

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 Лосевой Ольги Владиславовны 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. 16. «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 по оценке стоимости бизнеса в условиях санкционных экономических изменений в части модификации доходного и сравнительного подходов, учитывающей влияние санкций;

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

теоретические: установлены новые факторы формирования стоимости и рисков 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;

методические: предложен модифицированный метод дисконтирования денежных потоков, учитывающий влияние новых факторов формирования стоимости на моделирование выручки, постоянных, переменных и капитальных расходов, потребность в оборотном капитале; модифицирован метод кумулятивного построения ставки дисконтирования, в частности, к базовой формуле расчета ставки дисконтирования предложено добавить новое слагаемое –

риск, связанный с санкционными экономическими ограничениями, для которого построена авторская шкала оценки уровня риска;

практические: построена финансовая модель оценки стоимости бизнеса для компаний лесопромышленного комплекса на основе модифицированного метода доходного подхода, отличающаяся применением алгоритма имитационного моделирования методом Монте-Карло, которая реализована в программной среде Python; разработаны рекомендации по применению доходного, сравнительного и затратного подходов к оценке стоимости бизнеса в условиях санкционных экономических изменений;

3) диссертация «Развитие методов оценки стоимости бизнеса в условиях санкционных экономических изменений» обладает внутренним единством. Материал изложен последовательно, соблюдена логика перехода от общего к частному. В начале раскрываются системные изменения в экономике и их влияние на оценку стоимости бизнеса, даются теоретико-методические предпосылки развития стоимостной оценки в условиях санкционных экономических ограничений, обосновывающие модификацию доходного и сравнительного подходов. Затем предлагаются конкретные методические и практические рекомендации по оценке стоимости бизнеса в условиях санкционных ограничений;

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

- полученные соискателем результаты не противоречат фундаментальным положениям теории оценки стоимости бизнеса, корпоративных финансов, изложенным в трудах отечественных и зарубежных авторов, программным документам, законодательным и нормативным актам по исследуемой проблематике, результатам монографических исследований;

- правомерность выявленных автором значимых финансовых и нефинансовых показателей, влияющих на стоимость бизнеса в условиях санкционных изменений, построенной финансовой модели оценки стоимости бизнеса на основе алгоритма имитационного моделирования обоснована данными статистических исследований (150 публичных компаний по выборке);

Достоверность результатов, полученных Гулевичем И.И., обусловлена использованием действующей теоретико-методологической базы в сфере оценочной деятельности, актуальных законодательных и нормативных положений, регулирующих исследуемую предметную область профессиональной деятельности, корректным расчетом финансовых показателей деятельности промышленных компаний, построением денежных потоков, учитывающих влияние санкций, и применением алгоритма имитационного моделирования для построения финансовой модели оценки стоимости бизнеса;

5) результаты диссертации Гулевича И.И. используются: в практической деятельности Межгосударственного банка для расчетного обслуживания инфраструктурных проектов, имеющих межгосударственное значение, а также поддержки внешнеторговых операций стран СНГ в национальных валютах; в практической деятельности Департамента развития предпринимательской деятельности, отдела предпринимательства, услуг и инвестиций Евразийской экономической комиссии, что способствует повышению эффективности управления бизнесом в странах ЕАЭС. 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».

Выводы и результаты диссертационного исследования Гулевича И.И. ориентированы на широкое использование в практической деятельности оценщиками, финансовыми консультантами и инвестиционными аналитиками, а также образовательными организациями при преподавании дисциплин, связанных с оценкой стоимости бизнеса;

6) диссертация содержит сведения о личном вкладе Гулевича И.И. в науку, который выразился в самостоятельной постановке задач исследования, анализе и обобщении источников информации по теме диссертации, получении исходных эмпирических данных, их обработке и интерпретации, решении поставленных задач исследования и развитии научных представлений о традиционных методах оценки бизнеса на основе модификации доходного и сравнительного подходов под влиянием санкционных ограничений, внедрении полученных результатов в практику деятельности компаний, их апробации на научных конференциях, 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 Гулевича 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 трансакций 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 журналах, определенных ВАК при Минобрнауки России (весь объем авторский);

9) соискатель учёной степени Гулевич И.И. в ходе работы над диссертацией показал себя как профессиональный целеустремленный исследователь, полностью владеющий необходимыми системными знаниями по специальности 5.2.4 Финансы в соответствии с диссертационной тематикой, а также принципами и методологией научного познания, продемонстрировал квалификационные способности решать научные задачи в сфере оценочной деятельности.

По диссертации имеются следующие вопросы, которые нуждаются в пояснении на защите:

- 1) Почему для иллюстрации модификации доходного подхода и построения авторской финансовой модели выбран лесопромышленный комплекс? Насколько применима полученная модель к другим отраслям?
- 2) По какой выборке компаний определялись коэффициенты Фай-Крамера в таблице 6? Ссылка дана на авторскую статью по лесопромышленному комплексу, однако среди переменных есть «отрасль» и «сектор», поэтому выборка требует уточнения;
- 3) На основании чего для формирования авторской шкалы уровня риска, связанного с санкционными ограничениями, выбран указанный диапазон риска (1%-5%)?

Указанные вопросы не носят принципиального характера и не влияют на общее положительное впечатление от проведенного исследования.

Полагаю, что представленная к защите диссертация:

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

О.В. Лосева
(личная подпись)

Лосева Ольга Владиславовна
Доктор экономических наук, доцент

11.01.2024



тетра
хова
'4 г.