

В диссертационный совет Д 212.196  
на базе ФГБОУ ВО  
«Российский экономический университет  
им. Г.В. Плеханова»,  
г. Москва, Стремянный пер., д. 36

## **ОТЗЫВ**

### **ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА**

**на диссертационную работу Килинского Михаила Александровича  
на тему «Финансовые и нефинансовые детерминанты в оценке  
стоимости бизнеса»,  
представленную на соискание учёной степени  
кандидата экономических наук по специальности  
08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит**

#### **1. Актуальность темы диссертации**

В условиях бурного развития глобальных финансовых рынков современные компании нуждаются в разработке эффективной стратегии управления стоимостью, которая способна гарантировать устойчивый рост благосостояния собственников бизнеса при заданном уровне риска. Основой такой стратегией является система управления стоимостью компании, целью которой является управление не только денежными потоками, но и рыночной стоимостью компаний.

Именно рыночная стоимость является наиболее важным критерием оценки эффективности деятельности компании и перспектив её развития. Таким образом, каждая компания нуждается в разработке механизмов и инструментов управления своей стоимостью. Следует отметить, что одним из наиболее важных факторов повышения

капитализации компаний является соблюдение баланса интересов собственников и менеджеров компании, а также разработка эффективных методов разрешения агентских конфликтов.

Другой важной проблемой, возникающей в процессе управления стоимостью компаний, является соблюдение баланса интересов между миноритарными и мажоритарными акционерами. Хотя обе эти группы собственников заинтересованы в росте стоимости бизнеса, на практике их интересы могут различаться. Так мажоритарные акционеры могут быть заинтересованы в долгосрочном росте стоимости бизнеса компании, тогда как миноритарные собственники больше ориентированы на получение регулярных выплат в виде дивидендов или в краткосрочном росте стоимости акций.

М.А. Килинский в диссертации исследует актуальную тему, направленную на развитие существующих методов и инструментов обеспечения роста стоимости бизнеса компаний, в том числе на основе изучения качества корпоративного управления, учета интересов различных групп собственности и оценки стоимости интеллектуального капитала.

## **2. Степень обоснованности и достоверности научных положений и выводов диссертации**

Цель и задачи научного исследования, заявленные соискателем, определили структуру работы и позволили автору сформулировать логику диссертационного исследования. Положения и выводы, сформулированные в диссертации, соответствуют поставленным задачам и основаны на использовании общенаучных методов исследования, таких как: анализ, синтез, классификации, обобщения, индукции и дедукции. Также автором использован широкий спектр современных методов математического моделирования: корреляционно-

регрессионный анализ, анализ панельных данных, метод кластерного анализа.

Автор исследует широкий спектр проблем, касающихся оценки и управления стоимостью бизнеса компаний на основе управления финансовыми и нефинансовыми детерминантами стоимости. Автором проведено комплексное исследование различных факторов стоимости российских компаний и их влияния на капитализацию, что позволило обеспечить обоснованность выводов и рекомендаций исследования.

Проведенное автором исследование основано на использовании обширной теоретической и статистической информационной базы. Килинским М.А. использованы труды отечественных и зарубежных ученых по тематике оценки и управления стоимостью бизнеса, официальные документы, а также статистические и бухгалтерские данные о деятельности крупнейших российских компаний.

Таким образом, уровень достоверности результатов исследования Килинского М.А. можно оценить как достаточно высокий.

### **3. Структура и содержание диссертации**

Диссертационное исследование достаточно объемно и имеет четкую и понятную структуру.

Работа изложена на 157 страницах. Библиографический список сравнительно полон и насчитывает 140 наименований, включая значительное количество зарубежных источников. Структура диссертации соответствует требованиям, предъявляемым к кандидатским диссертациям. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников и шести приложений.

В первой главе исследования Килинский М.А. исследует традиционные подходы к оценке стоимости бизнеса, их достоинства и

ограничения (с. 12 - 17), а также эволюцию подходов к управлению стоимостью бизнеса компаний (с. 30 - 37).

Вторая глава диссертационного исследования содержит анализ динамики рыночной и фундаментальной стоимости российских компаний (раздел 2.2.). В разделе 2.3 автором систематизированы и сформирован перечень финансовых и нефинансовых факторов, определяющих стоимость российских компаний, и сделаны предположения о характере их взаимосвязи с капитализацией.

