

В диссертационный совет Д 212.196.02 на базе
ФГБОУ ВО «Российский экономический
университет им. Г.В. Плеханова»

ОТЗЫВ

официального оппонента на диссертацию 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

Актуальность темы исследования

В условиях цифровизации и финансовой глобализации российские компании должны обеспечивать стабильный рост стоимости. Учет нелинейной взаимосвязи большинства факторов внешней и внутренней среды компании, их влияние на ее стоимость – интегральный конечный показатель эффективности, основа ценностно-ориентированного подхода к управлению. Имеющиеся подходы к стоимостному управлению компанией преимущественно ориентированы на управление такими финансовыми факторами, как стоимость капитала, денежные потоки, в недостаточной степени учитывая возможности повышения качества корпоративного управления или интеллектуального капитала компании. В условиях жесткой рыночной конкуренции и динамично изменяющейся внешней среды именно нефинансовые показатели вносят существенный вклад в оценку компании инвесторами, приобретая особую значимость в современной экономике. Практика показывает, что достоверность оценки стоимости в существенной мере зависит от обоснования влияния нефинансовых детерминант. Следует отметить, что наиболее крупные российские компании отличаются сложной системой корпоративного управления, существенными запасами интеллектуального, в т. ч. человеческого капитала, функционируя в условиях нестабильной макроэкономической среды.

Избыточная диверсификация, нерезультативное управление капиталом, обострение агентских конфликтов способствуют разрушению стоимости, актуализируя задачу модификации методов управления стоимостью компаний. Вместе с тем отмечается недостаток работ, посвященных количественному изучению влияния трудноформализуемых факторов на стоимость бизнеса.

С учетом вышеизложенного, необходимость развития подходов к оценке и прогнозированию стоимости компаний, интеграции в модели как финансовых, так и нефинансовых факторов, изучения взаимосвязи между ними и разными типами стоимости обусловили актуальность диссертационного исследования, постановку его цели и задач.

Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов рекомендаций, сформулированных в диссертации

Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций диссертационного исследования Килинского М. А. подтверждается использованием трудов российских и зарубежных ученых в области оценки и управления стоимостью бизнеса, а также официальных отчетов российских компаний. Полученные в ходе исследования выводы и рекомендации основываются на актуальных статистических данных российского рынка ценных бумаг, а также нормативно-правовых актах, регулирующих финансовый рынок, оценочную деятельность. Концепции, представленные в научных источниках, осмыслены соискателем, дополнены гипотезами, подтвержденными в процессе исследования, что позволило аргументировать свою точку зрения на оценку и управление стоимостью компании, апробировав ее в Московской академии профессиональных компетенций, Национальной ассоциации организаций и специалистов образования и науки и др.

Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций основывается на глубоком анализе используемого материала с помощью отдельных общенаучных и специальных методов: индуктивный, дедуктивный, анализ, синтез, группировка, графический, сравнительный, экономико-статистический, экономико-математический и др.

Достоверность научных положений, выводов и рекомендаций исследования тесно сочетается с их обоснованностью, бесспорна; обеспечивается выполненным диссертантом глубоким анализом, применением широкого перечня литературных источников – монографий, научной периодики, материалов конференций, включающих работы российских, международных ученых и др. Проверка отдельных экономико-статистических данных российского рынка ценных бумаг, представленных в диссертации, показала, что они выбраны и использованы корректно.

Информационно-эмпирическая база исследования сформирована законодательными актами Российской Федерации, статистическими материалами информационной платформы ММВБ по котировкам акций публичных обществ, базами данных финансовой информации Investing.com, Cbonds, РБК, публичными отчетами о корпоративном управлении исследуемых компаний, публикациями в СМИ о конечных бенефициарах российских компаний и их собственности, монографическими исследованиями российских и зарубежных экономистов, разработками автора диссертации.

Сформированная информационно-эмпирическая база исследования в полной степени раскрывает содержание рассматриваемой проблемы, что позволило соискателю аргументировать достоверные выводы и предложения. Применение существенного объема фактического материала, широкого спектра методических инструментов позволило автору сформировать достоверную логическую систему положений, выводов и рекомендаций, большинство из которых обладают элементами научной новизны.

Аргументированность научных положений исходит из корректности использования исследовательских методов, сопоставимости полученных теоретико-методических результатов с практическими. В процессе исследования, решая поставленные задачи, диссертанту удалось предложить методику определения долгосрочных значений рыночной стоимости российских компаний, разработать и апробировать эконометрическую модель формирования акционерной стоимости бизнеса, выявить и раскрыть ключевые показатели, влияющие на экономическую прибыль и рыночную стоимость бизнеса.

Автор, достигая цели и решая поставленные задачи исследования, выстроил логическую структуру диссертации, включающую введение, три взаимосвязанные между собой главы, заключение, список литературы (140 источников), приложения.

Первая глава отражает теоретические аспекты оценки стоимости бизнеса (с. 11 – 37), раскрывая стоимостное управление (с. 18 – 28), обзор финансовых моделей оценки (с. 30 – 37).

Вторая глава заключает анализ факторов стоимости компаний на российском фондовом рынке, акцентируя особое внимание на анализе нефинансовых факторов (с. 42 – 44). Непосредственно, исследуется динамика экономической прибыли российских компаний, демонстрируются причины разрушения их стоимости (с. 50 – 57), формулируются гипотезы о направлении и степени влияния разных факторов на стоимость компаний (с. 72 – 82).

В третьей главе соискатель разрабатывает эконометрическую модель стоимости российских компаний (с. 83 – 90), оценивает её с учетом влияния нефинансовых факторов (с. 91 – 96), проводит кластерный анализ российских компаний, разрабатывая рекомендации, направленные на повышение стоимости (с. 103 – 112).

