

ОТЗЫВ

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

Петренива Е.А. в рамках своего исследования внесла существенный вклад в разработку инструментария анализа многостадийных проектов и управления ими на основе методики оценки реальных опционов.

Тема исследования является актуальной, так как традиционные подходы к анализу инвестиций, такие, как метод чистой приведенной стоимости, как правило, предполагают неизменный план действий на протяжении времени осуществления проекта, в то время как некоторые проекты допускают корректировку исходной стратегии на определенных этапах. Чаще всего такой особенностью обладают многостадийные проекты. В ряде случаев подобные проекты могут быть проанализированы при помощи метода реальных опционов. Тем не менее, данный подход редко применяется на практике, так как для большей части проектов использование существующих моделей оценки опционов некорректно. Автор диссертации обращает внимание на тот факт, что проблемы, связанные с возможностью корректного использования метода реальных опционов, не полностью отражены в рамках существующих исследований. В этой связи Петренива Е.А. справедливо замечает, что необходимо более детальное исследование характеристик существующих моделей оценки опционов. Для анализа многих инвестиционных проектов, обладающих управленческой гибкостью, необходима модификации существующих способов оценки реальных опционов или же разработка новых моделей. В автореферате автор утверждает, что учет управленческой гибкости важен не только при оценке всего проекта, но и при анализе отдельных способов реагирования на риски (с. 24, рис. 3).

Работа Петреновой Е.А. грамотно структурирована и написана научным языком. Автореферат создает целостное представление о диссертации.

Результаты, полученные автором, характеризуются оригинальностью и научной новизной. Необходимо отметить, что они обсуждались как на российских, так и на международных конференциях и отражены в 9 публикациях. Представленные в автореферате положения новизны достоверны и убедительны.

Из результатов, полученных Петреновой Е.А., наиболее интересным представляется выявление условий, затрудняющих применение стандартных способов оценки реальных опционов (с. 11-12). Петреновой Е.А. установлено, что имеющиеся подходы не могут применяться в условиях нестационарной экономики. Стоит отметить, что в рамках существующих исследований анализировалась применимость методов чистой приведенной стоимости и внутренней нормы доходности в условиях нестационарной экономики, но не рассматривалась корректность использования метода реальных опционов. При

этом учет управленческой гибкости особенно важен при анализе проектов, реализуемых в нестационарной экономике.

Кроме того, в исследовании Петреновой Е.А. показано, что имеющиеся модели оценки реальных опционов часто завышают ценность проектов, так как не учитывают случаи, при которых выручка от исполнения опциона отрицательна. Подобные ситуации возникают, когда на момент исполнения реального опциона инвестору точно неизвестно значение цены базового актива или цены исполнения. Ранее при критическом анализе подобных моделей не допускалась возможность неверной оценки денежных потоков и издержек на момент принятия решения об исполнении опциона.

Дополнительно необходимо отметить разработку автором подхода к построению моделей оценки реальных опционов, который дает возможность устранять многие недостатки стандартных способов. Интересными являются и предложения автора по учёту лага между принятием решения и его реализацией, что ранее не отражалось в моделях (с. 16-17, п. 3.1).

Кроме того, значимым элементом новизны исследования является предложение новых областей для использования метода реальных опционов. В рамках исследования Петреновой Е.А. показано, что применение метода реальных опционов может быть полезным при построении планов реализации проектов, предполагающих в некоторые моменты пересмотр исходной стратегии. Отмечено, что подобные планы могут быть более эффективными для проектов, реализуемых в условиях высокой неопределенности, чем единственный жесткий сценарий развития, выбранный до начала осуществления проекта.

Положения научной новизны представлены убедительно, а применяемый автором методологический аппарат и информационная база подтверждают достоверность и обоснованность исследования.

Тем не менее, по автореферату имеется ряд замечаний.

Во-первых, в рамках подхода к построению моделей оценки реальных опционов, предложенного автором, разработана обобщенная постановка задачи структура имитационной модели. Была бы полезной также разработка подхода, допускающего построение аналитических моделей оценки.

Также в автореферате Петренива Е.А. не представляет в явном виде способы адаптации метода реальных опционов к особенностям нестационарной экономики. Отмечаю, что подобные рекомендации заслуживают большего внимания.

Кроме того, Петреновой Е.А. предложен алгоритм, позволяющий выбирать адекватный способ учета риска при построении моделей оценки реальных опционов. Необходимо отметить, что модели, основанные на способах оценки финансовых опционов, предполагают нейтральность инвестора к риску. В рамках алгоритма, разработанного автором, не учитываются случаи, при которых инвестор избегает риска. Представленный алгоритм основан на анализе сферы применения подходов к учету риска, применяемых в различных моделях оценки опционов. В автореферате этот алгоритм выделен в отдельное положение

новизны (с. 6-7, п. 4). Но, на мой взгляд, было бы уместнее включить его в первое положение.

Необходимо отметить, что сформулированные замечания не снижают общую ценность проведенного Петреновой Е.А. исследования.

Судя по автореферату, проведенное автором исследование по актуальности, научной и практической значимости, сформулированным положениям новизны отвечает требованиям, установленным Московским государственным университетом имени М.В. Ломоносова к работам подобного рода.

Исходя из анализа автореферата, можно сделать вывод о том, что содержание диссертации соответствует паспорту специальности по специальности 08.00.13 – «Математические и инструментальные методы экономики» (экономические науки), а также критериям, которые определены пп. 2.1-2.5 Положения о присуждении ученых степеней в Московском государственном университете имени М.В.Ломоносова. Автореферат Петреновой Е.А. оформлен, согласно приложениями 5,6 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. Считаю, что соискатель Петренева Е.А. заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.13 – Математические и инструментальные методы экономики.

К.э.н., доцент, профессор кафедры управления
института экономики и управления АПК
Российского государственного аграрного университета
- МСХА имени К.А. Тимирязева
Алексанов Дмитрий Семенович

Д.С.Алексанов

Контактные данные

e-mail: daleksanov@mail.ru, телефон: +7(499) 976-25-83; +7(915) 146-56-97

Адрес места работы:

127550, г. Москва, ул. Тимирязевская, 49. Российский государственный аграрный университет - МСХА имени К.А. Тимирязева, Институт экономики и управления АПК, кафедра управления

Подпись профессора кафедры управления Российского государственного аграрного университета - МСХА имени К.А. Тимирязева Дмитрия Семеновича Алексанова удостоверяю:

руководитель/кадровый работник

И.О.Фамилия



дата