

УТВЕРЖДАЮ

Проректор по научной работе  
ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский  
экономический



Е.А. Горбашко

2022 г.

## **ОТЗЫВ ВЕДУЩЕЙ ОРГАНИЗАЦИИ**

**на диссертационную работу Ксенофонтовой (Косоруковой) Ольги Дмитриевны на тему «Влияние корпоративного управления на формирование стоимости бизнеса», представленную на соискание учёной степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки)**

### **Актуальность темы исследования.**

Тема диссертационной работы Ксенофонтовой О.Д. актуальна с научной и практической точек зрения. Актуальность темы обусловлена возросшим вниманием к проблемам ESG-трансформации экономики, частью которой является соблюдение принципов корпоративного управления и их влияния на эффективность деятельности организации. При определении и описании ключевых факторов стоимости становится необходимым учитывать не только традиционные параметры, такие как денежные потоки от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности компании, но и параметры, влияющие на корпоративное управление организации, отражающее нефинансовую составляющую формирования ее стоимости.

Вопросы оценки стоимости бизнеса с учетом влияния принципов корпоративного управления не нашли достойного отражения в научных трудах, посвященных поиску путей роста стоимости организаций, повышения их конкурентоспособности на российском рынке. Это

определяет необходимость комплексного научного анализа существующих подходов к оценке влияния корпоративного управления на стоимость бизнеса, выявления резервов повышения стоимости компаний, а также разработки новых методик, учитывающих специфику российского рынка.

Структура диссертации позволяет всесторонне рассмотреть комплекс задач, встающих перед менеджментом и собственниками компаний в процессе оценки их стоимости с учетом применения принципов корпоративного управления, обеспечивающими повышение стоимости бизнеса.

### **Основные положения исследования, обладающие научной новизной**

Анализ материалов диссертации Ксенофоновой О.Д. позволяет утверждать, что исследование содержит обоснованные и достоверные теоретико-методические выводы автора, а полученные соискателем результаты обладают научной новизной в теории и методологии оценочной деятельности и корпоративных финансов. Представляется целесообразным отметить следующие результаты работы, подтверждающие личный вклад соискателя в приращение научных знаний в области экономики и финансов.

Вкладом соискателя в теоретическую базу являются:

— Предложение учитывать дополнительные критерии для сравнения моделей корпоративного управления: наличие независимых директоров и иностранных инвесторов, ориентация инвестирования, уровень вознаграждения менеджеров, роль наемного персонала, степень раскрытия информации. Предложенные критерии позволяют частично соотнести отличия моделей корпоративного управления с современными принципами корпоративного управления и учесть их в анализе факторов стоимости бизнеса российских организаций.

— Описание формирующейся российской модели корпоративного управления и ее характеристик. Ключевые характеристики отечественной модели позволяют провести анализ их влияния на формирование стоимости бизнеса российских обществ.

— Предложение и обоснование классификации ценообразующих факторов стоимости бизнеса с делением на финансовые и нефинансовые, фундаментальные и нефундаментальные. Определено место корпоративного управления в системе ценообразующих факторов.

— Предложение учитывать соблюдение всех российских принципов корпоративного управления, утвержденных в Кодексе корпоративного управления Банка России, и расширить критерии оценки качества корпоративного управления для более глубокой оценки в рейтингах корпоративного управления организаций, поскольку он влияет на стоимость бизнеса.

Практические результаты диссертационного исследования:

– Доказано, что существенные факты влияют на уровень капитализации российских публичных акционерных обществ и что их влияние не зависит от отраслевой деятельности общества, а является индивидуальным для конкретного публичного акционерного общества.

– Построены регрессионные модели в результате применения корреляционно-регрессионного анализа, доказывающие влияние отдельных факторов на стоимость и уровень капитализации организаций, соблюдающих принципы корпоративного управления. Полученные результаты могут быть использованы в рамках применения сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса.

– Охарактеризованы особенности расчета ставки дисконтирования методом кумулятивного построения в рамках доходного подхода для оценки стоимости акционерного общества с учетом влияния деловой репутации членов совета директоров организации и исполнительных органов.



