

ОТЗЫВ

на диссертацию Петреновой Екатерины Андреевны «Использование реальных опционов при оценке многостадийных инвестиционных проектов», представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.13 Математические и инструментальные методы экономики

Совершенствование технологии и процедур управления процессами реализации инвестиционных проектов становится все более важной задачей в ходе эволюции экономики. Решение этой задачи становится востребованным как в теоретическом, так и в практическом плане в связи с цифровой трансформацией экономической среды и развитием производственной сферы. В диссертации акцент делается на рассмотрении многостадийных процедур выполнения уже принятых к внедрению инвестиционных проектов. То есть объектом исследования становится продолжительный, распределенный во времени процесс выполнения инвестиционного проекта. В более узком смысле это процедуры выбора и реализации промежуточных решений в череде многих стадий выполнения инвестиционного проекта. Причем процедуры принятия решений по ходу реализации сложного инвестиционного проекта должны учитывать не только повышенную неопределенность внешних условий, но и возможность изменения, коррекции ранее запланированных решений. Таким образом, задача, которая сформулирована и решается в данном диссертационном исследовании, оказывается значительно более сложной, чем однократное принятие инвестиционного решения. Поэтому именно такая задача требует углубленного теоретического исследования.

Специфика меняющейся экономической среды заключается в ее стремительном преобразовании и постоянном изменении, скорость и значимость которых существенно возрастает. Следовательно, тема диссертации Е.А. Петреновой, посвященной разработке инструментария оценки реальных опционов в условиях ускорения экономических процессов и растущей неопределенности социально-экономической среды, несомненно, является актуальной.

Разумеется, корректная оценка проектов и их обоснованный выбор для реализации являются необходимыми условиями эффективного распределения ресурсов в экономике. Как правило, при анализе отдачи от инвестиций применяются традиционные критерии, такие как чистая приведенная стоимость, внутренняя норма доходности, модифицированная внутренняя норма доходности и преддисконтированный период окупаемости. Необходимо отметить, что в рамках подобных подходов проекты, допускающие возможность изменения исходной стратегии в процессе реализации, недооцениваются.

В ряде зарубежных и отечественных исследований предлагается оценивать такие инвестиционные решения при помощи метода реальных опционов. Подход, основанный на методе реальных опционов, обладает некоторыми преимуществами по сравнению с традиционными подходами к оценке проектов, обладающих управленческой гибкостью. Однако, корректное применение известных моделей оценки опционов возможно только для узкого круга проектов. В диссертации отмечено, что границы применимости имеющихся подходов к анализу реальных опционов к настоящему времени недостаточно изучены.

Именно поэтому в диссертации Е.А. Петреновой критически проанализированы известные подходы к оценке проектов с помощью реальных опционов и рекомендуемые диапазоны их применения, а также рассмотрены направления дальнейшего развития и совершенствования методологии анализа реальных опционов. В рамках данной работы проведено современное и актуальное исследование с целью разработки нового инструментария оценки реальных опционов, позволяющего осуществлять анализ, планирование и управление многостадийными проектами. Для реализации сформулированной таким образом цели диссертационного исследования соискателем были поставлены и решены пять научных задач: определение границ применимости существующих подходов к оценке реальных опционов; разработка подхода к построению моделей оценки проектов, обладающих управленческой гибкостью; апробация разработанного подхода; разработка алгоритма, позволяющего выбирать наиболее корректный способ учета риска в рамках оценки реальных опционов, а также предложение методики, допускающей корректировку исходной стратегии при планировании проектов и управлении рисками.

Проведенное исследование позволяет выделить ситуации, в которых невозможно корректное применение существующих способов оценки реальных опционов, а также модифицировать существующие способы выбора решений с тем, чтобы учитывать особенности реальных многостадийных проектов и нестационарной переходной экономики. Кроме того, это позволило использовать метод реальных опционов для управления уровнем риска при многостадийной реализации инвестиционных проектов.

Структура диссертации Е.А. Петреновой соответствует выбранной логике исследования, материал изложен современным научным и профессиональным языком. Результаты диссертационного исследования обладают достаточно высокой степенью обоснованности и подтверждаются не только ссылками на авторитетные научные публикации, но и практической апробацией наиболее существенных научных результатов.

Объем диссертации составляет 149 страниц. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и библиографии. В первой главе анализируются свойства существующих способов оценки реальных опционов, а во второй – представлен

разработанный соискателем подход к построению моделей оценки реальных опционов, преодолевающий многие ограничения существующих подходов, а также изложена разработанная в ходе диссертационного исследования методика управления проектными рисками, предполагающая сочетание метода реальных опционов с традиционными подходами к анализу уровня риска. Кроме того, во второй главе представлен разработанный Петреновой Е.А. алгоритм выбора корректного способа учета уровня риска при определении активной чистой приведенной стоимости многостадийных проектов, обладающих управленческой гибкостью.

В третьей главе на основе разработанного в ходе диссертационного исследования подхода представлен ряд моделей оценки реальных опционов, а также приведены результаты апробации разработанной методики управления уровнем риска в деятельности предприятия.

Основные положения, сформулированные в диссертации и раскрывающие суть отдельных научных результатов диссертационного исследования, несомненно, содержат элементы приращения научного знания. Вместе с тем, хотелось бы выделить наиболее важные.

