



Федеральное государственное  
образовательное бюджетное  
учреждение высшего образования  
**«Финансовый университет  
при Правительстве  
Российской Федерации»  
(Финансовый университет)**

УТВЕРЖДАЮ

Проректор  
по научной работе,  
доктор экономических наук,  
профессор  
В.В. Масленников



2019 г.

**О Т З Ы В**

29.03.2019 № 02412

**Москва**

ведущей организации на диссертацию  
Петрушиной Людмилы Олеговны  
на тему: «Экономический анализ и оценка  
инвестиционной привлекательности  
коммерческой организации», представленную  
в диссертационный совет Д 212.196.06  
на соискание ученой степени кандидата  
экономических наук по специальности  
08.00.12 – Бухгалтерский учет, статистика

### *1. Актуальность темы*

Необходимость повышения эффективности использования экономического потенциала коммерческих организаций, развития инновационной активности и изменения стратегического макроэкономического курса в ответ на нестабильность экзогенных условий финансово-хозяйственной деятельности требует адекватного аналитического обеспечения управленческих решений по инвестированию и созданию условий для привлечения инвестиций. Большинство научных разработок в области оценки инвестиционной привлекательности ориентировано на исследования макроэкономических показателей перспективности вложений в экономику стран или

регионов. Учитывая наличие системной взаимозависимости между экономикой отдельного хозяйствующего субъекта и экономикой более высокого уровня, актуализируется вопрос о соответствии методического обеспечения оценки инвестиционной привлекательности коммерческой организации текущим потребностям бизнеса. В связи с этим вполне можно признать, что диссертационная работа Петрушиной Л.О. является значимой для повышения инвестиционной активности экономических субъектов и своевременной для отечественной науки и практики.

Потребности в аналитическом обосновании привлечения дополнительного финансирования в форме банковских кредитов, вкладов инвесторов и собственников или выработки управленческих решений относительно распределения свободных внутренних ресурсов коммерческих организаций обуславливают необходимость объективных оценок инвестиционной привлекательности, уровень которой важно идентифицировать в достаточной мере достоверно как объектам, так и субъектам инвестирования. Усиление влияния качественных факторов на развитие финансово-хозяйственной деятельности коммерческих организаций создает предпосылки для разработки принципиально нового подхода к оценке инвестиционной привлекательности бизнеса, который учитывает не только прогноз ключевых показателей эффективности, сформированный на основе фактических данных за прошлые периоды, но также нефинансовые аспекты бизнеса.

Таким образом, посвященную решениям подобных проблем, тему диссертационного исследования Петрушиной Л.О. можно рассматривать как актуальную.

## **2. Основные результаты исследования и их новизна**

В качестве цели своего диссертационного исследования автор определил совершенствование теоретических положений анализа инвестиционной привлекательности организаций, разработку методического и информационного обеспечения ее оценки на основе сценарного метода, практического применимого участниками инвестиционного процесса для выработки инвестиционных управленческих решений с учетом информационных запросов стейкхолдеров.

Научная новизна полученных результатов диссертации заключается в разработке методики сценарного анализа, адаптируемой к специфике конкретных предприятий, в решении теоретико-методологических и прикладных вопросов развития классификационно-видового аппарата исследования и информационно-

методического обеспечения экономического анализа инвестиционной привлекательности коммерческой организации.

К основным результатам исследования, полученным автором и обладающим признаками научной новизны, следует отнести:

1. Предложено авторское определение инвестиционной привлекательности как *комплексной характеристики ее финансово-хозяйственной деятельности, представленной совокупностью индикаторов результативности использования имущества, платежеспособности, инновативности и финансовой устойчивости, гарантирующих оптимальное соотношение рисков и выгод при осуществлении инвестиционных вложений* (С. 27-28). При разработке данного определения автор руководствовался анализом существующих подходов к трактовке и оценке инвестиционной привлекательности коммерческой организации, а также результатами самостоятельно выполненного опроса экспертов-практиков.