Представленная работа свидетельствует о высокой квалификации соискателя как научного работника, его личном участии на всех этапах исследовательского процесса.

Научная новизна полученных результатов

Научная новизна не вызывает сомнений и состоит в научном обосновании развития методики оценки стоимости бизнеса российских компаний на основе выделения финансовых и нефинансовых детерминат стоимости компании (с. 8 – 9).

В теоретической области исследования охарактеризовано понятие «оценка стоимости бизнеса компании», в основе которого учитывается влияние нефинансовых факторов стоимости: качество корпоративного управления и интеллектуальный капитал компании, направленное на применение стоимости бизнеса для стратегического и оперативного управления компанией.

Особый интерес представляет научная новизна в методической области исследования:

– авторская методика прогнозирования капитализации российских компаний, в основе которой лежит выделение нефинансовых драйверов

стоимости и их количественное моделирование, необходимое для эмпирической оценки качества моделей стоимости, основанных на эконометрическом анализе временных рядов;

– эконометрическая модель стоимости, основанная на учете влияния финансовых и нефинансовых детерминант;

– обоснована степень влияния характеристик совета директоров, диверсификации компаний и доли заемных средств в капитале компаний на их капитализацию, объема инвестиций в интеллектуальный капитал на основе эмпирического исследования факторов стоимости российских компаний, в т. ч. на представительной выборке, используя методы анализа панельных данных, с помощью коэффициентов регрессии;

– сформулирован комплекс рекомендаций, направленных на повышение стоимости бизнеса на основе изучения наиболее эффективных российских компаний, выбранных с помощью кластерного анализа.

Дискуссионные положения и замечания по работе

Достоинство работы – научная новизна, состоящая в развитии методики оценки стоимости бизнеса российских компаний на основе выделения финансовых и нефинансовых детерминант стоимости компании.

Вместе с тем следует отметить, что как любое самостоятельное научное исследование, диссертация имеет отдельные дискуссионные положения и замечания:

1. Автор, утверждая на с. 100 диссертации, что «качество корпоративного управления одновременно влияет на финансовые факторы...», приводя в Приложении С корреляционную матрицу факторов стоимости, в работе недостаточно раскрывает вопрос о взаимосвязи разных детерминант стоимости друг с другом, в т. ч. не уточняет механизм влияния нефинансовых факторов на финансовые, а также не рассчитывает частные коэффициенты корреляции по каждой паре факторов, что исключило бы влияние остальных переменных.

2. Соискатель на с. 45 работы аргументирует выбор в качестве показателя, характеризующего фундаментальную стоимость компании, экономическую прибыль, что является недостаточным. Исследование влияния факторов стоимости на иные метрики, характеризующие эффективность стоимостного управления компанией, а также их взаимосвязь с рыночной стоимостью компаний, по нашему мнению, повысило бы научную ценность и обоснованность выводов, полученных соискателем.

3. Представляется целесообразным, на наш взгляд, изучение нефинансовых факторов, характеризующих корпоративную социальную ответственность, а также инвестиций в маркетинговые и рекламные компании на стоимость российских компаний, несмотря на то что, что перечень нефинансовых факторов, рассмотренных автором, обширен, но не исчерпывающий.

4. Авторская концептуальная модель стоимости на основе включения нефинансовых детерминант стоимости, по нашему мнению, может использоваться для трансформации методов стимулирования и разработки

сбалансированной системы показателей для управляющих, повышая ориентацию крупных компаний на развитие интеллектуального, в т. ч. человеческого капитала. Автор на с. 26 работы анализирует современные подходы к вознаграждению менеджмента компаний, исключая, к сожалению, рассмотрение вопроса в дальнейшем.

Однако отмеченные дискуссионные положения и замечания не затрагивают ключевых аспектов диссертационной работы, представляющей собой исследование, выполненное автором самостоятельно, обладающее существенными элементами научной новизны, придающими работе теоретическую и практическую значимость.

Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным Положением о присуждении ученых степеней

Автореферат и опубликованные соискателем работы отражают основное содержание диссертационного исследования. Исследование выполнено в рамках Паспорта специальности ВАК 08.00.10 Финансы, денежное обращение и кредит, п. 3.28. Финансовый менеджмент, п. 5.3. Теория и методология оценки стоимости бизнеса.

Диссертация Килинского М.А. является завершенной научно-квалификационной работой, в которой на основе проведенных исследований разработаны теоретико-методические и практические положения, имеющие значение для теории и практики финансового менеджмента, оценочной деятельности в бизнесе.

Диссертационная работа «Финансовые и нефинансовые детерминанты в оценке стоимости бизнеса» соответствует требованиям п. 9 «Положения о присуждении учёных степеней» (утв. Постановлением Правительства РФ от 24 сентября 2013 г. № 842), предъявляемым к диссертациям на соискание учёной степени кандидата наук, а её автор, Килинский Михаил Александрович, заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Официальный оппонент:

профессор кафедры финансов и кредита

Института экономики и управления

ФГАОУ ВО «Северо-Кавказский федеральный

университет», доктор экономических наук,

профессор

Мануйленко Виктория Валерьевна

ПОДПИСЬ
УДОСТОВЕРЯ

Маниленко Виктория Валерьевна

Маниленко Виктория Валерьевна, д. э. н., профессор,
кафедры финансов и кредита Института Экономики и управления
ФГАОУ ВО «Северо-Кавказский федеральный университет».

Российская Федерация, г. Ставрополь, ул. Пушкина, 1, корп. 21, ауд. 605;
т. (8652) 33-13-37; e-mail: vmanuilenko@ncfu.ru.

Мануйленко В.В.

28.04.2014