

УТВЕРЖДАЮ

Проректор по научной

и исследовательской работе

ФГАОУ ВО «Северо-Кавказский
федеральный университет»

А.А. Алиханов

2023 г.



ОТЗЫВ

ведущей организации – федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Северо-Кавказский федеральный университет» – на диссертационную работу Ивко Дарьи Григорьевны на тему «Развитие методического инструментария оценки ценности акций российских компаний на основе применения метода мультипликаторов», представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по научной специальности 5.2.4 Финансы

Актуальность темы исследования

По мере развития рыночных отношений важнейшим фактором конкурентоспособности российских компаний в долгосрочной перспективе выступает наличие фундаментальной цели – прирост стоимости бизнеса, ориентированный на инновационную динамику, предопределяющую долгосрочное и устойчивое функционирование. Потребность в оценке результативности управленческих воздействий и эффективности инвестиционных проектов, сопровождающих такие хозяйственные операции, как аукционы и конкурсы по продаже пакетов акций компаний, ведение процедуры банкротства, отчуждение имущества для нужд государства, ставит задачу достоверной оценки их стоимости.

Несмотря на наличие законодательных инструментов, регулирующих отношения в сфере оценочной деятельности, современные подходы к оценке стоимости компании несовершенны, требуют регулярного пересмотра и модернизации.

Приведенные аргументы актуализировали необходимость научного поиска в части модификации, развития и совершенствования механизмов проведения оценки стоимости российских компаний с учетом перспективного пересмотра соответствующих нормативно-правовых документов, стандартов оценки стоимости компаний, в том числе стоимости акций, что и осуществлено Ивко Д.Г. в диссертационной работе. Значимость темы исследования подтверждается также необходимостью изучения особенностей поведения рыночных мультипликаторов (как среднеотраслевых, так и мультипликаторов компаний-аналогов РФ) в условиях высокой волатильности российского рынка акций с целью уточнения методики применения инструментария рыночных сопоставлений для оценки стоимости публичных компаний.

Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации

Достоверность и обоснованность полученных результатов подтверждается глубоким анализом, систематизацией и обобщением с помощью заявленных в работе методов исследования нормативно-правовых документов, отражающих деятельность российских компаний на фондовом рынке, данных финансового и нефинансового характера, публикуемых регуляторами, и сведений государственных органов. Основные результаты диссертационного исследования обсуждались и получили одобрение на научных конференциях различного уровня, опубликованы в виде научных статей в изданиях, рекомендованных ВАК Министерства науки и высшего образования Российской Федерации.

Исследование проведено на выборке 46 компаний, принадлежащих к 9 отраслям экономики РФ, охватывает данные за период с 2006 по 2021 гг.

В рамках исследования проведены расчеты, позволившие установить наличие связи между волатильностью доходности ценовых мультипликаторов (P/E и P/B) и волатильностью доходности цен акций российских компаний. В

основе выводов, сделанных автором, лежит самостоятельно выполненная работа по сбору данных и расчету аналитических показателей.

Проведенный автором анализ ориентирован на выявление периодов стабильности и нестабильности (высокой волатильности цен акций) отрасли и входящих в нее организаций, а также потенциальных рисков некорректной оценки стоимости актива методом мультипликаторов.

Использование результатов исследования, предложенного алгоритма оценки модельного риска применения метода мультипликаторов актуально в текущих условиях экономики России на фоне политических, социальных и экономических изменений, а также растущего спроса на услуги оценочных компаний. Доступ к результатам, описывающим прикладной опыт применения методов оценки для российских активов, весьма ограничен, что дополнительно обуславливает необходимость актуализации и развития соответствующих механизмов, в частности при использовании рыночного подхода, к оценке стоимости акций российских компаний.

Сформулированные в диссертационной работе Ивко Д.Г. положения, рекомендации, выводы и предложения, основанные на обобщении большого теоретического и эмпирического материала, соответствуют поставленной цели и задачам исследования. Их выбор определил последовательность изложения и структуру диссертационной работы, которая состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. Все главы логически связаны между собой, суть каждой из них соответствует названию.

Во введении обоснована актуальность темы диссертации, проанализирована степень ее разработанности, определены цель и задачи, объект и предмет исследования, раскрыты положения научной новизны, представлена теоретическая и практическая значимость, теоретико-методологическая и информационная база исследования.

