

ЗАКЛЮЧЕНИЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО СОВЕТА Д 99.2.082.02,  
СОЗДАННОГО НА БАЗЕ ФЕДЕРАЛЬНОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО  
БЮДЖЕТНОГО ОБРАЗОВАТЕЛЬНОГО УЧРЕЖДЕНИЯ ВЫСШЕГО  
ОБРАЗОВАНИЯ «ВЛАДИМИРСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ИМЕНИ АЛЕКСАНДРА ГРИГОРЬЕВИЧА И НИКОЛАЯ ГРИГОРЬЕВИЧА  
СТОЛЕТОВЫХ», ФЕДЕРАЛЬНОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО БЮДЖЕТНОГО  
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОГО УЧРЕЖДЕНИЯ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«ЧЕРЕПОВЕЦКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ» ПО  
ДИССЕРТАЦИИ НА СОИСКАНИЕ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ КАНДИДАТА НАУК

аттестационное дело № \_\_\_\_\_  
решение диссертационного совета от 24 марта 2023 г. протокол № 24

О присуждении Ивко Дарье Григорьевне, гражданину РФ, ученой степени кандидата экономических наук

Диссертация «Развитие методического инструментария оценки ценности акций российских компаний на основе применения метода мультипликаторов» по специальности 5.2.4 – Финансы принята к защите 16 декабря 2022 г., протокол № 10, диссертационным советом Д 99.2.082.02 на базе федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Владимирский государственный университет имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых» (Министерство науки и высшего образования Российской Федерации), федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Череповецкий государственный университет» (Министерство науки и высшего образования Российской Федерации), 600000, г. Владимир, ул. Горького, д. 87, утвержденным приказом Минобрнауки России № 312/нк от 30.03.2022 г.

Соискатель Ивко Дарья Григорьевна, 1987 года рождения, в 2010 году окончила ФГОУ ВПО «Государственный университет управления» по специальности «Национальная экономика», специализация «Регулирование национальной экономики». В 2018 году окончила аспирантуру ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ», присуждена квалификация «Исследователь. Преподаватель-исследователь» по направлению «Экономика».

В настоящее время работает старшим преподавателем кафедры «Бизнес-информатика и экономика» в ФГБОУ ВО «Владимирский государственный университет имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых».

Диссертация выполнена на кафедре «Бизнес-информатика и экономика» федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Владимирский государственный университет имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых», Министерство науки и высшего образования Российской Федерации.

Научный руководитель – Губернаторов Алексей Михайлович, доктор экономических наук (08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством),

доцент, профессор кафедры «Бизнес-информатика и экономика» федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Владимирский государственный университет имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых».

Официальные оппоненты:

– Корнилов Дмитрий Анатольевич, гражданин Российской Федерации, доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры «Управление инновационной деятельностью» Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Нижегородский государственный технический университет им. Р.Е. Алексеева»;

– Хасанов Ринат Хамитович, гражданин Российской Федерации, кандидат экономических наук, доцент, доцент Департамента финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового факультета Федерального государственного образовательного бюджетного учреждения высшего образования «Финансовый университет при Правительстве РФ»

дали положительные отзывы на диссертацию.

Ведущая организация: Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Северо-Кавказский федеральный университет» в своем положительном заключении, подписанном Куницыной Натальей Николаевной, доктором экономических наук, профессором, заведующим кафедрой финансов и кредита Института экономики и управления, указала следующее:

– область исследования соответствует научной специальности ВАК РФ Минобрнауки России 5.2.4 – Финансы;

– работа имеет характер законченного, комплексного и логически выстроенного анализа, завершенной методологической разработкой концептуального характера;

– научная новизна ключевых положений работы очевидна и не вызывает сомнений;

– результаты и выводы исследования могут быть использованы в области управления финансами, разработки автора вносят существенный вклад в развитие оценочной деятельности российских компаний;

– диссертация Ивко Д.Г. представляет собой законченную научно-квалификационную работу, в которой содержится решение научной задачи, имеющей важное значение для национальной экономики;

– диссертация соответствует требованиям пп. 9-14 Положения о присуждении ученых степеней, а ее автор, Ивко Дарья Григорьевна, заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук.

