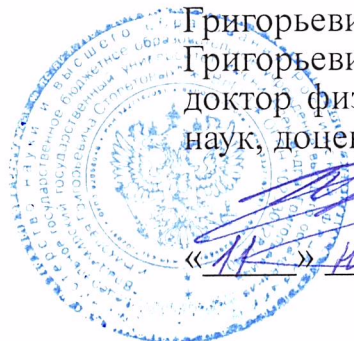


УТВЕРЖДАЮ

Проректор по научной работе и
цифровому развитию
Владимирского
государственного университета
имени Александра
Григорьевича и Николая
Григорьевича Столетовых
доктор физико-математических
наук, доцент А.О. Кучерик



[Handwritten signature]
« 14 » ноября 2022 г.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Владимирский государственный университет имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых»

Диссертация Ивко Дарьи Григорьевны «Развитие методического инструментария оценки ценности акций российских компаний на основе применения метода мультипликаторов» выполнена на кафедре «Бизнес-информатика и экономика» федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Владимирский государственный университет имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых».

Ивко Дарья Григорьевна, 1987 года рождения, в 2010 году окончила ГОУ ВПО «Государственный университет управления», присуждена квалификация «Экономист» по специальности «Национальная экономика».

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».

Работает старшим преподавателем на кафедре бизнес-информатики и

экономики федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Владимирский государственный университет имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых».

Справка о сдаче кандидатских экзаменов выдана в 2022 году федеральным государственным бюджетным образовательным учреждением высшего образования «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ».

Научный руководитель – Губернаторов Алексей Михайлович, доктор экономических наук, (08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством), доцент, профессор кафедры бизнес-информатики и экономики федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Владимирский государственный университет имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых».

По итогам рассмотрения диссертации принято следующее заключение:

Актуальность работы

Актуальность данной работы состоит в достаточно частом использовании участниками фондового рынка и другими заинтересованными лицами метода мультипликаторов в оценке стоимости компаний, как достаточно простого и быстрого инструмента. Кроме того, в случае отсутствия отечественных компаний-аналогов, зачастую в расчет берут мультипликаторы компаний-аналогов или среднеотраслевые мультипликаторы, взятые с западных рынков (США, стран Европы), которые не всегда применимы для российских компаний.

В данной работе сделан акцент на исследовании применения метода мультипликаторов именно для российского рынка. На основе анализа связи волатильности мультипликаторов и волатильности акций российских компаний из 9 отраслей (выборка 46 компаний) за периоды 2006-2016 гг., 2006-2010 гг. и 2011-2016 гг. и отдельно по годам за весь период, а также для 7 отраслей из 33 компаний, по которым имелась доступная для расчетов информация для

2020 и 2021 гг. соискателем сделана попытка исследовать и обосновать возможность применения метода рыночных мультипликаторов (применения среднеотраслевых мультипликаторов или мультипликаторов компаний-аналогов, выбранных случайным образом) в проведении оценки стоимости российских компаний, а именно предложен подход исследования наличия и количественной оценки рисков применения метода мультипликаторов. Далее соискатель в рамках развития методического инструментария оценки ценности акций российских компаний, предлагает разработанный алгоритм расчета в рамках оценки модельного риска использования технологии мультипликаторов для российских компаний на базе расчета таких мер риска как Value-at-Risk (далее – VaR) и меры ожидаемого дефицита Expected Shortfall (далее – ES) в том числе, с использованием мультипликаторной волатильности (новое понятие, введенное автором), позволяющей очистить оценку волатильности от краткосрочного фона и приблизить ее к фундаментальной.

Личное участие соискателя в получении результатов, изложенных в диссертации, заключается в формулировании ее целей и задач, научной гипотезы, выборе методов исследования, поиске информационного материала и его научной обработке. По результатам диссертационной работы автором были самостоятельно сформулированы теоретические выводы и практические рекомендации.

Степень достоверности результатов проведенных исследований

Выводы, сделанные соискателем в диссертационном исследовании, достоверны и аргументированы. Оценка возможности и корректности применения метода рыночных мультипликаторов (применения среднеотраслевых мультипликаторов или мультипликаторов компаний-аналогов, выбранных случайным образом) в проведении оценки ценности российских компаний базируется на использовании анализа статистических данных, в том числе при сравнении отечественных и зарубежных показателей (полученных в ходе расчетов: волатильности исследуемых показателей, коэффициентов корреляции и детерминации), тенденций развития и

современного состояния вопросов практического применения мультипликаторов с целью разработки развития механизмов оценки ценности российских компаний. Адекватность предложенных подхода и алгоритма подтверждена экспертной оценкой, применением методов корреляционного и статистического анализа, созданием базы данных на основе исторических данных компаний из первоисточников для исследования оценки модельного риска применения выбранных мультипликаторов P/E и P/B в рамках проведения оценки ценности акций российских компаний.

