Финансовом университете ученой степени кандидата наук, ученой степени доктора наук», утверждённого приказом Финансового университета от 30.08.2019 № 1714/о, предъявляемым к диссертациям на соискание учёной степени кандидата наук, и может быть рекомендована к защите в диссертационном совете Финансового университета.

Научный руководитель,
Заведующий кафедрой финансовых рынков и
финансового инжиниринга Финансового
факультета федерального государственного
образовательного бюджетного учреждения
высшего образования «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»,
д.э.н. (5.2.4.), профессор

Елена Николаевна Алифанова

27 мая 2026 г.

125167, Москва, Ленинградский проспект, д.49/2,
телефон: +7(499) 503 4785
e-mail: enalifanova@fa.ru

