

В диссертационный совет Д
212.196.02 на базе Федерального
государственного бюджетного
образовательного учреждения
высшего образования «Российский
экономический университет имени
Г.В. Плеханова», г. Москва,
Стремянный пер., д. 36

ОТЗЫВ

**на автореферат диссертации Семенова Николая Сергеевича на тему:
«Оценка стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений»,
представленной на соискание учёной степени кандидата
экономических наук по специальности 08.00.10 — «Финансы,
денежное обращение и кредит»**

В условиях высокой конкуренции, в том числе вызванной глобализацией, для достижения конкурентных преимуществ компании прибегают к слияниям и поглощениям. Достоинством диссертации Семенова Николая Сергеевича является развитие методики оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений с применением метода реальных опционов, который дополнительно к денежному потоку (ретроспективные условия) позволяет учесть потенциальные возможности компании (дополнительные инвестиции, отказ от какого-либо вида деятельности, применение управленческой гибкости и др.).

Метод реальных опционов повышает качество и точность оценки, а следовательно, эффективность процессов консолидации бизнеса. Вместе с тем практика применения этого метода недостаточно разработана. Как правило, используются те же формулы, что и для оценки финансовых опционных контрактов без учета специфики реальных активов. В этом аспекте данное направление оценки требует серьезного совершенствования, а выбранная автором тема, безусловно, актуальна.

В целом, диссертантом реализован системный подход к совершенствованию методики применения реальных опционов, начиная с

теоретической трактовки понятия целесообразности оценки стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений, через показатели эффективности деятельности компании в долгосрочной перспективе и заканчивая эмпирической апробацией этой методики.

При этом работа Семенова Н.С., оригинальна, содержит новые подходы к решению задач:

- совершенствуется кумулятивный метод исчисления ставки дисконтирования за счет большей формализации и количественной интерпретации дополнительных рисков ведения бизнеса. При этом диссертант представил систему показателей эффективности деятельности компаний в долгосрочной перспективе (35 равнозначных по предположению автора показателей, доступных для количественной оценки), на прогнозные значения которых оказывает влияние система факторов синергетической экономики (в авторской трактовке: «нелинейность, неустойчивость, качественный скачок»).

- оцениваются возможности применения распространённой формулы оценки стоимости опционов Блэка-Шоулза в дополнении метода Монте-Карло, по которому рассчитывается премия по реальным опционам.

В рамках этого лично автором получены следующие результаты:

- подтверждена целесообразность применения реального опциона при оценке стоимости бизнеса в сделках слияний и поглощений для снижения затрат на проведение таких сделок, в том числе за счет предварительного ранжирования потенциальных сделок по параметрам «эффективно», «не эффективно», «потенциально эффективно», а также для выделения эффективных сделок с организациями с отрицательной стоимостью вследствие убытков прошлых лет.

- уточнено, что опцион не является частью премии в сделках слияний и поглощений, а между размером опциона и размером премии собственникам отсутствует прямая зависимость.

Вместе с тем к содержанию работы прилагается ряд замечаний, суть которых сводится к необходимости установления границ и условий

применения, предлагаемой автором методики оценки эффективности сделок слияний и поглощений. В частности:

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.

Вместе с тем эти недостатки устранимы при должном описании ограничений применения разработанного методического подхода к оценке стоимости бизнеса поглощающей компании в сделках слияний и поглощений и не снижают значимость исследования, проведенного диссертантом.

Таким образом, можно констатировать, что диссертация соответствует требованиям п. 9 Положения о присуждении учёных степеней,

утверждённого постановлением Правительства РФ от 24 сентября г. 2013 № 842. Считаю, что Семенов Николай Сергеевич заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Кандидат экономических наук
по специальности 08.00.10 –
Финансы, денежное обращение и кредит,
старший научный сотрудник отдела
международных рынков капитала
ФГБНУ «Национальный исследовательский
Институт мировой экономики и международных
отношений им. Е.М. Примакова
Российской академии наук»

Жукова Татьяна Васильевна

«12» мая 2021 г.

Профсоюзная ул., д. 23, Москва, 117
Тел: +7 (499) 120-52-36
E-mail: imemoran@imemo.ru

Подпись: Жуковой Т.В.
ИЮ
делом кадров ИМЭМО РАН
А. Билкин