– Разработана методика оценки и управления стоимостью бизнеса с учетом факторов корпоративного управления, позволяющая учесть принципы корпоративного управления и его составляющие в расчете стоимости бизнеса в рамках доходного и сравнительного подходов к оценке.

Научные выводы и полученные результаты, содержащиеся в диссертации Ксенофонтовой О.Д., расширяют теоретическое и практическое представление об оценке стоимости бизнеса и влиянии на стоимость бизнеса соблюдения организацией принципов корпоративного управления в России.

### **Достоверность и обоснованность основных положений диссертационной работы**

Диссертация Ксенофонтовой О.Д. имеет логичную структуру и состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. Работа содержит достаточное количество полезного иллюстрационного материала. Каждая глава заканчивается выводами, а заключение содержит обобщенные основные результаты исследования.

Достоверность результатов исследования базируется на ранее опубликованных работах зарубежных и отечественных ученых, а также обусловлена сопоставимостью авторских данных и данных, полученных ранее по рассматриваемой тематике, использованием современных, адекватных изучаемым явлениям, методик сбора и обработки исходной информации, статистическими данными с обоснованием единиц наблюдения в виде российских публичных акционерных обществ, применяющих принципы корпоративного управления. Кроме того, достоверность полученных автором результатов подтверждается публикациями соискателя по теме диссертации в индексируемых и других научных изданиях, выступлениями и обсуждениями их на научно-практических конференциях.

Обоснованность научных результатов, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, обеспечивается выбранными методами исследования, а также апробацией результатов, базируется на анализе трудов российских и зарубежных ученых в области оценки стоимости бизнеса, корпоративных финансов, корпоративного управления и действующей нормативной базе. Обоснованность результатов практического исследования базируется на использовании выборочной совокупности из 20-ти публичных акционерных обществ четырех отраслей за 11 лет (с 2009 по 2019 г.), соблюдающих принципы корпоративного управления.

Основные результаты исследования опубликованы в 6 научных рецензируемых изданиях, в 5 сборниках международных и российских научно-практических конференций, одной монографии.

Справки о внедрении результатов диссертационного исследования Ксенофонтовой О.Д. получены от четырех организаций.

### **Теоретическая и практическая значимость исследования**

Выполненное соискателем исследование, представленные научные положения и результаты работы имеют существенное научно-теоретическое и прикладное значение. Исследование характеризуется приращением научных знаний в области оценки стоимости бизнеса организаций, применяющих принципы корпоративного управления, и корпоративных финансов.

Предложенные и обоснованные автором теоретические положения возможно использовать образовательными учреждениями в рамках реализации учебных программ бакалавриата и магистратуры по направлению «Экономика» по дисциплинам, связанным с оценкой и управлением стоимостью бизнеса, корпоративным управлением.

Практические рекомендации автора способствуют совершенствованию методики оценки стоимости бизнеса российских организаций, применяющих принципы корпоративного управления и

могут быть использованы оценщиками и оценочными компаниями, финансовыми и инвестиционными консультантами, менеджментом публичных акционерных обществ и организаций с долей участия государства для оценки стоимости бизнеса и выработки управленческих решений по повышению стоимости бизнеса на основе факторов корпоративного управления, а также для разработки документов методического характера саморегулируемыми организациями оценщиков и государственными органами в направлении совершенствования качества формирования стоимости бизнеса.

Представленные в диссертации научные и практические результаты свидетельствуют о достижении соискателем поставленной цели и подтверждают значимость положений и выводов, сформулированных автором в процессе исследования.

#### **Замечания по диссертации**

Несмотря на указанные достоинства диссертации, можно отметить некоторые замечания, которые носят дискуссионный и рекомендательный характер в части направлений дальнейших исследований по теме работы:

1. Автор проводит анализ на основе статистических данных по российским публичным акционерным обществам, однако интересно сопоставление полученных результатов с компаниями других стран, в первую очередь тех, модель корпоративного управления которых может быть отнесена к одному из известных типов (германскому, американскому или азиатскому), что соответствует логике авторского исследования, проведенного в первой главе диссертации (С. 16-40).

