

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
Львовой Надежды Алексеевны 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 ученой 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 в пункте 16 «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав».

Полагаю возможным допустить соискателя ученой степени к защите диссертации.

Отмечаю, что:

1) соискатель ученой степени (Гулевич И.И.) предложил значимое для науки и практики решение актуальной научной задачи, имеющей важное хозяйственное значение, предложив новые методические решения по совершенствованию оценки бизнеса в условиях санкционных ограничений, что позволит более объективно определять стоимость компаний, способствуя развитию оценочной деятельности в Российской Федерации и, тем самым, принятию более эффективных финансовых решений, основанных на результатах данной деятельности;

2) соискатель ученой степени (Гулевич И.И.) ввел в научный оборот следующие новые научные результаты:

теоретические:

- *уточнены* факторы стоимости российских компаний и бизнес-риски, связанные с прямыми и косвенными санкционными ограничениями, в том числе выделено две группы соответствующих факторов и рисков (финансовые и нефинансовые), которые следует учитывать как предпосылки совершенствования методических решений в области оценки бизнеса;
- *уточнено и дополнено* содержание метода дисконтирования денежных потоков, применяемого для оценки бизнеса в условиях санкционных ограничений, в частности, на примере российских компаний лесопромышленного комплекса (ЛПК) конкретизировано, как влияние международных экономических санкций

должно быть формализовано в оценке возвратного потока за прогнозный и постпрогнозный периоды;

– *разработана* модель оценки стоимости бизнеса методом дисконтированного денежного потока (ДДП), влияние санкционных ограничений в которой предложено учитывать, используя имитационное моделирование элементов денежного потока с учетом связанных с данными ограничениями факторов и рисков, а также предусмотрев надбавку к ставке дисконтирования, определяемую по авторской методике экспертным способом;

практические:

– *введена* методика применения метода машинного обучения в целях оценки капитализации российских публичных компаний с учетом влияния факторов и рисков, связанных с санкционными ограничениями;

– *предложены* научно-практические рекомендации по совершенствованию методологии оценки стоимости российских компаний, содержащие новые решения по адаптации доходного, сравнительного и затратного подходов к условиям санкционных ограничений;

3) диссертация «Развитие методов оценки стоимости бизнеса в условиях санкционных экономических изменений» обладает внутренним единством, степень которого можно оценить как высокую, учитывая логичную структуру, связность и последовательность изложения положений, результатов и выводов исследования;

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

– новые положения, касающиеся новых факторов стоимости российских компаний и бизнес-рисков, связанных с санкционными ограничениями, не вступают в противоречие с другими независимыми исследованиями в этой области;

– скорректированный метод дисконтированного денежного потока для оценки стоимости российских компаний ЛПК в условиях санкционных ограничений опирается на традиционные методические подходы к расчету элементов возвратного потока в прогнозном периоде и определению его терминальной стоимости для постпрогнозного периода (в том числе модель Гордона);

– авторская модель оценки стоимости бизнеса методом ДДП соответствует содержанию данного метода, которое не исключает использование имитационного моделирования элементов возвратного потока и кумулятивного построения ставки дисконтирования, широко применяемых в практике оценочной деятельности;

– методические рекомендации в области оценки капитализации российских публичных компаний основываются на корректном применении метода машинного обучения;

– научно-практические рекомендации по оценке стоимости российских компаний в условиях санкционных ограничений соответствуют общепринятой методологии доходного, сравнительного и затратного подходов;

