

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

СОВЕТ ПО ЗАЩИТЕ ДИССЕРТАЦИЙ
НА СОИСКАНИЕ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ КАНДИДАТА НАУК,
НА СОИСКАНИЕ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ ДОКТОРА НАУК
(ДИССЕРТАЦИОННЫЙ СОВЕТ)
Д 505.001.101

Решение диссертационного совета
от 12.11.2025
№ 5-25/101

Аттестационное дело № 61(1013-25)/41-10

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101
по диссертации на соискание ученой степени кандидата наук
о присуждении Тонояну Рубику Гарикивичу,
гражданину Российской Федерации,
ученой степени кандидата экономических наук

Диссертация «Формирование стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала в условиях трансформации экономики» по научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки), профиль научной специальности, установленный в Финансовом университете «Оценочная и инвестиционная деятельность», принята к публичному рассмотрению и защите 10.09.2025 (протокол заседания № 2-25/101) диссертационным советом Д 505.001.101, созданным Финансовым университетом в соответствии с правами, предусмотренными в пункте 3.1. статьи 4 Федерального закона «О науке и государственной научно-технической политике» от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ, приказом Финуниверситета от 04.09.2018 № 1634/о. Изменения в полномочия и персональный состав совета внесены приказами Финуниверситета от 26.11.2018 № 2248/о; от 19.02.2021 № 0345/о; от 28.06.2021 № 1528/о; от 27.04.2022 № 1053/о; от 26.05.2022 № 1345/о; от 01.07.2022 № 1708/о; от 23.10.2023 № 2421/о; от 09.01.2024 № 0003/о; от 10.09.2024 № 1990/о.

Соискатель Тоноян Рубик Гарикивич, 1999 года рождения, в 2022 году освоил программу магистратуры по направлению подготовки 38.04.01

Экономика с присвоением квалификации «Магистр» федерального государственного образовательного бюджетного учреждения высшего образования «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации». В 2025 году освоил программу подготовки научных и научно-педагогических кадров в аспирантуре по научной специальности 5.2.4. Финансы ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации». В настоящее время Тоноян Р.Г. работает в должности консультанта Управления рынков капитала Департамента инвестиционной деятельности ПАО «Сбербанк России» (Москва, самостоятельная организация).

Диссертация Тонояна Р.Г. выполнена на Кафедре корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» (Москва, Правительство Российской Федерации).

Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор Федотова Марина Алексеевна, ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», заместитель научного руководителя (по совместительству – профессор Кафедры корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса).

По месту выполнения диссертации выдано положительное заключение по диссертации от 16.07.2025 № 0040/01.17.

Соискатель имеет 16 опубликованных работ, в том числе по теме диссертации 5 работ общим объемом 4,0 п.л. (авторский объем 3,75 п.л.), опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

В опубликованных научных работах раскрыты основные положения научной новизны, отраженные в диссертационном исследовании и выносимые на защиту. В них отражены факторы, оказывающие влияние на формирование стоимости эмитентов при публичных размещениях акций в условиях существенных изменений российской экономики, определены ключевые

критерии и представлена классификация институциональных и розничных инвесторов на отечественном рынке акционерного капитала, а также представлены научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках применения локальными эмитентами инструментов IPO и DPO.

К наиболее значимым работам соискателя следует отнести: 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/dnggsmk1s8vjgft90pjchuda9xjrn3.pdf> (дата обращения: 23.08.2025). (К3). В данной работе представлены ключевые факторы влияния на формирование стоимости потенциальных эмитентов акций после 2022 года, раскрыт подход к классификации российских институциональных инвесторов в современных условиях, а также рассмотрена возможность дальнейшего развития альтернативных к IPO инструментов публичного привлечения акционерного капитала, таких как DPO и SPAC; 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. (К2). В работе отражены индивидуальные характеристики DPO для целей разработки матрицы инструментов публичного привлечения акционерного капитала на локальном рынке, а также раскрыты рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний в рамках прямого листинга; Тоноян, Р.Г. Роль институциональных инвесторов в формировании стоимости компаний при публичном размещении акций на российском рынке акционерного капитала / Р.Г. Тоноян, М.А. Федотова // Экономическое развитие России. – 2025. – № 3. Том 32. – С. 204-209. – ISSN 2306-5001. (К1) (личный вклад – 0,5 п.л. из 0,75 п.л.). В работе обоснована рекомендация по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний при

публичном привлечении акционерного капитала в условиях трансформации отечественной экономики, которая заключается в выстраивании алгоритма с обязательным участием локальных институциональных инвесторов с фокусом на ключевые фонды. 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. (K2). В работе представлено обоснование разработанной рекомендации по развитию алгоритма формирования стоимости компаний при проведении IPO, которая заключается в расчете показателя дисконта с применением мультипликаторов публичных аналогов.

