

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

Диссертация Тонояна Рубика Гариковича посвящена актуальной в настоящее время научной и практической проблеме – оценке стоимости потенциальных эмитентов в рамках проведения публичных размещений акций, в частности IPO, в условиях значительных изменений в российской экономике с 2022 года. Актуальность исследования обусловлена необходимостью переосмысления алгоритма формирования стоимости отечественных компаний с учетом современных ограничений, ландшафта инвесторов, повышенной волатильности и прочих факторов, характеризующих рынок акционерного капитала в России в последние несколько лет.

Результаты исследования могут быть востребованы как российскими эмитентами акций, планирующими привлечь акционерное финансирование на публичном рынке капитала, так и инвестиционными банками, осуществляющими консультационные услуги компаниям по организации сделок.

Объект, предмет, цель и задачи диссертации изложены четко и последовательно. Аналогичным образом ясно и определенно сформулирована гипотеза исследования.

Не может не обращать на себя внимание высокая степень разработанности темы диссертации, которая, в силу отсутствия подобных работ среди отечественных авторов, в основном базируется на зарубежных исследованиях в области формирования стоимости компаний при публичном привлечении

акционерного капитала, однако также охватывает известных российских ученых, специализирующихся на оценке стоимости бизнеса и корпоративных финансах.

Среди теоретических аспектов новизны интерес вызывает предложенная классификация инвесторов на российском рынке акционерного капитала, которая дает возможность потенциальным эмитентам и их консультантам определять приоритет позиций участников алгоритма формирования стоимости для оптимального установления стоимости в рамках сделок.

Особую важность представляют результаты анализа применения и разработанные предложения по дальнейшей адаптации инструмента IPO как наиболее распространенного среди отечественных компаний в настоящее время. В рамках диссертационного исследования были предложены конкретные рекомендации по совершенствованию процесса формирования стоимости компаний, которые привлекают капитал посредством первичного публичного размещения собственных акций, в том числе в соответствии с рекомендациями важно отдельно подчеркнуть:

1. незаменимость институциональных инвесторов в качестве одной из сторон алгоритма формирования стоимости потенциальных эмитентов, в особенности крупнейших фондов с наибольшим опытом и ведущими аналитическими платформами. При этом розничные инвесторы, несмотря на их большинство в структуре объемов торгов на вторичном рынке капитала и в структуре общего спроса на сделках, не могут внести соответствующий вклад в определение стоимости компаний из-за различных сдерживающих факторов;

2. ограничение на использование показателя IPO-дисконта к результатам оценки стоимости акционерного капитала эмитентов со стороны независимых аналитиков брокеров при формировании стоимости компаний на сделках, при этом фокус на применении аналогичного показателя, метод расчета которого основан на релевантных мультипликаторах российских публичных аналогов;

3. эффективность установления узкого диапазона стоимости компании перед началом этапа сбора книги заявок, а также принятие решения об окончательном уровне стоимости акционерного капитала эмитента при реализации

сделки на основе концентрации спроса со стороны инвестиционных фондов, а не общего спроса от всех типов инвесторов.

Результаты исследования основаны на существенном анализе большинства IPO российских эмитентов, проведенных в 2022-2024 гг., апробированы на множестве научных конференций и отражены в соответствующих журналах. Выводы диссертации используются в учебном процессе Финансового университета, а также в практической деятельности ПАО «Сбербанк России».

В то же время, по тексту автореферата возникает несколько вопросов и предложений для будущих исследований автора по данной теме:

1. Включает ли рекомендация по исключению розничных инвесторов из сторон алгоритма формирования стоимости при публичном привлечении акционерного капитала в том числе исключение частных инвесторов первой категории по предложенной авторской классификации, которая обладает сравнительно более высоким уровнем чувствительности к оценке по сравнению с другими категориями? Если да, то почему?

2. Почему автором были исключены из анализа публичные размещения акций отечественных компаний, проведенные летом и осенью 2024 г.? В число таких сделок можно включить IPO следующих эмитентов: Группа Элемент, IVA Technologies, ВсеИнструменты.ру, Промомед, Arenadata и Озон Фармацевтика.

3. Видится перспективным проведение дополнительного анализа на основе большего размера выборки IPO российских эмитентов в новых экономических условиях по мере их реализации на российском рынке акционерного капитала.

Представленные вопросы и предложения преследуют цель уточнения определенных деталей исследования, а также расширения научной дискуссии, но ни в коем случае не снижают значимость проделанной автором работы.

Считаю, что диссертация на тему «Формирование стоимости компаний при публичном привлечении акционерного капитала в условиях трансформации экономики» отличается высокой степенью актуальности и значительным научно-практическим потенциалом. Автору удалось глубоко исследовать сложные

аспекты формирования стоимости потенциальных эмитентов при публичном привлечении акционерного капитала, учитывая особенности современных трансформационных процессов в экономике. Работа демонстрирует высокий уровень теоретической проработки, обоснованность методологических подходов и оригинальность предложенных рекомендаций.

Поэтому не вызывает сомнений, что Тоноян Рубик Гарикович заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Руководитель направления
Управления по работе с эмитентами акций
Департамента по работе с эмитентами
ПАО «Московская биржа»,
кандидат экономических наук



Горбачев Александр Сергеевич

10 октября 2025 г.

ПАО «Московская биржа»,
125009, Москва, Большой Кисловский переулок, д.13
телефон: +7 (495) 363-32-32
e-mail: aleksandr.gorbachev@moex.com