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

- использованием обобщенных выводов независимых фундаментальных и прикладных научных исследований, а также актуальных информационных источников по теме диссертации, включая нормативно-правовые акты, методические материалы, аналитические отчеты, справочную литературу, сведений информационно-аналитической системы FinanceMarker.ru;
- применением современных методик сбора и обработки исходной информации, адекватных цели и задачам исследования методических подходов к оценке бизнеса в условиях санкционных ограничений, представительными выборочными совокупностями с обоснованием подбора компаний для разработки и апробации авторских моделей оценки стоимости в контексте темы диссертации;
- воспроизводимостью результатов исследования применительно к оценке стоимости бизнеса российских компаний в условиях разной степени влияния международных экономических санкций;
- успешной апробацией полученных результатов в рамках научных мероприятий, в том числе на XVIII Международной научно-практической конференции «Корпоративная социальная ответственность и этика бизнеса» (Москва, Финансовый университет при Правительстве РФ, 19-20 мая 2022 г.); IV Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, Финансовый университет при Правительстве РФ, 29 сентября 2022 г.); XIV Международной научно-практической конференции «Стоимостная оценка в России: новые вызовы и перспективы» (Москва, Финансовый университет при Правительстве РФ, 24 ноября 2022 г.); XVIII Международном научном конгрессе «Роль бизнеса в трансформации общества – 2023» (Москва, университет «Синергия», 10-14 апреля 2023 г.); V Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, Финансовый университет при Правительстве РФ, 28 сентября 2023 г.);

5) результаты диссертации Гулевича И.И. нашли практическое применение в деятельности Межгосударственного банка и Департамента развития предпринимательской деятельности Евразийской экономической комиссии, а также при реализации ООП магистратуры «Оценка бизнеса и корпоративные финансы» в Финансовом университете при Правительстве Российской Федерации;

б) диссертация содержит сведения о личном вкладе Гулевича И.И. в науку, который выразился в непосредственном участии соискателя на всех этапах процесса исследования, в том числе в формулировке темы, цели, задач, объекта и предмета исследования; обобщении и систематизации информации по теме диссертации в доступном научном обороте; статистической и эконометрической обработке сведений об анализируемых публичных компаниях; анализе полученных результатов моделирования оценки стоимости российских публичных компаний; апробации и внедрении результатов исследования;

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

Соискатель ученой 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);
- 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;
- 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;
- 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);
- 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;


8) основные научные результаты диссертации опубликованы в *рецензируемых научных изданиях* в 5 работах:

- Гулевич И.И. Теоретико-методологические основы гармонизации стандартов оценочной деятельности в рамках Евразийского экономического союза // Проблемы экономики и юридической практики. 2020. №3. Т. 16. С. 56-60;
- 2. Гулевич И.И. Методические подходы к оценке бизнеса в условиях санкционных ограничений // Проблемы экономики и юридической практики. 2023. №2. Т. 19. С. 271-277;
- 3. Гулевич И.И. Обоснование корректировки методов оценки бизнеса в условиях санкционных ограничений (на примере лесопромышленного комплекса) // Научный журнал «Экономические системы». 2023. №2 (61). Т. 16. С. 76-94;
- 4. Гулевич И.И. Адаптация подходов к стоимостной оценке бизнеса в условиях санкционных экономических изменений // Научно-практический, теоретический журнал «Экономика и управление: проблемы, решения». 2023. №8. Т. 3. С. 5-13;
- Гулевич И.И. Методика оценки рыночной капитализации российских публичных компаний с учетом санкционных ограничений // Российский экономический интернет-журнал. 2023. №3. URL: <https://www.erej.ru/upload/iblock/5ee/dkxjfbaiyx8s3m2xsu5031vstw9hmpes.pdf>;

9) Соискатель ученой степени (Гулевич И.И.) в ходе работы над диссертацией и ее публичной защиты показал необходимые общие теоретические знания по специальности 5.2.4 Финансы; освоил принципы, логику и методологию научного познания в финансовых исследованиях; продемонстрировал умение логично и аргументированно излагать материал об особенностях оценки бизнеса в условиях санкционных ограничений; овладев специальными знаниями, умениями и навыками по оценке стоимости российских компаний, доказал наличие квалификационных способностей к дальнейшей научной деятельности в решении новых научных проблем финансовой отрасли науки.

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.


Львова Надежда Алексеевна
 ДОКТ. ЭКОН. НАУК. ДОЦЕНТ

11.01.2024