

УТВЕРЖДАЮ

Проректор по научно-технологической деятельности
и аттестации научных кадров
федерального государственного
бюджетного образовательного учреждения

Высшего образования
государственный
«И.С. Тургенева»
С.Ю. Радченко
_____ 2021 г.

ОТЗЫВ ВЕДУЩЕЙ ОРГАНИЗАЦИИ

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

Актуальность темы исследования. Диссертационное исследование посвящено изучению факторов, определяющих стоимость российских компаний. Стратегия, направленная на рост стоимости бизнеса компании, получает все большее признание в практике российского менеджмента. Однако наблюдается определенный недостаток эмпирических исследований и моделей управления стоимостью, как интегральным показателем характеризующем эффективность хозяйственной деятельности российских компаний. Можно отметить, что подходы к разработке и прогнозированию рыночной стоимости компаний, основанные на использовании только бухгалтерской информации не в полной мере отражают эффективность использования капитала компании и не учитывают как альтернативные издержки привлечения капитала, так и эффект влияния на стоимость интеллектуального капитала и сложившейся в компании модели

корпоративного управления. В связи с этим актуальной для отечественного бизнеса становится проблема разработки подходящего аналитического инструментария учитывающего не только финансовую эффективность, но и качественные факторы определяющие стоимость компаний.

Названные причины подтверждают актуальность диссертационного исследования Килинского М.А., которое вносит вклад в изучение фундаментальных детерминант, объясняющих капитализацию российских компаний.

Степень обоснованности научных положений, выводов, рекомендаций, сформулированных в диссертации. В первой главе диссертации «Теоретические основы исследования оценки стоимости бизнеса компаний» автором проведен обзор подходов к оценке и методов управления стоимостью бизнеса компаний. Соискатель систематизирует подходы к оценке стоимости бизнеса компаний, выделяет их возможности и ограничения (с. 14-15), а также приводит собственную классификацию финансовых моделей стоимости компании в зависимости от уровня управления и степени неопределенности факторов, включенных в модель (с. 29-31). Все это позволило раскрыть понятие оценка стоимости бизнеса и дать ему расширенное определение.

Вторая глава диссертации «Исследование факторов стоимости бизнеса компаний на российском фондовом рынке» посвящено исследованию динамики экономической прибыли российских компаний (с. 49-57). Соискателем продемонстрировано, что ожидания инвесторов по поводу будущих потоков экономической прибыли оказывает значительное влияние на капитализацию российских компаний (с. 61-66). Автором сформулирована концептуальная модель стоимости бизнеса компаний (с. 67-68), включающая как финансовые факторы (с. 72-75), так и несколько групп нефинансовых факторов, в частности факторы, характеризующие интеллектуальный капитал (с. 75-77) и качество корпоративного управления (с. 78-80). Соискателем сформирована случайная выборка, включающая данные по 38

крупнейшим российским нефинансовым компаниям за 10 лет, на основе которой строится дальнейшее исследование Килинского М.А.

По итогам третьей главы диссертационного исследования «Моделирование стоимости бизнеса российских компаний» соискателем получены важные выводы и результаты. В первом параграфе приводятся описательные статистики факторов стоимости российских компаний (с. 83-89). Во втором параграфе апробированы эконометрические модели рыночной стоимости и экономической прибыли российских компаний, оценены коэффициенты регрессии (с. 93-96), что позволило доказать определяющее влияние качества корпоративного управления, интеллектуального капитала и степени диверсификации на стоимость российских компаний. В третьем параграфе с использованием методов кластерного анализа компании были разделены на три группы, характеризующиеся различным отношением рыночной стоимости к балансовой стоимости активов (с. 105-106), что позволило определить конкретные значения финансовых коэффициентов и нефинансовых показателей в группах наиболее эффективных компаний и сформулировать рекомендации направленные на рост благосостояния акционеров (с. 107-110).