Соискатель имеет 8 работ общим объемом 5,3 п.л. (в том числе авторских – 4,4 п.л.), из них 5 статей в изданиях, рекомендованных ВАК Минобрнауки РФ. Содержание публикаций автора в полной мере раскрывает научные положения и прикладные результаты диссертационного исследования.

Наиболее значимые научные работы по теме диссертации, опубликованные в научных изданиях: Ивко, Д.Г. Использование метода мультипликаторов в оценке стоимости компаний нефтегазовой отрасли Российской Федерации / Д.Г. Ивко // Проблемы экономики и управления

нефтегазовым комплексом. 2017. № 4. С. 40-49. (0,75 п.л.); Ивко, Д.Г. Особенности проведения оценки стоимости российских компаний методом рыночных мультипликаторов / Д.Г. Ивко // Финансы и управление. 2017. №1. С. 34–46. (0,75 п.л.); Ивко, Д.Г. Проведение оценки стоимости российских компаний: риски использования метода рыночных мультипликаторов / Д.Г. Ивко // Финансы и управление. 2018. №1. С. 8–22. (1 п.л.); Ивко, Д. Г., Губернаторов, А.М. Особенности проведения оценки ценности российских компаний: риски использования метода рыночных мультипликаторов / Д.Г. Ивко, А.М. Губернаторов // Журнал прикладных исследований. – 2022. – № 6. – С. 39–43 (0,5 п.л., 0,25 п.л. – лично); Ивко, Д.Г., Губернаторов, А.М. К вопросу об оценке ценности акций российских компаний на основе применения метода мультипликаторов / Д.Г. Ивко, А. М. Губернаторов // Индустриальная экономика. – 2022. –Т.5. - № 6. – С. 18–22 (0,5 п.л., 0,25 п.л. – лично).

Недостовверные сведения об опубликованных соискателем ученой степени работах, в которых изложены основные научные результаты диссертации, отсутствуют.

На диссертацию и автореферат диссертации поступило шесть отзывов от:

– профессора кафедры финансов и кредита ФГБОУ ВО «Юго-Западный государственный университет», доктора экономических наук, профессора *Ершовой Ирины Геннадьевны*. В качестве замечания можно выделить следующее: в автореферате не указаны способы вычисления в рамках расчета ежедневных значений доходности акций и P/E, P/B выбранных компаний. Их может быть несколько. Это важный аспект, который может косвенно повлиять на результат и выводы по результатам исследования;

– заведующего кафедрой менеджмента и инноваций ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет», доктора экономических наук, профессора *Бездудной Анны Герольдовны*. В качестве замечания можно отметить следующее: по нашему мнению, следовало бы рассмотреть иные мультипликаторы, чем P/E и P/B. Это скорее выступает ограничением в данном исследовании. Хотелось бы видеть влияние нематериальных составляющих при оценке стоимости, в том числе методом рыночных сравнений;

– заведующего кафедрой экономики промышленности и производственного менеджмента ФГБОУ ВО «Самарский государственный технический университет», доктора экономических наук, профессора *Чечиной Оксаны Сергеевны*. Замечания: В автореферате наблюдается смешение понятий ценность и стоимость, это является следствием того, что английское «value» повсеместно употребляемое в оценке на Западе, может быть переведено и как ценность, и как стоимость. Автор употребляет оба понятия без какой-либо системы. В этой связи возникает вопрос: для чего автор вообще рассуждает об оценке в начале работы – это никак не связано с остальным содержанием;

– профессора кафедры экономики ФГБОУ ВО «Смоленский государственный университет», доктора экономических наук, профессора *Гнездовой Юлии Владимировны*. Замечание 1. Автор анализирует различные мультипликаторы, предлагая свой «модифицированный подход», однако суть

этого подхода остается непонятной. Надо как-то складывать P/E и P/B? В чем суть «комбинации»? Хотелось бы видеть данное описание в автореферате. Замечание 2. При проведении анализа волатильности, не очень понятно откуда брались значения коэффициентов P/E и P/B? Как рассчитывались значения? Хотелось бы видеть данное описание в автореферате;

