

ЗАКЛЮЧЕНИЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО СОВЕТА Д 212.196.02,
СОЗДАННОГО НА БАЗЕ ФЕДЕРАЛЬНОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО
БЮДЖЕТНОГО ОБРАЗОВАТЕЛЬНОГО УЧРЕЖДЕНИЯ ВЫСШЕГО
ОБРАЗОВАНИЯ «РОССИЙСКИЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
ИМЕНИ Г.В. ПЛЕХАНОВА» МИНИСТЕРСТВА НАУКИ И ВЫСШЕГО
ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ, ПО ДИССЕРТАЦИИ НА
СОИСКАНИЕ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ КАНДИДАТА НАУК

аттестационное дело № _____
решение диссертационного совета от 18 мая 2021 г. № 17

О присуждении Семенову Николаю Сергеевичу, гражданину Российской Федерации, учёной степени кандидата экономических наук.

Диссертация «Оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений» по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит принята к защите 16 марта 2021 г. (протокол заседания № 10) диссертационным советом Д 212.196.02, созданным на базе федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» Министерства науки и высшего образования Российской Федерации, 117997, г. Москва, Стремянный пер., д. 36, диссертационный совет создан приказом № 374/нк от 29 июля 2013 года.

Соискатель Семенов Николай Сергеевич, 1991 года рождения, в 2014 г. окончил федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего профессионального образования «Московский государственный университет экономики, статистики и информатики (МЭСИ)» по специальности «Финансы и кредит» с присвоением квалификации «Экономист», номер диплома 107706 0012303, регистрационный номер 14/3927, выдан 7 июля 2014 года.

В 2014 г. соискатель поступил и в 2017 окончил очную аспирантуру

федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова» по направлению подготовки 38.06.01 Экономика с присвоением квалификации «Исследователь. Преподаватель-исследователь». Кандидатские экзамены сданы (диплом об окончании аспирантуры № 107718 0278284, регистрационный номер 60, дата выдачи 27 октября 2017 года). С 1 сентября по 31 октября 2020 года прикреплен к федеральному государственному бюджетному образовательному учреждению высшего образования «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова» для подготовки диссертации на соискание ученой степени кандидата наук без освоения программы подготовки научно-педагогических кадров в аспирантуре.

Соискатель Семенов Николай Сергеевич работает в должности начальника управления финансового планирования департамента организационного и финансового обеспечения в государственном казенном учреждении города Москвы «Информационно-аналитический центр в сфере здравоохранения».

Диссертация выполнена на базовой кафедре финансовой и экономической безопасности федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» Министерства науки и высшего образования Российской Федерации.

Научный руководитель – доктор экономических наук, доцент Клевцов Виталий Владимирович, федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего образования «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Департамент финансового и инвестиционного менеджмента факультета «Высшая школа управления», руководитель.

Официальные оппоненты:

Блохина Татьяна Константиновна – доктор экономических наук,

профессор, федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Российский университет дружбы народов», кафедра «Финансы и кредит» экономического факультета, профессор,

Мануйленко Виктория Валерьевна – доктор экономических наук, профессор, федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Северо-Кавказский федеральный университет», кафедра «Финансы и кредит», профессор, дали положительные отзывы на диссертацию.

Ведущая организация федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Южный федеральный университет», город Ростов-на-Дону, в своём положительном отзыве, подписанном Свиридовым Олегом Юрьевичем, доктором экономических наук, доцентом, заведующим кафедрой «Финансы и кредит», и утверждённом Метелицей Анатолием Викторовичем, доктором химических наук, доцентом, проректором по научной и исследовательской деятельности, указала, что диссертация представляет целостную, хорошо структурированную, логически выстроенную и завершённую научно-исследовательскую работу на актуальную тему. Основные результаты, положения и выводы, полученные автором диссертации, являются оригинальными с научной точки зрения, могут стать базой для дальнейшего развития темы исследования. Разработанные автором в ходе исследования методика оценки стоимости бизнеса на основе реального опциона, алгоритм выбора целевой компании и рекомендации по повышению эффективности сделок слияний и поглощений могут быть использованы оценщиками для улучшения качества прогнозных моделей стоимости бизнеса при осуществлении сделок слияний и поглощений, а также менеджментом компаний для финансового обоснования механизмов неорганического роста организации. Полученные автором научные результаты являются новыми, имеют существенное значение для науки и практики, содержат методику оценки стоимости бизнеса,