Таким образом, обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций диссертационного исследования Килинского М.А. подтверждаются детальным анализом российских и зарубежных научных источников в области оценки стоимости бизнеса, а также обоснованным использованием экономико-математических методов анализа и моделирования статистических данных.

Достоверность и новизна научных положений, выводов рекомендаций подтверждается апробацией результатов исследования на всероссийских научно-практических конференциях, а также непосредственно в деятельности ПАО МТС, что подтверждается справкой о внедрении результатов исследования.

К полученным результатам в диссертации, характеризующим ее

научную новизну, можно отнести следующие:

1. Развитие категориального аппарата оценочной деятельности в части авторской трактовки понятия «оценка стоимости бизнеса компании» (с. 38-43), отражающего значение нефинансовых детерминант в процессе формирования рыночной стоимости компаний;

2. Методику прогнозирования стоимости компаний (с. 40-48), в основу которой положен подход к количественному моделированию нефинансовых детерминант стоимости, позволяющий повысить точность долгосрочных прогнозов капитализации компаний;

3. Эконометрическую модель рыночной стоимости российских компаний (с. 66-82), позволяющую выявить взаимосвязи между финансовыми и нефинансовыми факторами и различными видами стоимости компаний, учитывающую вклад интеллектуального капитала и качества корпоративного управления в процесс формирования стоимости бизнеса;

4. Изучен вклад различных детерминант в стоимость российских компаний (с. 91-101), продемонстрировано, что интеллектуальный капитал, качество корпоративного управления и степень диверсификации бизнеса оказывают значительное влияние на стоимость российских компаний, что способствует развитию методики оценки стоимости бизнеса;

5. Предложены основные направления по совершенствованию управлению финансовыми и нефинансовыми факторами, способствующие росту рыночной и фундаментальной стоимости бизнеса российских компаний (с. 103-111).

Диссертационная работа Килинского М.А. является законченным научным исследованием. Выводы, полученные соискателем, обоснованы и базируются на современных отечественных и зарубежных исследованиях, актуальных статистических данных. Все результаты и рекомендации получены лично автором и являются оригинальными.

Значимость результатов, полученных автором, для развития соответствующей отрасли науки и производства. Диссертационное исследование содержит новые научные результаты, которые могут применяться для публичной защиты и свидетельствуют о личном вкладе автора в экономическую науку. Результаты диссертации Килинского М.А. соответствуют поставленной цели и задачам, а полученные данные - достоверны.

Теоретическая значимость диссертационного исследования заключается в приращении научных знаний в области теории оценки, в части уточнения понятия оценки стоимости бизнеса и выявлении ключевых детерминант стоимости бизнеса.

Основные результаты диссертации дополняют и систематизируют научные знания в области теории оценки стоимости бизнеса.

Рекомендации по использованию результатов и выводов диссертационного исследования. Основные результаты, положения и выводы, полученные автором диссертации, являются оригинальными с научной точки зрения, могут стать базой для дальнейшего развития темы исследования. Практическая значимость исследования определяется возможностью применения инвестиционными аналитиками и оценщиками, разработанной автором эконометрической модели стоимости бизнеса российских компаний. Рекомендации по совершенствованию управления финансовыми и нефинансовыми факторами стоимости, сформулированные автором по результатам исследования, могут быть использованы для повышения обоснованности принимаемых финансовых решений и разработке финансовых стратегий крупными компаниями.

Оценка содержания результатов диссертации, её завершенности. Результаты и выводы, представленные в исследовании Килинским М.А., обладают научной новизной. Диссертация Килинского М.А. представляет целостную, хорошо структурированную, логически выстроенную и завершенную научно-исследовательскую работу на актуальную тему.

Замечания и недостатки по диссертационной работе.

