

В диссертационный совет  
Д 212.196.02 на базе ФГБОУ ВО  
«Российский экономический  
университет им. Г.В. Плеханова»

## **ОТЗЫВ**

**официального оппонента на диссертацию Семенова Николая Сергеевича на тему: «Оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений», представленную на соискание учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит**

### **Актуальность темы исследования**

Оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений должна осуществляться на основе положений синергетической экономики, уделяющей особое внимание изучению взаимодействия объектов в неравновесных условиях, в т. ч. процессов, сопровождающих эти взаимодействия. Необходимость учета нелинейности развития экономики при построении долгосрочных моделей актуализирует процесс оценки стоимости бизнеса в новом направлении. В условиях возрастающей конкуренции на рынках перед собственниками компаний встает вопрос о последующем росте в перспективе. Соответственно, выбор показателя эффективности организации и факторов, на нее влияющих, одна из основных актуальных задач собственников, руководителей компаний, в т. ч. при осуществлении сделок слияний и поглощений. К сожалению, практика показывает, что большинство сделок слияний и поглощений не обеспечивают синергетического эффекта, обосновывая необходимость использования реальных опционов при оценке стоимости бизнеса, повышающих маневренность участвующих в сделке компаний, достигая отдельные преимущества при использовании опциона на начальных стадиях проведения сделок. Все вышеизложенное свидетельствует, что тема диссертационного исследования Семенова Н. С. – актуальна и своевременна.

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

Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций подтверждается глубоким анализом большого количества литературных источников с помощью широкого спектра общенаучных и специальных методов. Диссертант обобщает имеющиеся внешние знания по рассматриваемой проблеме, удачно дополняя их авторскими гипотезами и убедительными экономико-статистическими расчетами. Отмечается адекватность предложенных соискателем теории, методик, сочетаемость представленных теоретико-методических результатов с практическими. Эмпирические данные обрабатываются и анализируются следующими методами: анализ и синтез, обобщение и детализация, индуктивный и дедуктивный, выборочное наблюдение, группировка, формализация, аналогия, абстрактно-логический, монографический, аналитический, графический, сравнительный, экономико-статистический, экономико-математический и др.

В процессе исследования решая поставленные задачи, соискатель: раскрывает процесс оценки стоимости бизнеса в сделках M&A в аспекте теории синергетической экономики; обосновывает необходимость развития подхода к оценке стоимости собственного капитала организации на основе метода кумулятивного построения; идентифицирует и раскрывает ограничения применения теории реальных опционов в оценке бизнеса в сделках M&A; доказывает необходимость применения опциона в оценке стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений; обосновывает и раскрывает положение об отсутствии прямой зависимости между размерами опциона и премии собственникам; разрабатывает и эмпирически апробирует методику оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на основе использования опциона.

Цель и задачи исследования позволили диссертанту построить логическую структуру диссертации, включающую введение, три главы, заключение, список литературы (150 наименований), приложения.

Первая глава заключает исследование теоретико-методических положений по оценке стоимости бизнеса, слияниям и поглощениям, синергетической теории (с. 11 – 46). Во второй главе анализируются методики оценки премии по опциону, долговые источники финансирования сделок M&A, сформулированы практические рекомендации по повышению эффективности сделок слияний и поглощений (с. 47 – 83). Третья глава включает алгоритм выбора целевой компании при сделках M&A, разработку и апробацию методики оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на примере потенциальной сделки с участием двух крупных российских телекоммуникационных компаний (с. 84 – 113).

Теоретическая и практическая обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций логически исходит из объективных и обоснованных результатов исследований автора, в т. ч. основанных на тщательном анализе литературы и подтверждаемых внедрением полученных результатов, их апробацией.

Достоверность исследования, полученных научных положений, выводов и рекомендаций обеспечивается проведенным автором содержательным анализом, использованием широкого перечня теоретических, эмпирических, экспериментальных методов, реализуемых на основе современных информационных технологий.

Проблема разработки теоретико-методических положений и практических рекомендаций по развитию процесса оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений изучается с помощью широкого перечня источников – монографии, научные периодические издания российских и международных ученых, обширный фактографический материал, что позволило диссертанту сформулировать комплекс убедительных аргументов по научным положениям, выводам и рекомендациям, полученным в работе.

Авторские предложения по научному обоснованию методики оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на основе использования опциона учитывают достижения современной отечественной и зарубежной финансовой науки, требования законодательных актов Российской

Федерации, принятых на их основе нормативных документов по оценке стоимости бизнеса, статистические и аналитические материалы консалтинговых организаций в 2007–2020 гг., финансовую отчетность организаций, публикации в специальной периодической печати России и зарубежных стран по теме исследования.

Оставляет хорошее впечатление методическая зрелость соискателя, понимание им диалектики общего и частного, базиса и надстройки, качественного и количественного анализа.

Автореферат и опубликованные 12 работ (авт.– 5,48 печ. л.), в т. ч. 5 научных статей (авт. – 3,42 печ. л.) опубликованы в журналах, включенных в Перечень рецензируемых научных изданий, определенный Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации.

Оппонируемая диссертация показывает высокую квалификацию соискателя как научного работника, его личное участие на всех этапах исследовательского процесса. Его личный вклад в разработку научной проблемы состоит в разработке теоретико-методических положений и практических рекомендаций по развитию процесса оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений.

