

## ОТЗЫВ

члена диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101  
по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук,  
на соискание ученой степени доктора наук д.э.н., доцента  
Древинг Светланы Робертовны по диссертации на соискание учёной степени  
кандидата экономических наук  
Гулевича Ивана Ивановича

Гулевич Иван Иванович представил диссертацию на тему: «Развитие методов оценки стоимости бизнеса в условиях санкционных экономических изменений» на соискание учёной степени кандидата наук к публичному рассмотрению и защите по научной специальности 5.2.4 Финансы.

Содержание диссертации полностью соответствует паспорту научной специальности, выполнено в соответствии с пунктом п. 6. «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав».

Считаю возможным допустить соискателя учёной степени к защите диссертации.

Отмечаю, что:

1) соискатель учёной степени Гулевич Иван Иванович предложил значимое для науки и практики решение актуальной научной задачи, имеющей важное социально-экономическое значение — развитие теоретических положений и разработка методических подходов и практических рекомендаций по совершенствованию традиционных методов оценки стоимости бизнеса в условиях санкционных экономических изменений в рамках модификации доходного и сравнительного подходов.

2) соискателем учёной степени Гулевичем Иваном Ивановичем получены следующие новые научные результаты:

**теоретические:** введены новые факторы формирования стоимости компании и риски ведения бизнеса: финансовые (удорожание логистики за счет усложнения расчетов по экспортным и импортным сделкам и усложнения схемы поставок, рост цен на сырье и материалы, волатильность национальной валюты, рост процентных ставок) и нефинансовые (переориентация на новые рынки сбыта, факт наличия компании в санкционных списках SDN, SSI, дивидендный рейтинг), которые учитывают экономико-правовые и финансово-экономические ограничения и запреты со стороны недружественных стран, вызванные санкционными изменениями;

**методические:** предложен модифицированный метод дисконтирования денежных потоков, отличающийся учетом влияния новых факторов формирования стоимости на моделирование выручки, постоянных, переменных и капитальных расходов, потребность в оборотном капитале, и на расчет ставки

дисконтирования; уточнен метод кумулятивного построения ставки дисконтирования, включающий влияние санкционных рисков в виде нового слагаемого, которое определяется по авторской шкале измерения уровня риска в зависимости от степени санкционного давления; разработана финансовая модель оценки стоимости бизнеса с использованием алгоритма имитационного моделирования, которая реализована в программной среде Python;

**практические:** разработан комплекс научно-практических рекомендаций по оценке стоимости бизнеса, который основан на направлениях анализа санкционных ограничений в рамках трех основных подходов: доходного, сравнительного и затратного;

3) диссертация «Развитие методов оценки стоимости бизнеса в условиях санкционных экономических изменений» обладает внутренним единством. Работу отличает логичность и последовательность изложения исследуемых проблем. Структура работы позволила в полной мере использовать системный, структурный и логический методы анализа. Результаты диссертационного исследования составляют теоретическую основу для развития методического инструментария оценки стоимости бизнеса в условиях санкционных экономических изменений и соответствуют заявленной цели и поставленным задачам;

4) обоснованность положений и выводов диссертации «Развитие методов оценки стоимости бизнеса в условиях санкционных экономических изменений» подтверждена следующими аргументами:

- предложенные новые финансовые и нефинансовые факторы формирования стоимости компании и риски ведения бизнеса, учитывающие экономико-правовые и финансово-экономические ограничения и запреты со стороны недружественных стран, вызванные санкционными изменениями базируются на основных теоретических концепциях корпоративных финансов и оценки стоимости бизнеса, согласованы с предыдущими научными результатами по данной проблематике;

- разработанный модифицированный метод дисконтирования денежных потоков, равно как и предложенный метод кумулятивного построения ставки дисконтирования, включающий влияние санкционных рисков основаны на теоретическом обобщении точек зрения, представленных в современных исследованиях в области оценочной деятельности;

- использованием современных, адекватных изучаемым явлениям, методик сбора и обработки исходной информации: практические результаты работы основаны на анализе генеральной совокупности 150 российских публичных компаний (по данным мониторинга информационного агрегатора Finance Marker за 2021-2023 гг.), корректно применены методы

эконометрического моделирования, статистики и машинного обучения при разработке авторской финансовой модели оценки стоимости бизнеса;

- результаты исследования представлены на конференциях различных уровней и получили положительную оценку, в том числе XVIII Международной научно-практической конференции «Корпоративная социальная ответственность и этика бизнеса» (Москва, Финансовый университет, 19-20 мая 2022 г.); IV Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, Финансовый университет, 29 сентября 2022 г.); на Четырнадцатой Международной научно-практической конференции «Стоимостная оценка в России: новые вызовы и перспективы» (Москва, Финансовый университет, 24 ноября 2022 года); XVIII Международном научном конгрессе «Роль бизнеса в трансформации общества - 2023» (Москва, Университет «Синергия», 10-14 апреля 2023 г.); на V Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, Финансовый университет, 28 сентября 2023 г.);

Достоверность результатов, полученных Гулевичем И.И., обусловлена:

- критическим анализом значимых работ в области формирования методологического аппарата стоимостной оценки бизнеса и корректным использованием действующих законодательных и нормативных актов, регулирующих исследуемую предметную область профессиональной деятельности, в том числе по стандартизации оценочной деятельности на уровне федеральных стандартов оценки и нормативных документов саморегулируемых организаций;

- применением известных общенаучных методов исследования;

- наличием положительных результатов апробации исследования, публикаций по проблематике работы;

5) результаты диссертации Гулевича И.И. нашли практическое применение в деятельности Межгосударственного банка при осуществлении расчетного и технологического обслуживания инфраструктурных проектов, имеющих межгосударственное значение, а также поддержке внешнеторговых операций стран СНГ в национальных валютах. Внедрение разработанного модифицированного метода дисконтированных денежных потоков оценки стоимости бизнеса в условиях санкционных экономических изменений в Российской Федерации и Республике Беларусь в деятельность Департамента развития предпринимательской деятельности, отдела предпринимательства, услуг и инвестиций Евразийской экономической комиссии способствует повышению эффективности управления бизнесом в странах Евразийского экономического союза. Материалы диссертации используются Департаментом корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса Финансового университета в рамках Научно-исследовательских семинаров для

студентов, обучающихся по направлению подготовки 38.04.01 «Экономика», направленность программы магистратуры «Оценка бизнеса и корпоративные финансы».