2. Целесообразно более глубоко было бы рассмотреть в работе особенности формирования стоимости государственных компаний, применяющих принципы корпоративного управления, для более наглядной демонстрации применимости описанной методики в стоимостном анализе корпоративных структур подобного типа.



3. Автор исследует влияние деловой репутации членов совета директоров и исполнительных органов организаций на уровень риска и ставку дисконтирования с использованием метода кумулятивного построения и не учитывается возможность проведения такого исследования в контексте метода оценки капитальных активов в части способов включения в ее модификации корректировки на специфический риск, связанный с корпоративным управлением.

4. Для более убедительной аргументации представляется целесообразным уточнение критериев, по которым проводилось отнесение факторов стоимости компании к фундаментальным и нефундаментальным, представленных автором в разрезе трех видов деятельности (С. 60) и в матрице классификации показателей, влияющих на стоимость бизнеса (С. 61).

В данном контексте вызывает вопрос правомерность включения в состав нефундаментальных факторов таких как:

- 1) «Соблюдение нормативно-правовых документов и стандартов»;
- 2) «Уровень выбросов и отходов»;
- 3) «Соблюдение прав человека»;
- 4) «Выстроенные доверительные отношения со всеми заинтересованными сторонами организации».

Игнорирование компанией каждого из этих факторов может в долгосрочной перспективе привести к полному или частичному разрушению ее фундаментальной стоимости. Четвертый фактор к тому же является одним из инфраструктурных элементов корпоративного управления, причем сам автор на с. 38 отождествляет эти понятия: «Корпоративное управление – это система взаимоотношений между всеми стейкхолдерами организации».

5. Автор сводит рассмотрение понятия структуры капитала компании через структуру ее собственников, принимая во внимание лишь их количество, не учитывая при этом наличия владельцев крупных пакетов

акций, которые в большей степени влияют на принятие управленческих решений и, тем самым, на эффективность корпоративного управления (с.112 — классифицирующий признак «к2 - структура собственников общества» и таблица 19).

6. Хронологический период диссертационного исследования заканчивается 2019 г., что, к сожалению, не позволило в силу объективных причин более глубоко раскрыть влияние ESG – факторов на стоимость компании (отсутствие эмпирической базы исследования, наблюдаемых данных и пр.).

Вышеуказанные замечания и недостатки не влияют на значимость результатов и ценность проведенного исследования и, как уже отмечалось, носят, преимущественно, рекомендательный характер.

#### **Общее заключение по диссертации**

Диссертация Ксенофонтовой О.Д. выполнена и оформлена в соответствии с предъявляемыми требованиями, является авторской завершенной самостоятельной работой. Работа имеет существенную теоретическую и практическую ценность.

Автореферат диссертации и опубликованные работы, в том числе в ведущих рецензируемых научных изданиях, отражают основные положения, результаты и выводы проведенного исследования.

Диссертационная работа удовлетворяет требованиям Положения о присуждении учёных степеней, утверждённого постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842, предъявляемым к диссертациям на соискание учёной степени кандидата наук, а её автор Ксенофонтова Ольга Дмитриевна заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы.

Отзыв подготовлен Пузыня Наталией Юрьевной, кандидатом экономических наук, доцентом кафедры финансов СПбГЭУ.



Данный отзыв был одобрен и утверждён на заседании кафедры финансов федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Санкт-Петербургский государственный экономический университет», 15 декабря 2022 г., протокол № 4.

Председатель заседания,  
заведующая кафедрой финансов,  
доктор экономических наук по специальности  
08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»

профессор



(подпись)

/Иванова Н.Г./

(ФИО)

Иванова Наталия Георгиевна,  
доктор экономических наук, профессор,  
место работы: Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Санкт-Петербургский государственный экономический университет» (СПбГЭУ)), должность – заведующая кафедрой финансов  
адрес места работы: 191023, Санкт-Петербург, наб. канала Грибоедова, д.30-32, литер А.  
рабочий тел.: +7 (812) 310-40-71  
e-mail: ivanova.n@unecon.ru

21 декабря 2022 г.