В первой главе «Теоретические основы и ключевые аспекты процесса проведения оценки ценности компании» обобщены теоретические аспекты ценности компании, проведен анализ существующих методов и подходов к ее

оценке, аргументирована необходимость учета рисков применения метода мультипликаторов при проведении оценки ценности акций российских компаний.

Во второй главе «Методика оценки ценности акций российских компаний» предложен методический подход к идентификации наличия, а также выявлению характера связи между волатильностью ценовых мультипликаторов и волатильностью цен акций российских компаний, проведен их факторный анализ, выполнено сравнение на примере российских и шведских компаний. По результатам расчетов обоснована неизбежность неопределенности и риска при использовании метода рыночных мультипликаторов для оценки ценности российских компаний.

Третья глава «Формирование предложений по совершенствованию инструментария проведения оценки ценности акций российских компаний» посвящена разработке методического инструментария, включающего разработку и апробацию алгоритма расчетов в рамках оценки модельного риска использования технологии мультипликаторов для российских компаний.

В заключении изложены основные выводы и результаты исследования.

В приложениях представлена эмпирическая база, не вошедшая в основное содержание работы.

Материалы, заимствованные Ивко Д.Г. из чужих работ, оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источника заимствования, что соответствует пункту 14 положения о присуждении ученых степеней №842 от 24.09.2013 г. (в действующей редакции).

Новизна научных результатов диссертационной работы

Научная новизна исследования Ивко Д.Г. определяется следующими результатами, отличающимися от ранее опубликованных по данной проблематике:

– модифицирован метод мультипликатора в части использования рыночного подхода к оценке ценности акций российских компаний, который предполагает встраивание в практику анализа ценности активов комбинацию двух типов ценовых мультипликаторов (доходного и балансового), что отличает предложения автора от традиционного подхода, учитывающего один тип мультипликатора, и обеспечивает возможность выявления потенциальных рисков при выборе эффективной финансовой политики организации (с. 42-56);

– предложен комплексный подход к оценке ценности акций в отраслевом и временном аспектах, предусматривающий в качестве базовых характеристик анализа значения силы, направления и характера связи между волатильностью используемых мультипликаторов и волатильностью цен акций российских компаний (основу составляют вероятностно-временные модели мультипликаторов P/E и P/B), практическое преломление которого ориентировано на возможность использования инвесторами при принятии решения о покупке/продаже актива, совершении сделок по слиянию и поглощению бизнеса (с. 80-86, 91-93, 111-113);

– сформулированы рекомендации по модификации метода мультипликатора при процедуре проведения оценки акций российских компаний; с позиции Ивко Д.Г., необходим учет наличия разницы в величине силы и характере связи между волатильностью ценовых мультипликаторов и волатильностью цен акций российских и европейских компаний, а не только стран азиатского региона и западных стран, используемых в существующей практике (с. 125-128);

– разработан алгоритм оценки риска использования метода мультипликаторов при определении ценности акций, включающий их пошаговый расчет на примере одной из отраслей российской экономики и отдельной компании, и проведена его апробация (с. 130-140).

Использование разработанных предложений и рекомендаций позволит повысить качество получаемой оценки ценности акций российских компаний с применением метода мультипликаторов.

Теоретическая и практическая значимость результатов, полученных автором

Теоретическая значимость исследования Ивко Д.Г. заключается в обосновании научно-методических рекомендаций по развитию инструментария оценки ценности акций российских компаний на основе применения метода мультипликаторов. Содержащиеся в работе материалы, теоретические положения и выводы могут быть использованы при дальнейшем развитии теории финансов и прикладных аспектов оценки ценности акций компаний.

Практическая значимость исследования заключается в возможности применения годовых и дневных значений волатильности доходностей P/E и P/B мультипликаторов, коэффициентов корреляции и детерминации между волатильностью мультипликаторов и волатильностью цен акций российских компаний в прогнозных оценках российских компаний для всех заинтересованных участников рынка слияний и поглощений.

Результаты исследования могут быть использованы инвесторами, владельцами, экспертами компаний, координирующими аудиторскую и консалтинговую деятельность, специализированными подразделениями Министерства финансов РФ, Министерства экономического развития РФ, Центрального Банка России, Комитета Совета Федерации по бюджету и финансовым рынкам при подготовке и анализе информации в области оценки стоимости российских компаний.

