

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., Козыря Юрия Васильевича
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 5.2.4. – финансы (экономические науки).

Полагаю возможным допустить соискателя учёной степени к защите диссертации.

Отмечаю следующее.

- 1) Соискатель учёной степени Гулевич И.И. предложил значимое для науки и практики практико-ориентированное исследование, в рамках которого были представлены научные задачи, имеющие важное хозяйственное значение.
- 2) Соискателем учёной степени Гулевичем И.И. в соответствии с целью и задачами исследования обоснованы следующие научные результаты:
 - (1) новые факторы формирования стоимости компании и риски ведения бизнеса (с. 32-37); (2) 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); (3) 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); (4) (с. 60-74; 114-120); (4) метод расчета стоимости российских публичных компаний по данным фондового рынка на основе статистической модели учета влияния на стоимость значимых финансовых и нефинансовых показателей, позволяющий прогнозировать степень влияния санкционных ограничений на потенциальное изменение стоимости бизнеса (с. 78-98); (5) 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).

Следует отметить, что по анализу диссертационной работы ее ключевым элементом является «», представленный на. В этой связи следует отметить. Однако ни один из этих блоков в дальнейшем не раскрыт в содержательном плане.

- 3) Диссертация «РАЗВИТИЕ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА В УСЛОВИЯХ САНКЦИОННЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ИЗМЕНЕНИЙ» обладает высокой степенью внутреннего единства.
- 4) Достоверность научных положений и результатов проведенного исследования основаны на анализе генеральной совокупности 150 российских публичных компаний (по данным мониторинга информационного агрегатора Finance Marker за 2021-2023 гг.), что обеспечивает высокую степень обоснованности.
- 5) Как указано в диссертационной работе, результаты диссертации Гулевич И.И. Материалы диссертации используются в практической деятельности Межгосударственного банка. В частности, используется разработанный в диссертации метод оценки стоимости бизнеса в условиях санкционных экономических изменений, внедрение которого способствует предоставлению расчетного и технологического обслуживания инфраструктурных проектов, имеющих межгосударственное значение, а также поддержке внешнеторговых операций стран СНГ в национальных валютах. Материалы диссертации используются в практической деятельности Департамента развития предпринимательской деятельности, отдела предпринимательства, услуг и инвестиций Евразийской экономической комиссии. По материалам исследования внедрен разработанный в диссертации модифицированный метод дисконтированных денежных потоков оценки стоимости бизнеса в условиях санкционных экономических изменений в Российской Федерации и Республике Беларусь. Материалы диссертации используются Департаментом корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса Финансового университета в проведении Научно-исследовательских семинаров для студентов, обучающихся по направлению подготовки 38.04.01 «Экономика», направленность программы магистратуры «Оценка бизнеса и корпоративные финансы».

- 6) Диссертация содержит сведения о личном вкладе Гулевич И.И. в диссертационную работу, который выразился в: разработанном модифицированном методе дисконтирования денежных потоков, учитывающим влияние новых факторов формирования стоимости; обосновании финансовой модели оценки стоимости бизнеса с использованием алгоритма имитационного моделирования и авторской шкалы измерения уровня риска в зависимости от степени санкционного давления; разработанном методе расчета стоимости российских публичных компаний, учитывающим влияние санкционных ограничений.
- 7) Все материалы или отдельные результаты, заимствованные Гулевичем И.И. из чужих текстов (работ), оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источника заимствования.
- 8) Основные научные результаты диссертации опубликованы в Основные положения диссертации опубликованы в 5 работах общим объемом 4,95 п.л. (весь объем авторский) в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.
- 9) Вместе с тем, в представленном варианте диссертационной работы имеется ряд недостатков:
- На стр. 59 представлена формула расчета терминальной стоимости на базе модели Гордона-Шапиро, в которой в качестве базы потока доходов используется показатель «NOPAT». Однако есть убедительные аргументы ряда авторов (в частности, Копленда, Коллера и Муррина, на которых в данной работе также имеются ссылки), утверждающих, что при использовании в модели Гордона показателя NOPAT, данную модель следует модернизировать, введя в ее числитель дополнительный множитель $(1 - g/dROIC)$, отражающий необходимость реинвестиций для продолжения операционной деятельности в постпрогнозный период (Примечание: $dROIC$ - это приростная рентабельность инвестированного капитала).
 - На стр. 61, в частности, написано: «Однако в базовой модели У. Шарпа возникает проблема учета рисков, которая связана с размером, ликвидностью, специфическими рисками непубличной компании, местом ведения бизнеса – страновой риск, долговой нагрузкой. В связи с этим больше известна модифицированная модель У. Шарпа [98], [99], которая описывается моделью (7)

