

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. является особенно актуальной в условиях трансформации российской экономики после 2022 г., в том числе в рамках существенных изменений на рынке капитала. Значительные внешние ограничения и санкционное давление сместили фокус на внутренние источники финансирования, которые теперь являются ключевыми для обеспечения долгосрочных ресурсов, необходимых отечественным компаниям для адаптации к новой среде и вызовам в отношении роста и последующего развития. В этом контексте российский рынок акционерного капитала приобретает особое значение для целей мобилизации инвестиций.

Таким образом, важным направлением работ становится развитие инструментов размещения акций для привлечения капитала на российском публичном рынке: такие инструменты должны быть эффективными, прозрачными, доступными и результативными в рамках современных условий. При этом, одним из ключевых и наиболее чувствительных аспектов таких инструментов, который оказывает наибольшее влияние на их указанные характеристики и применимость, является алгоритм формирования стоимости потенциальных эмитентов. Достижение оптимального функционирования данного алгоритма на локальных сделках позволит успешно применять инструменты IPO и DPO отечественными компаниями, способствуя развитию рынка капитала и достижению стратегических целей в отношении финансового рынка, отмеченных Президентом РФ, Правительством РФ и Банком России.

Проведенный соискателем анализ научной литературы заслуживает высокой оценки. В работе продемонстрирован системный подход к изучению широкого круга источников, включая фундаментальные исследования как отечественных, так и зарубежных авторов в области корпоративных финансов, оценки бизнеса и теории стоимости, а также формирования стоимости компаний в рамках публичного размещения акций.

Формулировка цели работы полностью соответствует актуальным потребностям российских эмитентов акций в рамках оценки стоимости бизнеса, а поставленные задачи взаимосвязаны и направлены на последовательное достижение цели исследования. Структура работы является логически обоснованной, а последовательное изложение материала демонстрирует глубокое понимание автором предметной области и способность к системному мышлению: каждый раздел работы естественным образом вытекает из предыдущего.

Теоретическая значимость работы проявляется в развитии теории оценки стоимости бизнеса за счет выявленных факторов влияния на формирование стоимости потенциальных эмитентов при публичном привлечении акционерного капитала в современных условиях, а также за счет предложенной классификации российских частных и институциональных инвесторов в новом ландшафте рынка с точки зрения их значения для алгоритма формирования стоимости компаний. Выдвинутые положения способствуют достижению корректной оценки стоимости эмитентов при проведении публичных размещений акций.

Практическая значимость исследования заключается в предложенных рекомендациях по совершенствованию алгоритма формирования стоимости компаний при проведении IPO и DPO. Применение разработанных рекомендаций позволит достигать оптимального функционирования алгоритма, что будет выражаться в корректном определении стоимости эмитентов на сделках, а также последующем росте капитализации компаний до уровней рыночной оценки стоимости их акционерного капитала.

В частности, автором было раскрыто и обосновано ключевое значение институциональных инвесторов в рамках алгоритма формирования стоимости

потенциальных эмитентов, в особенности инвестиционных фондов первой категории по выдвинутой классификации. При этом, несмотря на доминирующую позицию розничных инвесторов в общем объеме спроса на публичных размещениях акций, их вклад в формирование стоимости компаний является минимальным или вовсе отсутствует.

Проведенное исследование является законченным и целостным научным трудом, отвечающим всем критериям к диссертации. Глубина проработки теоретического материала, подкрепленная практической апробацией разработанных рекомендаций, демонстрирует способность соискателя к самостоятельному решению сложных прикладных задач.

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?

Выполненное исследование соответствует требованиям, предъявляемым к кандидатским диссертациям, а его автор, Тоноян Р.Г., заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы.

Заместитель директора по научной деятельности
Институт управления, экономики и финансов
Доцент Высшей школы бизнеса
Казанский федеральный университет
д.э.н., доцент

Захматов Дмитрий Юрьевич

20 октября 2025 г.

ФГАОУ ВО «Казанский (Приволжский) Федеральный Университет»
420008, Республика Татарстан, г. Казань, ул. Кремлевская, д. 18 корп. 1
телефон: +7 (987) 424-72-22
e-mail: djzahmatov@kpfu.ru