В диссертации Тонояна Р.Г. отсутствуют недостоверные сведения об опубликованных работах, в которых изложены научные результаты диссертации.

Лица, включенные в состав диссертационного совета, представили 10 письменных отзывов на диссертацию, из них 10 положительных, 0 отрицательных. Член диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101, д.э.н., профессор Федотова М.А. является научным руководителем Тонояна Р.Г., представила отзыв научного руководителя согласно второму абзацу п. 6.12 «Положения о присуждении в Финансовом университете ученой степени кандидата наук, ученой степени доктора наук».

На диссертацию и автореферат диссертации поступили отзывы от:

1. Ордова К.В. (ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», д.э.н., доцент). Отзыв положительный. В качестве замечания отмечается необходимость дополнительного пояснения возможного изменения алгоритма формирования стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала на отечественном рынке в случае, если институциональные инвесторы дружественных России стран проявят интерес к локальным сделкам.

2. Захматова Д.Ю. (ФГАОУ ВО «Казанский (Приволжский) федеральный университет», д.э.н., доцент). Отзыв положительный. Отмечено, что изучение автореферата вызвало два уточняющих вопроса: 1) в чем раскрываются верифицирующая и вспомогательная функции IPO-дисконта с использованием оценок независимых аналитиков? 2) может ли число российских институциональных инвесторов, принимающих участие в IPO, возрасти в ближайшее время? Какие факторы будут влиять на это в первую очередь?

3. Толкаченко Г.Л. (ФГБОУ ВО «Тверской государственный университет», к.э.н., профессор). Отзыв положительный. В качестве замечаний и вопросов отмечается необходимость дополнительного пояснения: а) основных ограничений предложенных научно-практических рекомендаций, б) текущих мер по развитию первичных публичных размещений акций на российском рынке капитала со стороны Банка России, которые соотносятся с предложенными в работе рекомендациями.

4. Аншакова В.В. (ПАО Группа Астра). Отзыв положительный. В качестве замечаний отмечены 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?

5. Горбачева А.С. (ПАО «Московская Биржа ММВБ-РТС», к.э.н.). Отзыв положительный. В качестве замечаний и вопросов отмечается необходимость дополнительного пояснения: а) добавления в рекомендацию по исключению розничных инвесторов из сторон алгоритма формирования стоимости при публичном привлечении акционерного капитала в том числе частных инвесторов первой категории по предложенной авторской классификации, которая обладает сравнительно более высоким уровнем чувствительности

к оценке по сравнению с другими категориями и соответствующих причин;
 б) причин исключения из анализа публичных размещений акций отечественных компаний, проведенных летом и осенью 2024 г. (Группа Элемент, IV A Technologies, ВсеИнструменты.ру, Промомед, Arenadata и Озон Фармацевтика). Также отмечается перспективность проведения дополнительного анализа на основе большего размера выборки IPO российских эмитентов в новых экономических условиях по мере их реализации на российском рынке акционерного капитала.

6. Коваленко Д.В. (ПАО «Озон Фармацевтика»). Отзыв положительный. В качестве предложения отмечается перспективность дальнейшего исследования 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.

В процессе защиты соискателем даны исчерпывающие ответы и необходимые разъяснения на замечания, содержащиеся в полученных отзывах.

В результате публичного рассмотрения и защиты диссертации Тонояна Р.Г. на тему «Формирование стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала в условиях трансформации экономики» диссертационный совет установил, что:

1. Соискатель ученой степени Тоноян Р.Г. соответствует установленным требованиям, предъявляемым к соискателям ученой степени, как лицо, имеющее высшее образование – магистратура и подготовившее диссертацию на соискание ученой степени кандидата наук при освоении программы подготовки научных и научно-педагогических кадров в аспирантуре.

2. Название темы и содержание диссертации Тонояна Р.Г. соответствуют научной специальности 5.2.4. Финансы и отрасли науки – экономические науки, по которым проводятся публичное рассмотрение и защита диссертации в диссертационном совете.

3. Соискатель ученой степени Тоноян Р.Г. предложил значимое для науки и практики решение научной задачи, имеющей важное народно-хозяйственное значение – обоснование предпосылок и научно-методического обеспечения совершенствования алгоритма формирования стоимости российских компаний при использовании приоритетных в условиях трансформации экономики инструментов публичного привлечения акционерного капитала на внутреннем рынке в целях развития национального рынка капитала.