Работа хорошо оформлена, в достаточной степени снабжена табличным и графическим материалом, написана профессиональным языком, свидетельствующим о высокой эрудиции соискателя, основательном знании предметной области, изложена предельно по существу, логически последовательно и грамотно. Диссертация и автореферат отражают логику и завершенность исследования.

### **Научная новизна полученных результатов**

Высокий уровень подготовки и заинтересованное отношение к решаемой проблеме позволило автору разработать ряд интересных в научном плане и альтернативных – в практическом отношении положений, отличающихся научной новизной. Диссертация включает теоретико-методические и практические положения, выступающие элементами

приращения научного знания, реализация которых позволит развить методику оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на основе использования опциона (с. 7 – 8).

Особый научный интерес представляет научная новизна, полученная в методической области исследования.

Усовершенствован кумулятивный метод в расчете средневзвешенной стоимости капитала на основе перехода от качественной к количественной оценкам рисковых компонент, что позволит оценить стоимость бизнеса с учетом выбора факторов, влияющих на стоимость компании, в т. ч. их рисковей оценки, исключая возможности манипулирования данными при качественной оценке риска.

Сформулирован комплекс методических рекомендаций по использованию реального опциона, а для расчета премии по опциону на начальной стадии – метода Монте-Карло для компаний торгующих / не торгующих на фондовом рынке, применение которых повысит эффективность сделок слияний и поглощений, минимизируя трудоемкость расчетов.

Предложена и апробирована методика оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на основе анализа потенциальных сделок, а использование реального опциона предоставляет ряд прерогатив, повышая в итоге эффективность сделок и маневренность компаний на начальной стадии.

Идентифицированы факторы (нелинейность, неустойчивость, «качественный скачок»), влияющие на прогнозные значения эффективности деятельности компаний, способствуя достижению синергетического эффекта при осуществлении сделок слияний и поглощений с позиции особенностей синергетической экономики.

### **Дискуссионные положения и замечания по работе**

Достоинством диссертационного исследования является полученная новизна научных достижений, конкретизированная в пяти пунктах: 1) формулировка категориального аппарата исследования относительно трактовки понятия «оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и

поглощений»; 2) идентификация системы факторов (нелинейность, неустойчивость, «качественный скачок»), влияющих на прогнозные значения эффективности деятельности компаний с позиции особенностей синергетической экономики; 3) модификация метода кумулятивного построения в оценке стоимости бизнеса; 4) адаптация подхода на основе реальных опционов к процессу оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений, премия по которому определяется методом Монте-Карло; 5) разработка и эмпирическая апробация методики оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на основе применения реальных опционов.

Вместе с тем необходимо отметить, что как любое самостоятельное научное исследование, диссертация имеет дискуссионные положения и замечания:

1. Требуют детализации, описания, уточнения и пояснения расчеты премии акционерам и максимальной премии, часть из которых представлена в Приложениях, а не в основном тексте работы.

2. Автор, характеризуя теоретико-методический аспект современных долговых источников финансирования, в практической части исключает сравнительную оценку их применения, что, по нашему мнению, могло бы наглядно отразить преимущества и недостатки использования отдельных долговых источников финансирования при применении реального опциона в сделках слияний и поглощений.

3. Требует более подробной проработки налоговый выигрыш при сделке слияний и поглощений для «потенциально эффективных сделок», нашедший частичное отражение на с. 91, с. 96 – 99 диссертации.

Отмеченные дискуссионные положения и замечания не изменяют высокой оценки актуальности, научной и практической значимости диссертации. В целом оппонируемая работа показывает высокий уровень профессиональной подготовки автора, свидетельствует о проделанном серьезном экономическом исследовании, об обоснованности и достоверности положений, выводов и рекомендаций.

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

Автореферат и работы, опубликованные соискателем, отражают основное содержание диссертационного исследования. Диссертация и автореферат отвечают требованиям ВАК Министерства науки и высшего образования Российской Федерации. Исследование выполнено в рамках Паспорта специальности ВАК 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит, п. 5.3. «Теория и методология оценки стоимости бизнеса».

Диссертационная работа Семенова Н. С. представляет собой законченное, самостоятельно выполненное исследование, в котором разработаны теоретико-методологические положения, имеющие значение для теории и методологии оценки стоимости бизнеса.

Диссертационная работа «Оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений» соответствует требованиям п. 9 «Положения о присуждении учёных степеней» (утв. Постановлением Правительства РФ от 24 сентября 2013 г. № 842), предъявляемым к диссертациям на соискание учёной степени кандидата наук, а её автор, Семенов Николай Сергеевич, заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Официальный оппонент:

профессор кафедры финансов и кредита

Института экономики и управления

ФГАОУ ВО «Северо-Кавказский федеральный

университет», доктор экономических наук,

профессор

Мануйленко Виктория Валерьевна

Контактные данные: Мануйленко Виктория Валерьевна, д. э. н., профессор,  
кафедры финансов и кредита Института Экономики и управления  
Северо-Кавказский федеральный университет».   
Российская Федерация, г. Ставрополь, ул. Пушкина, 1, корп. 21, ауд.  
252) 33–03–37; e-mail: vmanuilenko@ncfu.ru.

28.04.2021г.