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + R_l + R_s + R_v,$$

где <...> R_l – риск ликвидности, <...>» (конец цитаты).

В этой связи необходимо отметить следующее. Во-первых, никаких проблем с долговой нагрузкой модель CAPM не имеет. Во-вторых, модифицированная модель CAPM (MCAPM) не содержит компоненты « R_l » - из дополнительных

факторов, не учтенных в CAPM, MCAPM содержит лишь премию за размер и премию за специфические риски (причем У. Шарп был против введения премии за специфические риски, поскольку его модель была разработана для полностью диверсифицированного пакета акций). В-третьих, в представленных автором диссертации литературных источниках ([98], [99]) указанная модель (7) отсутствует.

- На стр. 68 представлен итоговый расчет ставки дисконтирования из сквозного примера. В рамках этого расчета осуществляется суммирование результатов оценок ставок дисконтирования, полученных на основе различных методов, с взвешиванием каждого из этих результатов. Однако при этом автор диссертации почему-то не обосновал, почему он придал максимальную значимость (70%) результату кумулятивного метода, который сам по себе является наименее научно обоснованным из всех существующих методов оценки ставки дисконтирования.
- На стр. 69 написано: «Предложен модифицированный метод дисконтированных денежных потоков, учитывающий влияние новых факторов формирования стоимости на моделирование выручки, постоянных, переменных и капитальных расходов, потребность в оборотном капитале». В этой связи возникают вопросы: о каких именно факторах идет речь? – На стр. 52-59 приведено описание стандартных для рассматриваемой модели факторов и отдельных частных, однако ничего принципиально нового для модели дисконтированных денежных потоков там нет. Соответственно, возникает вопрос: в чем именно заключается содержание раздела 2.2 «Модификация доходного подхода к оценке бизнеса в условиях санкций»? Единственное, что действительно можно к этому отнести – это премию за риск введения санкций, представленную в таблице 15 на стр. 67, однако это лишь один новый фактор, а не «новые факторы».
- На стр. 76 представлена формула (11), являющаяся методологической базой предложенной далее модели оценки:

$$EEV = PVCFC_{cp} \times p,$$

где EEV – оценка математического ожидания стоимости бизнеса;

$PVCFC_{cp}$ – средняя ожидаемая текущая стоимость денежных потоков по результатам моделирования;

p – вероятность возникновения положительного денежного потока, рассчитываемая как соотношение количества положительных исходов текущей стоимости денежных потоков к общему числу экспериментов,

В этой связи возникает несколько вопросов: (1) что именно получится при использовании данной формулы, если показатель « $PVCFC_{cp}$ » примет отрицательные значения? (2) как именно рассчитывается показатель « $PVCFC_{cp}$ »? (3) на представленном выше на этой же странице рисунке 4 приведено распределение

стоимости инвестированного капитала, где, в том числе, показаны его отрицательные значения. В этой связи возникает еще один вопрос: как вообще (изначально) инвестированный капитал может принимать отрицательные значения?

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

- 1) соответствует заявленной научной специальности (научным специальностям) и может быть допущена к защите;
- 2) в целом, несмотря на указанные выше замечания, соответствует установленным критериям и требованиям.

3

Козырь Юрий Васильевич
доктор экономических наук

11.01.2024



№

ета

ова

г.