- в диссертации использованы результаты научных исследований отдельных ученых, коллективов и научных школ, результаты исследования как отдельных мультипликаторов, так и в целом подходов в оценке ценности активов и компаний, материалы международных и всероссийских научно-практических конференций, и форумов, посвященных проблемам развития механизмов анализа модельных рисков в оценке ценности компаний, доклады и выступления ведущих менеджеров и специалистов в области финансов.

- основные научные положения апробированы в форме научных публикаций в сборниках научных трудов, рецензируемых научных журналах и изданиях, выступлениях автора на научных конференциях различного уровня.

Научная новизна диссертации состоит в решении научной задачи обоснования научно-методических разработок и практических рекомендаций по развитию методического инструментария оценки ценности акций российских компаний.

1. Соискателем обоснованы и предложены ключевые элементы мультипликатора (характеристики, способы расчета) в рамках использования рыночного подхода к оценке ценности акций российских компаний.

2. На основе проведенного исследования предложен подход, позволяющий комплексно оценить ценность акций как в отраслевом, так и во временном аспектах впервые для российских компаний, в основе которого анализ

полученных значений силы, направления и характера связи между волатильностью предложенных мультипликаторов и волатильностью цен акций российских компаний. Соискателем проведена работа по сбору данных, расчету и анализу данных на достаточно продолжительном для российского рынка периоде – 16 лет и охватывающих такие разные по своей направленности отрасли экономики, как энергетическая, металлургическая и горнодобывающая, нефтегазовая, химическая и нефтехимическая, транспортная, машиностроительная, телекоммуникационная, а также потребительский и финансовый сектора.

3. Для повышения качества получаемой оценки ценности акций российских компаний с применением метода мультипликаторов соискателем обоснована целесообразность использования мультипликаторов в качестве многофакторной функции, отражающей статистическую зависимость волатильности доходности цен акций, ценовых мультипликаторов компаний, а также коэффициентов корреляции и детерминации между волатильностью «доходностей» мультипликаторов и волатильностью цен акций российских компаний.

4. Предложены методические основы развития метода мультипликатора при процедуре проведения оценки ценности акций российских компаний, в основе которых положен принцип наличия разницы в величине силы и характере связи между волатильностью ценовых мультипликаторов и волатильностью цен акций российских и европейских компаний (на примере акций шведских компаний), в отличие от имеющихся исследований, которые берут за основу изучение рыночных показателей стран азиатского региона и западных стран.

5. Соискателем в рамках развития анализа модельного риска использования метода мультипликаторов в оценке ценности акций российских компаний разработан алгоритм оценки риска использования метода мультипликаторов при определении ценности акций. Представлен пошаговый расчет на примере одной из отраслей и одной выбранной компании российского рынка,

позволяющий сделать выводы по итогам анализа в отношении применения метода мультипликаторов в рамках полученных результатов по итогам анализа модельного риска. Разработаны предложения и рекомендации, использование которых позволит повысить качество получаемой оценки ценности акций российских компаний с применением метода мультипликаторов.

Практическая значимость результатов исследования, полученных автором

Отмеченные результаты научного исследования представляют интерес для оценщиков, инвесторов и других заинтересованных лиц, в том числе консультантов, собственников, менеджеров в рамках принятия решений связанных с оценкой компаний, например, при продаже активов, слиянии и поглощении и иных операций в рамках функционирования бизнеса, так как позволяют проанализировать общую картину поведения стоимости акций российских компаний и дают возможность сравнить изменение показателей различных отраслей экономики в рамках использования технологии мультипликаторов. Конкретные результаты исследования – разработка механизмов, позволяющих проанализировать присущие риски использования метода мультипликаторов в оценке ценности российских компаний – не останутся без внимания, в том числе и на уровне исследователей в области проведения оценки ценности компаний других стран: руководству организаций, оказывающих консультационные услуги в области оценки и инвестиций.

Ценность научных работ соискателя

Ценность научных работ соискателя состоит в том, что основные теоретические положения, рекомендации и выводы, представленные в работе, позволяют систематизировать и углубить научные представления об анализе модельного риска применения метода мультипликаторов в оценке ценности акций российских компаний. Научные работы соискателя развивают и дополняют теоретико-методологические положения по исследуемым вопросам. Предложенные автором разработки по заявленной тематике и

методические рекомендации, такие, как подход комплексной оценки ценности акций как в отраслевом, так и во временном аспектах впервые для российских компаний; алгоритм оценки риска использования метода мультипликаторов при определении ценности акций.