– доцента кафедры менеджмента и маркетинга, директора института экономики и менеджмента ФГБОУ ВО «Вятский государственный университет», доктора экономических наук, доцента *Савельевой Надежды Константиновны*. Замечание 1. На странице 12 автореферата диссертации приведен перечень российских компаний, выбранных для исследования наличия связи между волатильностью ценовых мультипликаторов и волатильностью цен акций, однако следовало бы дать пояснения: почему именно эти отрасли и эти компании выбраны соискателем для проведения исследования. Замечание 2. На странице 14 приводятся некоторые детали расчетов соискателя, однако остается непонятным как рассчитывались ежедневные значения P/E. Следует отражать такие важные шаги в описании результатов исследования. Замечание 3. На странице 15 представлены значения волатильности показателей за 2006-2019 гг., хотелось бы более детальных выводов по полученным расчетам. Данные результаты возможно были бы интересны не только в рамках проведения оценки стоимости выбранных компаний, поэтому хотелось бы видеть точку зрения соискателя по данным полученным значениям волатильности относительных показателей (доходности) индекса, P/E портфеля и P/B портфеля исследуемых компаний;

– исполнительного директора ООО «Экспертно-аналитический центр «БИЗНЕС-ЭКСПЕРТ», кандидата экономических наук *Есина Василия Викторовича*. Замечание 1. Насколько полученные результаты значений корреляции и детерминации между волатильностью исследуемых мультипликаторов и волатильностью цен акций российских компаний применимы в условиях 2022-2023гг., учитывая санкционный режим, политическую обстановку в мире? Замечание 2. Возможно ли использовать полученные результаты в рамках оценки ценности непубличных компаний?

Все отзывы положительные.

Выбор официальных оппонентов обосновывается их высокой компетентностью в предметной области исследования, наличием публикаций в соответствующей сфере, способностью дать объективное заключение о результатах исследования, определить научную и практическую значимость диссертационной работы и их согласием на предоставление отзыва.

Выбор ведущей организации (с ее согласия) обоснован достижениями профессорско-преподавательского состава данного университета в области изучения проблем развития финансовых инструментов, в вопросах проведения оценки ценности активов. Университет ведет активную научную деятельность в области формирования эффективных механизмов оценки ценности акций российских компаний на основе применения метода мультипликаторов. Научно-педагогические работники данного университета являются высококвалифицированными специалистами в области финансов, а также в исследованиях, связанных с поиском методов оценки стоимости бизнеса, сделок

слияния и поглощения. В списке научных трудов работников данного университета имеется достаточное количество публикаций по теме рассматриваемой диссертации в рецензируемых научных изданиях, определенных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации.

Диссертационный совет отмечает, что на основании выполненных соискателем исследований:

*определены* основные элементы инструментария оценки ценности акций российских компаний, включающего метод мультипликатора, количественные характеристики, отражающие зависимость между волатильностью мультипликаторов и волатильностью цен акций, а также алгоритм расчета и оценки модельного риска использования предложенных мультипликаторов для всех заинтересованных участников рынка;

*выявлены* ограничения существующих методов оценки стоимости активов, их системная несовершенство и слабая востребованность российскими публичными компаниями, что позволило сделать вывод о необходимости формирования нового модифицированного метода оценки ценности акций, адекватного современным условиям;

*разработаны* статистические и вероятностно-временные модели и *доказана* целесообразность проведения последовательного анализа и оценки риска использования метода мультипликатора при определении ценности акций, как основы роста рыночной стоимости компании;

*сформированы практические рекомендации*, позволяющие комплексно оценить ценность акций, как в отраслевом, так и во временном аспектах применительно к российским компаниям.

Теоретическая значимость исследования состоит в том, что:

*доказана* перспективность разработанных подходов по развитию инструментария оценки ценности акций российских компаний;

*применительно к проблематике диссертации результативно использован* комплекс существующих базовых методов исследования, в том числе: общенаучные методологические подходы, базирующиеся на системном анализе, экономико-статистическом моделировании, прикладной статистике; применялись современные методы экономического анализа и ранжирования;

*изложены* методические и теоретические положения по разработке алгоритма оценки риска использования метода мультипликаторов при определении ценности акций;

*изучены и систематизированы* методические подходы и основные принципы оценки ценности акций российских компаний на основе применения метода мультипликаторов;

*раскрыты особенности* применения метода мультипликаторов при оценке ценности акций российских компаний с учетом отраслевой специфики.