4. Соискатель ученой степени Тоноян Р.Г. ввел в научный оборот следующие новые научные результаты:

теоретические:

- выделены и, в отличие от известных работ, комплексно и системно охарактеризованы значимые факторы, определяющие необходимость совершенствования алгоритма формирования стоимости российских компаний в условиях трансформации экономики при публичном привлечении акционерного капитала и корректной оценки стоимости компаний при проведении публичных размещений акций. К таким факторам отнесены: нарастающее геополитическое давление в условиях макроэкономических изменений; существенный рост риска на рынке акционерного капитала; локализация отечественного рынка капитала и структурные изменения состава инвесторов; инфраструктурные и расчетные ограничения; возникновение новых инвестиционных альтернатив у участников рынка; сокращение потенциала достижения эмитентами сопоставимого с аналогами уровня ликвидности ценных бумаг; падение качества корпоративного управления и объемов публичного раскрытия информации эмитентами акций;

- предложена авторская классификация институциональных и розничных инвесторов на отечественном рынке акционерного капитала по категориям, отличающимся по следующим критериям: объему активов, находящихся под управлением, инвестиционным стратегиям вложения капитала, опыту и уровню компетенций при принятии инвестиционных решений, качеству обратной связи в проявлении интереса к потенциальной

сделке, чувствительности к уровню оценки стоимости компаний, что позволяет в рамках предложенного алгоритма определять ключевые группы инвесторов для целей формирования стоимости компаний при публичных размещениях акций в текущих условиях локализации российского рынка капитала;

практические:

- предложена сравнительная матрица инструментов публичного размещения акций, позволяющая сопоставить их индивидуальные характеристики по ключевым параметрам и обосновать преимущественный выбор IPO и DPO в целях применения российскими компаниями-эмитентами на рынке капитала в современных условиях;

- разработаны научно-практические рекомендации, направленные на совершенствование алгоритма формирования стоимости компаний как потенциальных эмитентов в рамках IPO, заключающиеся в:
 - а) обязательном участии институциональных инвесторов при формировании стоимости эмитентов с приоритетом в отношении фондов первой категории по предложенной авторской классификации и исключении розничных инвесторов; б) определении дисконта с применением подхода на основе мультипликаторов публичных аналогов, при этом использование показателя дисконта на основе результатов оценок стоимости эмитентов независимыми аналитиками инвестиционных банков может быть допустимо только для верифицирующей функции; в) установлении диапазона или фиксированной стоимости акционерного капитала эмитентов при сборе книги заявок, а также фокусе на концентрацию спроса со стороны институциональных инвесторов при определении стоимости компании в рамках сделки;

- разработаны научно-практические рекомендации, позволяющие усовершенствовать алгоритм формирования стоимости потенциальных локальных эмитентов при использовании инструмента DPO на основе:
 - а) раскрытия референтной стоимости компании в рамках сделки и ее формирования с обязательным участием институциональных инвесторов, где приоритет отводится инвестиционным фондам первой категории по авторской

классификации; б) установления референтного диапазона стоимости компании и отклонений от него при согласовании публичного размещения акций, введения условия по раскрытию ожидаемого использования привлеченного капитала эмитентом в зависимости от оценки его стоимости, а также процедуры утверждения сделки с компанией при наличии отклонений от референтного диапазона стоимости в рамках DPO с элементом дополнительной эмиссии акций; в) применения гибридного процесса взаимодействия с инвестиционными фондами, который характерен для инструмента IPO и направлен на формирование референтной стоимости компании. Предложенные рекомендации дают возможность нивелировать диспропорцию в структуре инвесторов на современном отечественном рынке акционерного капитала и предоставляют методическое обеспечение алгоритма формирования стоимости при реализации прямого публичного размещения акций.

5. Диссертация Тонояна Р.Г. на тему «Формирование стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала в условиях трансформации экономики» обладает внутренним единством, заключающемся в последовательном изложении, соблюдении логики перехода от общего к частному. Проведенное исследование является комплексным и завершенным: сформированы концептуальные основы алгоритма процесса определения стоимости компании и его ключевых элементов в рамках публичного размещения акций. Выявлены приоритетные инструменты публичного привлечения акционерного капитала для российских эмитентов на основе разработанной матрицы их индивидуальных характеристик, даны научно-практические рекомендации по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний при применении данных инструментов в условиях трансформации отечественной экономики после 2022 г.