2. Разработана методика оценки инвестиционной привлекательности коммерческой организации, основанная, главным образом, на адаптации сценарного подхода (С. 97-101). Следует отметить, что даже сама форма системного и наглядного поэтапного изложения методики расчетов, обоснования и оценки сценариев развития финансово-хозяйственной деятельности для целей инвестиционного анализа с участием коммерческой организации, может быть признана новаторской.

3. Предложен авторский подход к формированию информационной базы анализа инвестиционной привлекательности коммерческих организаций с позиций оценки состава (С. 76-79) и качества (С. 80-81) необходимых источников информации. При этом в диссертации определен базовый перечень необходимых субъекту оценки документов, в числе которых публичная финансовая и нефинансовая отчетность, внутренняя управленческая отчетность, налоговые декларации, бизнес-планы и т.п. Петрушина Л.О. также отмечает уместность использования экспертных оценок, данных СМИ, а в некоторых случаях и личных оценок ситуации инвестором (С. 78).

4. Расширена классификация факторов инвестиционной привлекательности (рисунок 3.1, С. 89) за счет таких признаков, как характер зависимости, вектор и характер влияния, частота воздействия. При этом в своем исследовании Петрушина Л.О. уделяет особое внимание тому, как принадлежность фактора к той или иной группе определяет число анализируемых сценариев через конкретизируемые значения входных переменных в формуле комбинаторики (формула 3.3, С. 110). Таким образом, чем выше уровень неопределенности фактора и его частота воздействия, тем больше должно быть число рассчитываемых сценариев, при

вычислении которых без использования программных средств автоматизации анализа качество и достоверность прогнозирования инвестиционной привлекательности исследуемой коммерческой организации существенно снижаются.

5. Применение сценарного анализа в совокупности с факторным подвели автора к разработке аналитической модели оценки стоимости собственного капитала бизнеса (формула 3.1, С. 107) при помощи приема расширения исходной факторной модели через набор детерминирующих показателей, в числе которых среднегодовая балансовая величина оборотного капитала, заемного капитала, выручка, чистая прибыль, уровни различных видов издержек. Петрушина Л.О. также описывает возможности более подробной детализации модели при наличии данных для формирования наиболее точного результата.

### **3. Значимость для науки и производства результатов, полученных автором диссертации**

Диссертация имеет теоретическую и практическую значимость. В теоретическом плане работа Петрушиной Л.О. является вкладом в развитие методологии экономического анализа в части оценки привлекательности и эффективности инвестиционных вложений. Наиболее значимыми результатами представляются разработка авторского определения инвестиционной привлекательности, а также дополнение классификации факторов инвестиционной привлекательности.

С практической точки зрения особый интерес представляют:

- универсальная модель детерминированного факторного анализа изменения стоимости собственного капитала через коммерчески значимые показатели, такие как средний чек, объем спроса;

- методика оценки инвестиционной привлекательности коммерческой организации, основанная на комплексе аналитических подходов, в числе которых основополагающим является сценарный анализ, а кроме того – коэффициентный анализ, факторный анализ по модели «Дюпон», теория вероятностей и др.

### **4. Рекомендации по использованию результатов и выводов диссертации**

Полученные автором результаты имеют практическую значимость и развивают отдельные научные и прикладные аспекты проблемы для совершенствования методического обеспечения экономического анализа и его применения для комплексной оценки инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов.

В практическом приложении результаты и выводы диссертации Петрушиной Л.О. могут быть использованы:

- индивидуальными и институциональными инвесторами в процессе принятия инвестиционного решения при рассмотрении коммерческой организации в качестве объекта вложений;

- методологами кредитных учреждений для совершенствования методик оценки кредитоспособности коммерческой организации в части учета нефинансовых бизнес-показателей;

- собственниками на этапе бизнес-планирования для подготовки качественных прогнозов возможного развития финансово-хозяйственной деятельности с учетом разработанных антикризисных мероприятий для минимизации потенциальных рисков;

- специалистами в области финансового менеджмента при разработке моделей технико-экономического обоснования эффективности инвестиционных проектов в процессе привлечения внешнего финансирования, а также для подготовки оперативных и стратегических управленческих решений по управлению инвестиционной привлекательностью бизнеса;

- образовательными учреждениями для включения в учебные курсы, методические пособия и программы профессиональной подготовки и повышения квалификации специалистов по направлению «Экономика».