позволяющую повысить маневренность компаний при слияниях и поглощениях. Полученные результаты, сформулированные в диссертации, в достаточной степени аргументированы, имеют теоретическое и практическое значение, представляют практический и научный интерес.

Вышесказанное позволяет сделать вывод, что диссертация на тему: «Оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений» отвечает требованиям «Положения о присуждении ученых степеней», утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 года № 842, предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата экономических наук, а автор диссертации Семенов Николай Сергеевич заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук.

Соискатель имеет 12 опубликованных работ, в том числе по теме диссертации опубликовано 12 работ, из них в рецензируемых научных изданиях опубликовано 5 работ. Статьи общим объемом 5,48 печ. л. посвящены исследованию теоретических положений слияний и поглощений как стратегии роста компаний, оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений, синергетической экономики, анализу эффективности сделок слияний и поглощений при использовании опциона, в том числе «потенциально эффективных» сделок, а также апробации методики оценки стоимости бизнеса с учетом опциона при слияниях и поглощениях.

Наиболее значительные научные работы по теме диссертации:

1. Семенов Н.С. Оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений / Н.С. Семенов // Финансовая экономика. – 2019. – №4. – С.1190-1191. – 0,23 печ. л.

2. Семенов Н.С. «Потенциально эффективные» сделки при использовании опциона в оценке стоимости бизнеса / Н.С. Семенов // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2017. – Том 7. – № 1А. – С. 194-204. – 1,38 печ. л.

3. Семенов Н.С. Алгоритм выбора целевой организации с учетом премии

по опциону в сделках М&А / Н.С. Семенов // Финансовая жизнь. – 2016. – № 4. – С. 65-70. – 0,43 печ. л.

4. Семенов Н.С. Синергетическая экономика и её значение в эффективном развитии организации / Н.С. Семенов// Экономика и предпринимательство. – 2016. – № 10 (ч. 2). – С. 526-529. – 0,5 печ. л.

5. Семенов Н.С. Слияния и поглощения как стратегия роста организации / Н.С. Семенов // Экономика и предпринимательство. – 2016. – № 3 (ч. 2). – С. 1048-1054. – 0,88 печ. л.

Недостоверных сведений об опубликованных соискателем ученой степени работах, в которых изложены основные научные результаты диссертации, и заимствования материалов или отдельных результатов без указания источника установлено не было.

На автореферат поступило 5 положительных отзывов из:

1. ФГАОУ ВО «Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации», от д.э.н., профессора, профессора кафедры международных финансов Болонина Алексея Ивановича. Отзыв положительный. Замечание: отсутствие подробных расчетов в части анализа максимальной премии по опциону.

2. ФГАОУ ВО «Дальневосточный федеральный университет», от д.э.н., профессора, профессора базовой кафедры современного банковского дела Вотинцевой Людмилы Ивановны. Отзыв положительный. Замечание: объективно напрашивается более расширенный и углубленный анализ учета нефинансовых факторов на предынвестиционной фазе. Но видимо исследователь сознательно отошел от данного аспекта и сделал это не в ущерб главного замысла исследования.

3. ФГАОУ ВО «Сибирский федеральный университет», от д.э.н., профессора кафедры экономики и управления бизнес-процессами Института управления бизнес-процессами Каячева Геннадия Федоровича. Отзыв положительный. Замечание: ограничение анализа практикой слияний и

поглощений в российской экономике. Вместе с тем анализ сделок M&A и расчетов по зарубежным компаниям могли бы позволить расширить область применения практических рекомендаций, полученных в ходе исследования.