Третья глава исследования посвящена формированию эмпирических моделей и проведению моделирования стоимости российских компаний с учетом нефинансовых детерминантов с использованием эконометрических методов (раздел 3.2) и методов кластерного анализа (раздел 3.3).

#### **4. Основные результаты исследования и их научная новизна**

В работе получен ряд результатов, имеющих определенную научную новизну. К числу полученных автором можно отнести:

1. Соискатель исследует возможности и ограничения подходов к оценке стоимости бизнеса (с. 13 - 14), а также проблемы, возникающие в практике внедрения методов управления стоимостью (С. 38 - 43). На этой основе в исследовании изложена авторская трактовка понятия “оценка стоимости бизнеса” с учетом нефинансовых детерминантов.

2. Автором разработана методика прогнозирования будущей капитализации компаний на основе анализа различных групп нефинансовых факторов (с. 66 - 82).

3. Разработанная Килинским М.А. методика легла в основу эконометрической модели стоимости бизнеса компаний, а сформированная им база статистических данных о финансовых и

нефинансовых детерминантах стоимости, позволила оценить параметры модели.

4. На основе регрессионного анализа соискателем выявлены значимые факторы, формирующие фундаментальную и рыночную стоимости бизнеса российских компаний (раздел 3.2).

5. Использованный соискателем метод кластерного анализа позволил выделить на российском фондовом рынке группу наиболее эффективных компаний и изучить их подходы к управлению финансовыми и нефинансовыми детерминантами стоимости бизнеса (раздел 3.3).

## **5. Замечания и рекомендации**

1. В таблице 1 соискателем используется аббревиатура КЦОУ, однако она раскрывается лишь на странице 15 после того, как встречается впервые по тексту.

2. На странице 22 автор выражает мнение, что руководством российских компаний недостаточно учитывается тот факт, что стоимость бизнеса – это комплексный показатель, интегрирующий в себя большое количество коррелирующих факторов. На наш взгляд, данное утверждение автора нуждается в дополнительной аргументации.

3. На странице 103 диссертации автор утверждает, что исследуемые компании группируются в три кластера по уровню стратегической эффективности. Однако обоснованность результатов, полученных с использованием данного метода, могла бы вырасти, если бы автор привел более четкое обоснование выбора количества кластеров. Кроме того, не проведен анализ устойчивости полученных вводов с использованием современного инструментария контроля робастности.

4. В разделе 2.3 автор выдвигает гипотезы о характере влияния различных детерминантов на стоимость бизнеса и обосновывает их ссылками на различные исследования. После проведения эконометрического моделирования не хватает комплексного экономического анализа полученных результатов и анализа результатов проверки гипотез.

5. В разделе 3.3 в качестве показателя для кластеризации автор выбирает отношение капитализации компании к балансовой стоимости. По-моему необходимо привести более серьезные аргументы в пользу выбора данного показателя.

6. Изложение результатов эконометрического моделирования сравнительно механистично: приведены копии результатов работы программ с избыточным количеством знаков (приложения D, E) без качественного экономического анализа.

Указанные замечания не уменьшают общего уровня проведенного исследования и свидетельствуют о современном уровне всего исследования.

## **6. Вывод**

Диссертационная работа Килинского М.А. «Финансовые и нефинансовые детерминанты в оценке стоимости бизнеса» является актуальной и значимой с научной точки зрения. Исследование является завершённым, новые научные результаты, полученные соискателем, достаточно обоснованы и подтверждены количественным (эконометрическим) анализом.

Диссертационная работа соответствует требованиям п. 9 «Положения о присуждении учёных степеней» (утв. постановлением Правительства РФ от 24 сентября 2013 № 842), предъявляемым к диссертациям на соискание учёной степени кандидата наук, а её автор

Кишинский Михаил Александрович заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит.

Карминский Александр Маркович

доктор технических наук,

доктор экономических наук, профессор

профессор-исследователь школы финансов

факультета экономических наук Научно-исследовательского университета «Высшая школа экономики»

Адрес: Покровский бульвар, д. 11, каб. S637

[karminsky@mail.ru](mailto:karminsky@mail.ru)

84957729590 (доб. 27420)

21.04.2021

ПОДПИС

*Ведущий  
Курс*

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»