Результаты проведенного исследования прошли добротную апробацию на четырех международных научно-практических конференциях. Они опубликованы в 14 печатных работах, в том числе в 7 статьях в журналах, рекомендованных ВАК Минобрнауки России. Разработанные автором рекомендации внедрены в практику экономической работы и реально используются в качестве руководства по аналитическому обеспечению управления инвестиционной привлекательностью ЗАО «Юропиан Медикал Сентер», что подтверждается соответствующей справкой.

## **5. Замечания по диссертации**

Отмечая актуальность, высокую степень проработанности рассматриваемых вопросов и конкретность выводов автора, необходимо отметить некоторые спорные положения и отдельные недостатки, которые требуют дополнительной аргументации:

1. В дополнительной аргументации нуждается позиция автора, допускающая в контексте данного исследования рассмотрение коммерческой организации в качестве не потенциального объекта инвестирования для различных вариантов возможных вложений, а самостоятельного инвестиционного проекта (С.15). Трудно согласиться

и с тем, что «при анализе инвестиционной привлекательности предпринимательской структуры сама организация по умолчанию не является участником инвестиционного процесса» (С.19). Думается, что исключение из сферы анализа организации, реально получающей инвестиции и создающей условия для их успешного осуществления, вряд ли можно признать оправданным.

2. Среди критериев оценки инвестиционной привлекательности коммерческой организации с точки зрения пользователей, участвующих в ее формировании (Рис. 1.4 на С. 25), автор не упоминает экономические, социальные и экологические условия обеспечения устойчивого развития такой организации. Между тем, в мировой практике именно эти условия, определяющие перспективы долгосрочной устойчивости и общественной значимости организаций, в последнее время все в большей степени определяют предпочтения инвесторов. И для отечественных предприятий недопустимо повышать свою инвестиционную привлекательность за счет ущемления социальных прав работников или нанесения ущерба природной среде.

3. Автором вполне справедливо доказываются преимущества создания системы регулярного мониторинга инвестиционной привлекательности организации и выработки мер по ее улучшению (С. 36), но содержание работы намного выиграло бы от более подробной характеристики такой системы.

4. В схеме соответствия методов стратегического экономического анализа этапам организации его проведения (таблица 2.2 на С. 55) автором предлагается использование метода PEST-анализа. Однако для разработки современной методики оценки перспективной инвестиционной привлекательности коммерческой организации гораздо большее значение имеет расширенный вариант этого метода PESTLE-анализ, дополнительно включающий компоненты исследования «Legal» (воздействие национального и международного законодательно-нормативного регулирования) и «Environmental» (местные, общегосударственные и мировые экологические проблемы).

5. На рисунке 1.3 «Мнение практиков о периодичности оценки инвестиционной привлекательности организации», а также на С. 113 при описании матрицы реагирования руководства Петрушина Л.О неоднократно справедливо отмечает целесообразность мониторинга выполнения и своевременной корректировки стратегии управления инвестиционной привлекательностью бизнеса. При этом описание сути и последовательности реализации процессов такого мониторинга и необходимых стратегических корректировок в работе приводится достаточно скупое.

6. Следовало бы более подробно охарактеризовать новизну предлагаемых диссертантом рекомендаций по совершенствованию информационного обеспечения экономического анализа инвестиционной привлекательности бизнеса в части раскрытия информации о качественных аспектах финансово-хозяйственной деятельности, определяющих ее факторах и рисках за счет использования МСФО или перехода к отчетности об устойчивом развитии (С. 86), ведь соответствующие принципы предложены и в Информации Минфина России № ПЗ-9/2012 «О раскрытии информации о рисках хозяйственной деятельности организации в годовой бухгалтерской отчетности».