4. ФГБОУ ВО «Ярославский государственный университет им. П.Г. Демидова», от д.э.н., профессора, профессора кафедры управления и предпринимательства Долматовича Игоря Александровича. Отзыв положительный. Замечание: недостаточно подробное описание расчетов при формировании ставки дисконтирования (WACC) для оценки стоимости компании после интеграции.

5. ФГБНУ «Национальный исследовательский Институт мировой экономики и международных отношений имени Е.М. Примакова Российской академии наук», от к.э.н., доцента, старшего научного сотрудника отдела международных рынков капитала Жуковой Татьяны Васильевны. Отзыв положительный. Замечания: 1) Подход автора к оценке сделок слияний и поглощений основывается на применении модели Блэка-Шоулза, действующей в условиях эффективного рынка (активы с одинаковыми денежными потоками и одинаковым риском должны иметь одинаковую стоимость). На формирующемся рынке применение такой методики может давать неоднозначные результаты ввиду меньшей роли финансовой информации в формировании рыночной стоимости, непрозрачной финансовой отчетности, сокрытия реальных доходов и др. 2) Основой для симуляции премий реальных опционов по методу Монте-Карло, исходя из логики работы, должна служить управленческая информация в отношении реальных возможностей компании. Только в этом случае обеспечивается должная точность оценок. Это означает, что круг пользователей такой методикой на практике может быть ограничен менеджерами компании и допущенными к инсайдерской информации экспертами-оценщиками. 3) Предлагаемый подход к кумулятивному построению ставки дисконтирования (премии за риск к безрисковой ставке) при всей своей позитивности и повышении точности оценок также отличается жесткостью границ применения и

исключительным базированием на финансовых коэффициентах. Вместе с тем классические составляющие премии за риск включают также качество руководства, размер компании, диверсификацию финансовой, производственной и территориальной структуры и др. Искусственно устанавливаемый таким подходом потолок к премии за риск в 35% (35 показателей) также сужает перечень компаний, к которым может быть применен данный метод.

Выбор официальных оппонентов и ведущей организации обосновывается их соответствиям требованиям п. 22 и 24 Положения о присуждении учёных степеней.

Диссертационный совет отмечает, что на основании выполненных соискателем исследований:

- разработан алгоритм выбора целевой организации в сделках слияний и поглощений путем разделения сделок на эффективные, неэффективные и потенциально эффективные на стадии оценки стоимости опциона, что позволяет сократить трудозатраты на прединвестиционной стадии (с. 89-90, 93-99);

- разработана и апробирована методика оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на основе применения опциона, которая увеличивает маневренность организаций на различных стадиях осуществления сделки и позволяет максимизировать синергетический эффект на этой основе (с. 84-93, 100-111);

- предложен подход к оценке стоимости собственного капитала, основанный на переходе от качественной к количественной оценке рисков с использованием показателей эффективности деятельности организации, что способствует снижению возможности манипулирования стоимостью собственного капитала при использовании кумулятивного метода (с. 40-45);

- доказана перспективность использования метода Монте-Карло при оценке премии по опциону, позволяющего расширить диапазон оцениваемых организаций в части оценки компаний, не торгующихся на бирже (с. 50-53);

- дана авторская трактовка понятия «оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений», включающая в себя анализ показателей эффективности деятельности организаций для прогнозирования будущих денежных потоков с целью формирования вывода о целесообразности осуществления сделки по слиянию и поглощению и расширяющая понятийный аппарат теории оценки стоимости бизнеса (с. 35-46).

