

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

Тема диссертации Тонояна Р.Г. представляется исключительно актуальной в современных условиях, когда Президент Российской Федерации, Правительство Российской Федерации и Банк России уделяют особое внимание развитию фондового рынка и стимулированию публичных размещений акций отечественных компаний.

Особую значимость исследование приобретает в условиях ограниченного доступа к международным рынкам капитала и санкционного давления, когда внутренний рынок капитала становится ключевым источником привлечения долгосрочных денежных средств. Можно сказать, что публичное привлечение акционерного капитала превращается в важнейший способ мобилизации финансовых ресурсов и стимулирования инновационного развития страны.

При этом, одной из ключевых проблем российских эмитентов в рамках публичных размещений акций являются сложности с выстраиванием оптимального процесса формирования стоимости, которые в том числе находят свое отражение на результатах вторичных торгов ценными бумагами и интересе инвесторов к участию в подобных сделках в дальнейшем.

Следует отметить, что выбранная тема исследования практически не освещена в отечественной литературе: комплексных работ, посвященных специфике публичных размещений акций и формированию стоимости компаний в рамках таких размещений крайне мало, что обусловило фокус автора на зарубежной литературе. Несмотря на это, Тонояном Р.Г. были изучены работы известных российских представителей научного сообщества, которые касаются отдельных вопросов оценки стоимости бизнеса и корпоративных финансов.

Научный аппарат исследования сформулирован ясно и последовательно, что исключает необходимость в дополнительных разъяснениях, структура логична. В целом работа демонстрирует высокий уровень теоретической подготовки, владение современными методами анализа, а также умение критически оценивать существующие концепции и формулировать собственные аргументированные выводы.

Из теоретических положений, выносимых на защиту, наибольший интерес вызывают выявленные факторы, которые оказывают значительное влияние на алгоритм формирования стоимости потенциальных эмитентов акций в условиях трансформации российской экономики. Представляется весьма уместной классификация таких факторов по уровню приоритета, периоду действия и особенности воздействия. Учет и использование выявленных факторов со стороны российских компаний при планировании публичного размещения акций обеспечит более комплексную и точную оценку стоимости их акционерного капитала, а также позволит сформировать основу для выстраивания оптимальной стратегии обоснования собственной позиции при взаимодействии с инвесторами в рамках сделок.

Ключевыми положениями исследования определенно являются разработанные научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала посредством использования инструментов IPO и DPO, которые, как было выявлено автором в работе, являются приоритетными для отечественных эмитентов в условиях трансформации экономики в России.

Выводы относительно необходимости выстраивания процесса формирования стоимости с обязательным участием институциональных инвесторов и фокусом на инвестиционные фонды первой категории по соответствующей предложенной классификации являются основополагающими для достижения оптимальных результатов как при проведении IPO, так и при применении эмитентами инструмента DPO. Основой для получения таких выводов стал анализ IPO российских компаний в 2022-2024 гг.: автором подчеркивается наличие взаимосвязи между полноценным участием институциональных инвесторов в сделках и динамикой коэффициента раскрытия

стоимости эмитентов, который отражает оптимальность функционирования алгоритма формирования стоимости компаний.

При этом, как показывает анализ прецедентов, следование предложенной рекомендации не только приводит к корректному формированию стоимости на сделке, но и позволяет достичь положительной динамики котировок акций, а также лучших показателей ликвидности и волатильности.

Изучение работы позволяет отметить, что автору удалось всесторонне и глубоко проанализировать выбранную тему, которая обладает высокой теоретической и практической значимостью. Безусловно, полученные автором результаты обладают научной новизной, а практическая ценность работы может быть раскрыта при применении разработанных научно-практических рекомендаций потенциальными отечественными эмитентами акций.

Знакомство с авторефератом вызвало два уточняющих вопроса: 1) как определяются публичные компании-аналоги при расчете дисконта к рыночной стоимости акционерного капитала потенциального эмитента при использовании подхода с соответствующими мультипликаторами, отражающими оценку стоимости компании по методу рынка капитала? 2) почему институциональные инвесторы ориентируются на сравнительный подход к оценке стоимости акционерного капитала эмитентов, а не доходный подход к оценке стоимости?

Заданные вопросы не снижают значимости проделанной работы, которая выполнена качественно. Автор определенно заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы.

Директор по связям с инвесторами
ПАО Группа Астра

Аншаков Владислав Вячеславович

07 октября 2025 г.

ПАО Группа Астра,
127254, Москва, Огородный проезд, д. 16/1, стр. 5
телефон: +7 (800) 222-07-00
e-mail: vanshakov@astralinux.ru