6. Обоснованность положений и выводов диссертации Тонояна Р.Г. на тему «Формирование стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала в условиях трансформации экономики» подтверждена

следующими аргументами: использованы современные, адекватные изучаемым явлениям, поставленной цели и задачам, методы сбора, обработки и анализа исходной информации; достигнутые автором результаты не противоречат концептуальным положениям в области корпоративных финансов и стоимостной оценки и согласуются с данными, полученными ранее зарубежными и отечественными исследователями в области формирования стоимости компаний при публичном размещении акций, инструментов публичного привлечения акционерного капитала.

Достоверность результатов, полученных Тонояном Р.Г., обусловлена корректной обработкой и интерпретацией собранных данных, которые включают информацию о российском и международном опыте IPO и DPO и сведения о публичных размещениях акций на российском рынке капитала (сделки с 2010 г. по 2024 г. – 68 IPO и 3 DPO).

7. Результаты диссертации Тонояна Р.Г. нашли практическое применение в 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».

8. Диссертация содержит сведения о личном вкладе Тонояна Р.Г. в науку, который выразился в реализации комплексного и системного исследования выявленной проблемы и применении нового взгляда на формирование стоимости российских эмитентов при публичном размещении акций в современных условиях локального рынка капитала; непосредственном участии соискателя на всех этапах процесса исследования, включая сбор данных, проведение расчетов и анализ их результатов, а также личном участии автора в апробации результатов исследования в рамках их публичного рассмотрения на научных конференциях и публикаций основных положений в научных изданиях.

9. Все материалы или отдельные результаты, заимствованные и использованные Тонояном Р.Г. из чужих текстов (работ), оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источников заимствования.

Диссертационный совет отмечает, что лично Тонояном Р.Г. получены следующие результаты:

- обоснованы факторы, оказывающие наибольшее влияние на формирование стоимости компаний при использовании инструментов публичного привлечения акционерного капитала в условиях трансформации российской экономики;

- предложена авторская классификация инвесторов на российском рынке капитала, имеющих наибольшую значимость для формирования

стоимости компаний при проведении публичных размещений акций в современных условиях;

- построена матрица индивидуальных характеристик инструментов публичного привлечения акционерного капитала с учетом их применимости и целесообразности дальнейшего использования в алгоритме формирования стоимости эмитентов в условиях изменений на рынке капитала;

- разработано методическое обеспечение совершенствования алгоритма формирования стоимости компаний с привлечением инструментов IPO и DPO в условиях трансформации экономики и практические рекомендации по его использованию.

10. Основные научные результаты диссертации опубликованы в пяти научных работах в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных ВАК при Минобрнауки России в качестве обязательных по научной специальности 5.2.4. Финансы. В тексте диссертации приведены ссылки на данные работы. Все положения диссертации отражены в публикациях, неопубликованные научные результаты защищенной диссертации отсутствуют. В одной научной работе, опубликованной совместно с Федотовой М.А. (личный вклад – 0,50 п.л. из 0,75 п.л.), результаты, отраженные в этой работе и выносимые на защиту, принадлежат лично Тонояну Р.Г. (справка о разделении авторского вклада представлена в аттестационном деле соискателя).

11. Соискатель ученой степени Тоноян Р.Г. в ходе работы над диссертацией и ее публичной защиты показал себя как исследователь, способный к самостоятельной научной деятельности: проявил необходимые общие теоретические знания по научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки) овладел общенаучными принципами, логикой и методологией научного познания; продемонстрировал умение формулировать и решать сложные научные задачи в сфере финансов, применяя современный аналитический аппарат; доказал наличие квалификационных способностей к дальнейшей научной деятельности в решении новых научных задач экономической отрасли науки.

На заседании 12 ноября 2025 года диссертационный совет Финансового университета Д 505.001.101 принял решение присудить Тонояну Рубику Гариковичу ученую степень кандидата экономических наук.

При проведении тайного голосования диссертационный совет Финансового университета Д 505.001.101 в количестве 10 человек, из них 4 доктора наук по профилю (специализации) научной специальности рассматриваемой диссертации, участвовавших в заседании, из 11 человек, входящих в состав совета, проголосовали: за присуждение ученой степени – 10, против присуждения ученой степени – нет, недействительных бюллетеней – нет.

Председатель диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.101,
доктор экономических наук, профессор

Е.А. Каменева

Ученый секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.101,
доктор экономических наук, доцент

С.Р. Древинг

12.11.2025