В целом положительно оценивая диссертацию Килинского М.А., в качестве замечаний целесообразно отметить следующее:

1. В параграфе 1 не хватает определения понятий «рыночная стоимость» и «стоимость бизнеса». Не понятно, являются ли эти понятия идентичными, по мнению автора;

2. Классификация видов стоимости, представленная на рисунке 1 (с. 13) является неполной и отличается от классификации приведенной как в ФСО №2 «Виды стоимости» (не сказано про кадастровую стоимость), так и от классификации, приведенной в международных стандартах оценки, в частности, не упоминается синергетическая стоимость. Также не все виды стоимости, представленные в классификации, описаны в тексте диссертации;

3. Формула, используемая для оценки инвестиций в обучение персонала и представленная на странице 77, представляется недостаточно обоснованной, в частности не объясняется, почему необходимо умножать натуральный логарифм численности персонала на коэффициент 0,25;

4. Недостаточно обоснованным можно назвать авторское видение классификации подходов и методов к оценке стоимости бизнеса, представленное на странице 17. Так, методы EVA, SVA, MVA, CFROI традиционно относятся к доходному подходу и выделение их а также опционного подхода, в отдельные категории не находят достаточно обоснования в тексте диссертации;

5. На странице 29 автор выделяет несколько типов финансовых моделей оценки стоимости компаний, однако недостаточно ясно, для чего была предложена данная классификация. В частности, отсутствует сравнительный анализ детерминированных и стохастических моделей, который позволил бы лучше обосновать метод эконометрического моделирования стоимости, использованный автором в параграфе 3.2 диссертационного исследования;

6. К сожалению, автор уделяет недостаточно внимания оценке

стоимости компаний закрытого типа, а также применению методики моделирования нефинансовых детерминант стоимости малых и средних предприятий. Выводы, полученные в исследовании, обоснованы лишь для крупных публичных компаний.

В работе отмечено наличие орфографических, пунктуационных и синтаксических ошибок.

Вместе с тем, отмеченные в диссертации недостатки не снижают теоретической и практической ценности полученных результатов и не влияют на общую положительную оценку исследования Килинского Михаила Александровича. Диссертация выполнена на высоком уровне.

Заключения о соответствии диссертации требованиям «Положения о порядке присуждения ученых степеней».

Диссертация Килинского М.А. выполнена в соответствии с паспортом специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит. Диссертационное исследование представляет собой самостоятельное, завершённое научно-квалификационное исследование. Полученные автором научные результаты являются новыми, имеют существенное значение для науки и практики, работа содержит новое научное решение актуальной проблемы изучения и моделирования факторов стоимости бизнеса российских компаний. Полученные автором научные результаты исследования, сформулированные в диссертации, в достаточной степени аргументированы, имеют теоретическое и практическое значение, представляют практический и научный интерес.

Структура диссертации имеет логическое построение, обеспечивающее решение сформулированных исследователем задач и достижение поставленной цели. Опубликованные М.А. Килинским труды в полной мере раскрывают содержание основных результатов диссертационного исследования. Автореферат отражает основное содержание диссертации.

Диссертационная работа удовлетворяет требованиям «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, Килинский Михаил Александрович, заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит».

Отзыв подготовлен Поповой Людмилой Владимировной, д.э.н., профессором, заведующей кафедрой экономики, финансов и бухгалтерского учета федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Орловский государственный университет имени И.С. Тургенева».

Отзыв обсужден, одобрен и утверждён на заседании кафедры экономики, финансов и бухгалтерского учета федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Орловский государственный университет имени И.С. Тургенева» 27 апреля 2021 года, протокол №9.

Заведующая кафедрой
экономики, финансов и бухгалтерского учета
д.э.н., профессор

Л.В. Попова

Контактные данные:

Попова Людмила Владимировна, доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой экономики, финансов и бухгалтерского учета ФГБОУ ВО «Орловский государственный университет им. И.С. Тургенева».

Контактные адреса:

e-mail: LVP_134@mail.ru

л, Наугорское шоссе, д.40, ауд.701.