Дискуссионные вопросы и замечания по содержанию диссертации

Давая общую достаточно высокую оценку диссертационному исследованию Ивко Д.Г., можно отметить ряд замечаний и пожеланий:

1. Диссертантом в 1 главе работы поднимается проблема неоднозначности толкования понятий «бизнес», «предприятие», «стоимость», упоминаются федеральные стандарты оценки в российской практике. Однако, не раскрыв их достаточным образом, автор переходит к зарубежному опыту, что в итоге приводит к непониманию, что же именно включает в себя понятие «оценка стоимости компании» и в чем его отличие от понятия «оценка ценности компании».

2. В п. 1.2. приводится сравнительный анализ подходов к оценке стоимости компании. Остается неясным, почему выбран именно рыночный подход для проведения исследования, почему не рассматривался такой важный показатель деятельности любой компании, как EBITDA и почему в основу исследования легли показатели балансовой стоимости и чистой прибыли российских компаний.

3. В работе недостаточно внимания уделено возможности применения результатов исследования для оценки стоимости непубличных компаний.

4. Автором используется пятилетний период для расчета значений коэффициентов корреляции внутри периода 2006-2021 гг., однако, как видно из результатов работы, предпочтительнее брать годовые значения коэффициентов корреляции. Очевидно, что выбор интервала для анализа является проблемой, о чем было бы правильнее указать более явно на стр. 69-81, а также дать практические рекомендации по его определению.

5. Заслуживает внимания разработанный Ивко Д.Г. алгоритм оценки риска использования метода мультипликаторов при определении ценности акций, следуя которому можно оценить модельный риск применения метода мультипликаторов и для других отраслей РФ или других стран (стр. 124-128). Однако из текста диссертации не ясно, почему автор для апробации

результатов исследования выбрал именно компанию ПАО «МТС» как представителя телекоммуникационной отрасли, и применим ли данный алгоритм для компаний иных отраслей.

**Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным
Положением о присуждении ученых степеней**

Диссертационная работа Ивко Дарьи Григорьевны представляет собой завершенное самостоятельное научное исследование, охватывающее методический инструментарий оценки ценности акций российских компаний, выполненное на достаточно высоком профессиональном уровне.

Работа содержит новые научные положения, выводы и рекомендации, выдвигаемые для публичной защиты. Заявленные результаты исследования, обладающие научной значимостью и практической ценностью, свидетельствуют о личном вкладе автора в решение исследуемой темы, а также заслуживают одобрения и могут быть использованы для практической реализации.

Автореферат диссертации и публикации Ивко Д.Г., в том числе в журналах, рекомендованных ВАК при Минобрнауки РФ, в полной мере отражают ее основное содержание и позволяют сделать вывод о завершенности работы в соответствии с поставленными автором целью и задачами.

Диссертационная работа выполнена в соответствии с паспортом специальности ВАК при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации 5.2.4 Финансы (отрасль наук: экономические науки), п. 7 «Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем финансовых активов. Инвестиционные решения в финансовой сфере»; п. 16 «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав»).

Диссертационная работа соответствует критериям, установленным в пп. 9, 10, 11, 13, 14 Положения о присуждении ученых степеней,

утвержденного постановлением Правительства РФ от 24.09.2013 № 842, а ее автор Ивко Дарья Григорьевна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по научной специальности 5.2.4 Финансы.

Отзыв подготовлен доктором экономических наук, доцентом, профессором кафедры финансов и кредита Института экономики и управления Савцовой Анной Валерьевной.

Отзыв обсужден и одобрен на заседании кафедры финансов и кредита Института экономики и управления федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Северо-Кавказский федеральный университет» 10 февраля 2023 г., протокол № 12. Результаты голосования: «за» - 22 чел., «против» - нет, воздержались - нет.

Профессор кафедры финансов и кредита
Института экономики и управления,
доктор экономических наук, доцент

Савцова Анна Валерьевна

Заведующий кафедрой финансов и кредита
Института экономики и управления,
доктор экономических наук, профессор

Куницына Наталья Николаевна

355017, г. Ставрополь, ул. Пушкина, 1,
тел. (8652) 330-337, 94-59-20,
<https://www.ncfu.ru>.
Телефон: (8652) 95-68-08
E-mail: info@ncfu.ru



ПОДПИСЬ УДОСТОВЕРЯЮ:

начальник отдела по
работе с сотрудниками УКА

ГОРБАЧЕВА