Научные работы соискателя полностью отражают основное содержание диссертации, способствуют доведению результатов теоретических исследований до стадии практического использования при разработке методов количественной оценки модельного риска использования метода мультипликаторов.

Соответствие диссертации требованиям, установленным пунктом 14 «Положения о присуждении ученых степеней» Минобрнауки РФ

В исследовании Д.Г. Ивко корректно ссылается на авторов и источники заимствования материалов или отдельных результатов. При использовании в диссертации результатов научных работ, выполненных соискателем ученой степени в соавторстве, Д.Г. Ивко отмечает это обстоятельство. В диссертации отсутствуют недостоверные сведения об опубликованных соискателем ученой степени работах, в которых изложены основные научные результаты диссертации.

Соответствие содержания диссертации паспорту научной специальности (научных специальностей) и отрасли науки

Диссертация «Развитие методического инструментария оценки ценности акций российских компаний на основе применения метода мультипликаторов» соответствует специальности 5.2.4 – Финансы (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»).

Полнота изложения материалов диссертации в работах, опубликованных соискателем ученой степени

Основные положения диссертационного исследования с достаточной

полнотой изложены в подготовленных лично автором в 8 опубликованных научных работах общим объемом 4,5 п.л. (личный вклад соискателя 2,75 п.л.), в т.ч. в 4 статьях в изданиях, рекомендованных ВАК Минобрнауки России.

Ряд публикаций выполнены в соавторстве с другими учеными, при этом все новые научные результаты, выносимые на защиту и представленные в этих публикациях, получены лично автором.

Статьи, опубликованные в ведущих рецензируемых научных журналах и изданиях:

1. 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).

2. 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).

3. 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).

4. Ивко, Д. Г. Анализ модельного риска использования технологии мультипликаторов при оценке акций российских компаний / Д.Г. Ивко, В.Б. Минасян // Финансы: теория и практика. 2019; №23(6) С. 91-116. (0,75).

Рекомендация диссертации к защите

Принимая во внимание научную и профессиональную зрелость соискателя, высокий личный вклад автора в развитие исследуемых вопросов оценки ценности акций российских компаний, самостоятельность проведенного исследования, актуальность, высокий уровень новизны научных результатов и положений, выдвигаемых для публичной защиты, отмечается ценность выполненной соискателем работы.

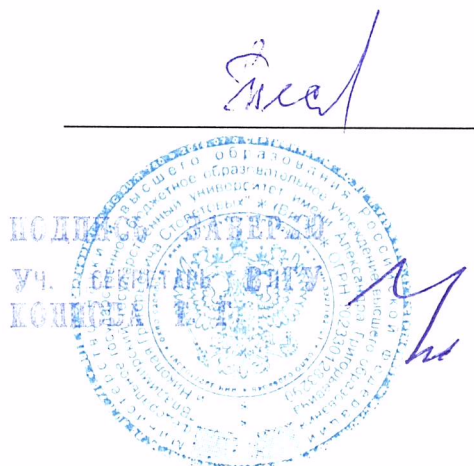
Диссертация Ивко Дарьи Григорьевны соответствует критериям, установленным «Положением о присуждении ученых степеней»,

утвержденным Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842, представляет собой научно-квалификационную работу, в которой содержится решение научной задачи, имеющей важное социально-экономическое значение, - в разработке теоретико-методических положений по развитию методического инструментария оценки ценности акций российских компаний на основе применения метода мультипликаторов.

В диссертации отсутствуют недостоверные сведения об опубликованных соискателем ученой степени работах, в которых изложены основные научные результаты диссертации. Диссертация рекомендуется к защите на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 – Финансы.

Рецензенты отметили актуальность и новизну диссертационного исследования, практическую значимость, наличие предмета исследования и соответствие обсуждаемой диссертационной работы требованиям, предъявляемым к кандидатским диссертациям. Рецензенты рекомендовали представленную диссертацию к защите в диссертационном совете.

Присутствовали на заседании 13 чел. Результаты голосования: «за» – 13 чел., «против» – нет, «воздержалось» – нет, протокол № 3 от «10» октября 2022 г.



ТЕСЛЕНКО Ирина Борисовна, доктор экон. наук, профессор
зав. кафедрой бизнес-информатика и экономика ФГБОУ ВО «Владимирский государственный университет имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых»

Адрес: 600000. г. Владимир, ул. Горького, 87
Телефон: +8(4922)47-77-98
e-mail: economy12@mail.ru