В диссертации показано, что существующие модели оценки реальных опционов не учитывают случаев, при которых в результате исполнения опциона инвестор получает отрицательные денежные потоки. Выявлено также, что подобные ситуации возникают, когда решение об исполнении реального опциона принимается в условиях неполной информации. В таких случаях имеющиеся модели оценки опционов завышают стоимость многих реальных проектов.

В результате диссертационного исследования установлено, что известные подходы к анализу реальных опционов оказываются неприемлемыми для нестационарной экономики. Поэтому для такого случая в диссертации сформулированы рекомендации по адаптации метода оценки реальных опционов к подобным условиям. Кроме того, в диссертации разработана модель оценки реального опциона, учитывающая наличие лага между моментом принятия решения об исполнении опциона и временем его фактического исполнения.

Необходимо также положительно оценить предложение соискателя использовать для анализа способов управления уровнем риска при планировании процесса реализации многоэтапных проектов, не применявшийся ранее в таких задачах, метод реальных опционов.

На основании рассмотрения текста диссертации можно сделать вывод о достаточной обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации. Публикации соискателя и автореферат в полной мере отражают основное содержание и выводы диссертационного исследования Е.А. Петреновой. На отдельные положения, заимствованные из других источников, в тексте имеются соответствующие ссылки.

Таким образом, результаты, полученные соискателем, обладают теоретической и практической значимостью. Относительно теоретической значимости диссертации надо признать, что она заключается в определении границ применимости моделей реальных опционов и в разработке подхода, который позволяет строить модели оценки опционов, преодолевающие некоторые ограничения существующих способов оценки. Практическая ценность выполненного исследования состоит в том, что разработанные в ходе диссертационного исследования модели могут быть использованы для оценки успешности выполнения проектов в условиях неопределенности и риска.

Результаты диссертационного исследования, проведенного Петреновой Е.А., прошли апробацию на международных и российских конференциях и изложены в 9 опубликованных работах (из них 5 – в журналах из перечня ВАК).

Однако, несмотря на свои сильные стороны, исследование, проведенное Петреновой Е.А., обладает рядом недостатков, основные из которых следующие.

1. Разработанная в диссертации модель оценки опциона, учитывающая наличие лага между принятием решения и исполнением опциона, включает только два этапа: первый, предполагающий анализ информации о расходах на исполнение опциона и оценку возможных денежных потоков, и второй, в рамках которого инвестор, анализируя целесообразность предполагаемых расходов, реализует свое решение. Создается впечатление, что более прагматичной была бы разработка моделей, предполагающих наличие большего количества стадий.

2. В диссертации предлагается использовать метод реальных опционов для построения гибких планов реализации многостадийных проектов. Однако, в этом случае необходимо рассмотреть не только достоинства и преимущества планов, построенных на основе методов анализа реальных опционов, но и потенциальные проблемы, которые могут возникнуть при подобном планировании.

3. Метод реальных опционов применяется в диссертации для анализа способов управления рисками, связанными с деятельностью агрохолдинга. Надо отметить, что применение метода реальных опционов было бы интересным также при управлении уровнем риска невыполнения проектов, ориентированных на разработку инновационной продукции.

4. В дополнение к предыдущему замечанию хотелось бы также обратить внимание на игнорирование в диссертации разрабатываемой в ЦЭМИ РАН операциональной теории экономического риска, которая выделяет операциональные компоненты ситуации экономического риска: уровень экономического риска, фактор экономического риска, антирисковое управленческое воздействие. Введение операциональных характеристик в модели и алгоритмы управления уровнем риска – особенно при многостадийной реализации инвестиционных проектов – позволило бы конкретизировать ситуацию анализа риска и оцифровать характеристики результатов риск-анализа.

Отмеченные недостатки не умаляют, однако, научной ценности представленной диссертационной работы, которая полностью соответствует требованиям, установленным Московским государственным университетом имени М.В. Ломоносова к работам подобного рода.

На основании изучения диссертации, автореферата и опубликованных по теме диссертации научных работ соискателя можно утверждать, что содержание диссертации Е.А. Петреновой соответствует паспорту специальности 08.00.13 – Математические и инструментальные методы экономики (экономические науки), а также критериям, которые определены в пп. 2.1-2.5 Положения о присуждении ученых степеней в Московском государственном университете имени М.В. Ломоносова. Автореферат и диссертация Петреновой Е.А. оформлены, согласно требованиям приложений 5 и 6 Положения о диссертационном совете Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова. Объект и предмет исследования соответствуют п. 1.2 и п. 1.4 научной специальности 08.00.13 – Математические и инструментальные методы экономики.

Официальный оппонент считает, что соискатель Петренива Е.А. заслуживает присуждения ей ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.13 – Математические и инструментальные методы экономики.

Официальный оппонент
доктор экономических наук, профессор
заведующий лабораторией издательской и
маркетинговой деятельности
Федерального государственного бюджетного
учреждения науки
Центральный экономико-математический институт
Российской академии наук.

Качалов Роман Михайлович

Р.М. Качалов

Контактные данные:

Телефон: +7(499)724-11-87, e-mail: kachalov@cemi.rssi.ru .

Специальность, по которой официальным оппонентом защищена диссертация:
08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством»

Адрес места работы:

117418, город Москва, Нахимовский проспект, дом 47

Федеральное государственное бюджетное учреждение науки

Центральный экономико-математический институт

Российской академии наук, Лаборатория издательской и маркетинговой деятельности

Подпись сотрудника ФГБУН ЦЭМИ РАН

Р.М. Качалова удостоверяю.

Ученый секретарь ЦЭМИ РАН, к.э.н.