Теоретическая значимость исследования обоснована тем, что:

- доказано, что наиболее применимой теорией в рамках слияний и поглощений является синергетическая теория, так как основной целью деятельности компании является максимизация благосостояния собственников, в частности приращение стоимости бизнеса (получение синергетического эффекта) путем слияний и поглощений, то необходим учет факторов, рассматривающихся в рамках синергетической экономики (нелинейность, неустойчивость, «качественный скачок»);

- применительно к проблематике диссертации результативно, то есть с получением обладающих новизной результатов, использован комплекс общенаучных методов исследования, в том числе анализ и синтез, обобщение, индукция и дедукция, методы системного анализа, статистические методы;

- раскрыты ограничения применения теории реальных опционов к оценке бизнеса в сделках M&A для определения метода оценки премии по опциону, позволяющего минимизировать данные ограничения;

- изучены внутренние мотивы и внутренние и внешние факторы участвующих в сделке слияний поглощений компаний в целях повышения эффективности прогнозирования будущих денежных потоков;

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

- разработана и внедрена в работу профильных подразделений ПАО «Московская городская телефонная сеть» методика оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений на основе опциона;

- представлены практические рекомендации по развитию процесса

оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений, учитывающие как финансовые, так и нефинансовые факторы, и ориентированные на повышение эффективности сделок M&A;

- рекомендации и теоретические разработки исследования внедрены в учебный процесс Московской академии профессиональных компетенций при чтении дисциплин «Корпоративные финансы», «Финансовый менеджмент», в учебный процесс Национальной ассоциации организаций и специалистов образования и науки при чтении дисциплины «Актуальные вопросы оценки стоимости бизнеса».

Оценка достоверности результатов исследования выявила:

- теория построена на известных, проверяемых фактах, согласуется с опубликованными данными по теме диссертации;

- установлено качественное совпадение авторских результатов с результатами, представленными в независимых источниках по данной тематике;

- использованы современные методики сбора и обработки исходной информации, в частности статистические методы обработки эмпирических данных и программный инструментарий Microsoft Excel, для выявления ключевых проблем и тенденции развития рынка слияний и поглощений.

Личный вклад соискателя состоит в непосредственном участии на всех этапах процесса диссертационного исследования, в непосредственном личном участии в получении исходных данных для анализа рынка слияний и поглощений, для оценки стоимости бизнеса, в апробации результатов исследования и подготовке основных публикаций по теме исследования.

Диссертационное исследование является научно-квалификационной работой, в которой отражено решение проблемы повышения эффективности сделок слияний и поглощений путем использования количественной оценки рисков компонент, использование опциона при оценке стоимости бизнеса и, в частности, метода Монте-Карло при оценке премии по опциону, а также авторской методики оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и

поглощений.

Диссертационное исследование соответствует требованиям п. 9–14 Положения о присуждении учёных степеней, утверждённого постановлением Правительства РФ от 24 сентября 2013 г. № 842.

Результаты диссертационного исследования могут быть использованы:

- менеджментом компаний для финансового обоснования механизмов неорганического роста организации, развития ее финансовой стратегии на этой основе;

- оценщиками для улучшения качества прогнозных моделей стоимости бизнеса при осуществлении сделок слияний и поглощений;

- в учебном процессе при подготовке бакалавров, магистров и аспирантов, и повышении квалификации оценщиков и сотрудников финансовых подразделений организаций.

На заседании 18 мая 2021 года диссертационный совет принял решение присудить Семенову Н.С. учёную степень кандидата экономических наук.

При проведении тайного голосования диссертационный совет в количестве 16 человек, участвовавших в голосовании, из них 13 докторов наук по специальности 08.00.10 — Финансы, денежное обращение и кредит (присутствовало на заседании 17 человек, из них 14 докторов наук по специальности 08.00.10 — Финансы, денежное обращение и кредит), из 24 человек, входящих в состав совета, проголосовали: за – 16, против – нет, недействительных бюллетеней – нет

Председатель диссертационного
д.э.н., проф.

Слепов В. А.

Ученый секретарь диссертационного
д.э.н., проф.

Маршавина Л. Я.

20 мая 2021 г.