Значение полученных соискателем результатов исследования для практики подтверждается тем, что:

*разработан и внедрен* новый методический инструментарий, позволяющий оценить ценность акций российских компаний, включающий: выбор мультипликаторов, определение ежедневных значений доходности

акций, расчет значений волатильности показателей доходности акций и ценовых мультипликаторов, оценка взаимосвязи между волатильностью доходности акций и волатильностью «доходности» (темпов роста) ценовых мультипликаторов P/E и P/B для выбранных компаний, анализ модельного риска;

*определены* направления перспективного практического применения предлагаемого алгоритма оценки риска использования метода мультипликаторов при определении ценности акций;

*предложена* система мультипликаторов, содержащих в себе ключевые показатели деятельности компании: прибыль и балансовую стоимость, по значению которых происходит оценка потенциальных рисков при выборе эффективной финансовой политики конкретной компании;

*представлены* рекомендации в рамках прогнозирования динамики цен на акции с помощью мультипликаторов для разных отраслей российской экономики.

Оценка достоверности результатов исследования выявила следующее:

*теория* построена на известной, проверяемой информации и фактах, согласуется с опубликованными экспериментальными данными по теме диссертации, основана на фундаментальных и прикладных научных трудах отечественных и зарубежных ученых по современным и актуальным вопросам развития оценочной деятельности в российской экономике;

*идея* базируется на анализе материалов и документов органов законодательной и исполнительной власти РФ, статистических и аналитических данных Росстата и его территориальных органов, глубоко критическом обобщении передового опыта по вопросам организации финансовых отношений, возникающих в процессе оценки ценности акций российских компаний на основе метода рыночных мультипликаторов;

*использованы* работы зарубежных и российских ученых-экономистов по исследованию теории волатильности и ее поведения на фондовых рынках;

*установлено* соответствие авторских результатов с результатами, представленными в независимых источниках;

*нашли применение* современные методы и средства поиска и обработки данных, специализированные пакеты компьютерных программ обработки статистической информации, научно-информационные ресурсы сети Интернет.

Личный вклад соискателя состоит в:

формулировании цели, задач, выборе объекта и предмета исследования, обосновании его актуальности, получении научной и практической значимости, формировании теоретико-методических подходов к анализу предмета исследования, постановке и определении методов решения исследовательских задач; получении исходных данных; личном участии в апробации результатов исследования на международных и всероссийских научно-практических конференциях; подготовке основных публикаций, отражающих результаты выполненной работы, в том числе в научных изданиях, определенных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации.

В ходе защиты были высказаны следующие дискуссионные вопросы и замечания:

1) в работе было необходимо уделить больше внимания основным нормативно-правовым документам, регламентирующим оценочную деятельность в Российской Федерации;

2) авторская интерпретация использования рыночного подхода при оценке акций требует дополнительной аргументации;

3) предложения по развитию инструментария оценки ценности акций российских компаний на основе метода мультипликаторов требует более глубоких пояснений применительно к современному этапу функционирования национальной экономики.

Соискатель Ивко Д.Г. согласилась с высказанными в ходе заседания замечаниями и привела собственную аргументацию ответов на дискуссионные вопросы.

Диссертационный совет пришел к выводу, что диссертация представляет собой научно-квалификационную работу, в которой содержится решение научной задачи, имеющей важное значение для национальной экономики, состоящей в обосновании научно-методических и практических разработок, направленных на развитие инструментария оценки ценности акций российских компаний на основе применения метода мультипликаторов. Диссертация соответствует критериям, установленным Положением о присуждении ученых степеней, утвержденным Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842.

На заседании 24 марта 2023 г. за решение научной задачи по разработке методического инструментария по эффективной оценке рыночной стоимости акций российских компаний, полученной методом рыночных мультипликаторов, диссертационный совет принял решение присудить Ивко Дарье Григорьевне ученую степень кандидата экономических наук.

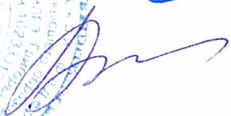
При проведении тайного голосования диссертационный совет в количестве 19 человек, из них 11 докторов наук по профилю рассматриваемой диссертации (5.2.4 – Финансы) участвовавших в заседании, из 26 человек, входящих в состав совета, проголосовали: «за» – 18; «против» – 1; недействительных бюллетеней – нет.

Заместитель Председателя  
диссертационного совета



Рыжов Игорь Викторович

Ученый секретарь  
диссертационного совета



Смирнов Виктор Николаевич

24 марта 2023 г.