7. Принимая во внимание растущую потребность в автоматизации трудоемких расчетно-аналитических процедур, автор много внимания уделяет практическим рекомендациям по использованию аналитических возможностей доступного прикладного программного продукта MS Office в реализации сценарного анализа инвестиционной привлекательности. Однако было бы полезно дополнить исследование расчетами, демонстрирующими экономические последствия применения рекомендаций автора для коммерческой организации по сравнению с другими вариантами использования в ходе анализа специализированных программных продуктов. Недостаточно уделено внимания актуальным проблемам использования для анализа инвестиционной привлекательности возможностей современных цифровых технологий, позволяющих анализировать гигантские массивы связанной с этим разнообразной несистематизированной информации (Big Data, Machine Learning и т.п.).

8. Характеризуя методологию анализа инвестиционной привлекательности коммерческих организаций, автор заслуженно уделяет внимание методам предварительной оценки эффективности предполагаемых к осуществлению инвестиционных проектов, однако содержание работы обогатилось бы и от большего внимания к рассмотрению методов оценки реальной эффективности проектов, фактически осуществленных и завершенных в конкретной организации.

9. Имеют место некоторые технические и редакционные погрешности в тексте диссертации. Например, в знаменателе формулы 3.1 аналитической модели инвестиционной привлекательности по принципу «Дюпон» на С.107 в составе факторного показателя финансового левеиджа не вполне корректно присутствует результативный показатель  $E$  — среднегодовая балансовая величина собственного капитала, в то время как структуру капитала можно отразить и иным способом; в таблице 3.7 «Матрица детерминированного анализа изменения стоимости собственного капитала организации» (С. 112) в качестве единиц измерения вместо

рублей ошибочно указаны проценты; в таблицах А.12 на С. 163 и А.14 на С. 165 при анализе структуры финансовых результатов деятельности организаций не указан показатель, величина которого принимается за 100 процентов.

Отмеченные замечания не изменяют общей положительной оценки диссертации. Проведенное автором исследование полностью подтверждает сделанные им выводы и предлагаемые рекомендации.

## **6. Общий вывод**

Диссертационное исследование Петрушиной Людмилы Олеговны является завершенной, самостоятельно выполненной научно-квалификационной работой, в которой решена важная научная задача совершенствования методологии экономического анализа в области оценки инвестиционной привлекательности коммерческих организаций. Научно-обоснованные разработки по методическому и информационному обеспечению оценки инвестиционной привлекательности на базе сценарного метода имеют как теоретическое, так и практическое значение.

Представленный автореферат и научные публикации в полной мере соответствуют содержанию диссертации, отражают основные научные результаты и раскрывают содержащиеся в ней ключевые выводы.

Область диссертационного исследования Петрушиной Л.О. на тему: «Экономический анализ и оценка инвестиционной привлекательности коммерческой организации», соответствует Паспорту научной специальности 08.00.12 – Бухгалтерский учет, статистика (экономические науки) в части п. 2.3 «Развитие методологии комплекса методов оценки, анализа, прогнозирования экономической деятельности», п. 2.7 «Инвестиционный анализ и оценка эффективности инвестиций».

Диссертационная работа «Экономический анализ и оценка инвестиционной привлекательности коммерческой организации» соответствует критериям, установленным Положением о присуждении ученых степеней (утверждено постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842), а ее автор Петрушина Людмила Олеговна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.12 – Бухгалтерский учет, статистика (экономические науки).

Отзыв подготовлен Бариленко Владимиром Ивановичем, доктором экономических наук, профессором, профессором Департамента учета, анализа и аудита Финансового университета.



Отзыв обсужден и одобрен на заседании Департамента учета, анализа и аудита федерального государственного образовательного бюджетного учреждения высшего образования «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» 27 марта 2019 г., протокол № 12.

Руководитель  
Департамента учета, анализа и аудита  
Финансового университета,  
доктор экономических наук  
профессор

Булыга Роман Петрович

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего образования «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»  
Адрес: 125993, Москва ГСП-3, Ленинградский проспект, д. 49  
Тел.: +7 495 249-53-50  
E-mail: dep\_yaa@fa.ru



Подпись Булыги Р.П.

ЗАБЕРЯЮ

Ученый секретарь Ученого совета  
Финансового университета

Звезина - В.В. Звягинцева

«29» марта 2019 г.