б) диссертация содержит сведения о личном вкладе Гулевича И.И. в науку, который выразился в личном выполнении автором диссертации всех этапов процесса исследования: от определения цели и постановки задач исследования, сбора, систематизации информационных источников до обработки и интерпретации эмпирических данных, формулировке выводов, подготовке авторских публикаций по выполненной работе;

7) все материалы, заимствованные Гулевичем И.И. из чужих текстов (работ), оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источника заимствования.

Соискатель учёной степени Гулевич И.И. указал, что лично им получены следующие результаты:

- новые факторы формирования стоимости компании и риски ведения бизнеса: финансовые (удорожание логистики за счет усложнения расчетов по экспортным и импортным сделкам и усложнения схемы поставок, рост цен на сырье и материалы, волатильность национальной валюты, рост процентных ставок) и нефинансовые (переориентация на новые рынки сбыта, факт наличия компании в санкционных списках SDN, SSI, дивидендный рейтинг), которые учитывают экономико-правовые и финансово-экономические ограничения, вызванные санкционными изменениями (ограничение доступа к европейским и американским рынкам, запрет логистических операций по поставке продукции, импорта сырья, комплектующих и оборудования, экспорта продукции, запреты международных транзакций подсанкционных банков и использования российских активов в недружественных странах) (С. 32-37);

- модифицированный метод дисконтирования денежных потоков, учитывающий влияние новых факторов формирования стоимости на моделирование выручки, постоянных, переменных и капитальных расходов, потребность в оборотном капитале, и на расчет ставки дисконтирования (С. 49-59);

- авторская финансовая модель оценки стоимости бизнеса с использованием алгоритма имитационного моделирования и авторской шкалы измерения уровня риска в зависимости от степени санкционного давления при расчете ставки дисконтирования методом кумулятивного построения (С. 59-67; 70-76);

- разработанный метод расчета стоимости российских публичных компаний по данным фондового рынка на основе статистической модели учета влияния на стоимость значимых финансовых и нефинансовых показателей (рентабельность активов; текущая доходность; средняя за пять лет операционная прибыль; дивидендный рейтинг; факт наличия компании в санкционном списке SSI и SDN;



рост стоимости акций; финансовый рост по шкале от 0 до 5, рассчитываемый по темпам роста выручки, прибыли и собственного капитала; эффективность по шкале от 0 до 5, определяемая с учетом ROE, ROS и ROIC), которая построена с применением инструментария машинного обучения. Метод позволяет прогнозировать степень влияния санкционных ограничений на потенциальное изменение стоимости бизнеса (С. 78-98);

- комплекс научно-практических рекомендаций по оценке стоимости бизнеса в условиях санкционных экономических изменений, включающий анализ направлений влияния санкций в компонентах финансовой модели дисконтированных денежных потоков, определение факторов, которые необходимо использовать при отборе аналогов в рамках сравнительного подхода, учет сформулированных направлений финансово-стоимостного анализа в рамках затратного подхода в оценке стоимости бизнеса и изучение ликвидности объекта оценки (С. 98-110);

8) основные научные результаты диссертации опубликованы в 5 работах в российских рецензируемых научных изданиях, рекомендуемых Высшей аттестационной комиссией Российской Федерации для опубликования основных научных результатов диссертаций на соискание учёных степеней доктора и кандидата наук общим объемом 4,95 п.л. (весь объем авторский) по теме диссертации;

9) соискатель учёной степени Гулевич И.И. в ходе работы над диссертацией показал себя как состоявшийся исследователь, владеющий методологией научного познания, обладающий необходимыми компетенциями, которые позволяют решать научные и научно-практические задачи сфере оценочной деятельности в рамках специальности 5.2.4 Финансы.

Однако, по материалам диссертации выявлен ряд замечаний, которые требуют уточнения и пояснений:

На С.16-17 автор классифицирует санкции по сферам (сегментам), выделяя, в том числе категории: финансовые санкции и валютные санкции. Представленная характеристика ограничений и запретов содержательно идентична, целесообразно было бы объединить в одну категорию. В выводах по главе 1 (С. 40) в числе новых нефинансовых факторов формирования стоимости и рисков ведения бизнеса представлены факт наличия компании в санкционных списках SDN, SSI и дивидендный рейтинг. Данное утверждение требует своей аргументации.

Целесообразно пояснить присутствие в генеральной совокупности 150 российских публичных компаний X5 Retail Group, Globaltrans Investment PLC, OKEY Group, ценные бумаги которых представлены на финансовом рынке глобальными депозитарными расписками (Приложение А).

Следует отметить, что указанные замечания не снижают теоретико-методологической и практической ценности диссертационной работы и ее положительной оценки.

Исходя из изложенного, полагаю, что представленная к защите диссертация:

- 1) соответствует заявленной научной специальности и может быть допущена к защите;
- 2) соответствует установленным критериям и требованиям.

*СД*

(личная подпись)

Древинг Светлана Робертовна  
Доктор экономических наук, доцент

*11.01.2024*



нау-

и  
ситета  
ухова  
*04* г.