

В диссертационный совет 24.2.372.04
на базе ФГБОУ ВО «Российский
экономический университет им.
Г.В. Плеханова»,
г. Москва, Стремянный пер., д. 36

ОТЗЫВ

официального оппонента 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)

1. Актуальность темы диссертации

Диссертация Ксенофонтовой О.Д. на тему «Влияние корпоративного управления на формирование стоимости бизнеса» посвящена анализу влияния факторов корпоративного управления на стоимость и уровень капитализации бизнеса. В работе анализируется влияние теории агентских отношений в корпоративных финансах на стоимость бизнеса российских публичных акционерных обществ и ESG-факторов в части корпоративного управления в бизнес-моделях их деятельности.

В настоящее время недостаточно изучен вопрос влияния корпоративного управления на стоимость бизнеса, так как имеющиеся исследования по этому вопросу были проведены до утверждения Банком России принципов корпоративного управления в 2014 году. Также для обществ возросла роль ESG-инвестирования, которое включает в себя такой элемент корпоративного управления, как корпоративная социальная ответственность организации. В связи с чем, является актуальной разработка методики оценки стоимости бизнеса с учетом факторов корпоративного управления.

2. Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендаций диссертации

Научные положения, выводы и рекомендации, сформулированные в диссертации, являются обоснованными. Обоснованность и достоверность полученных результатов обусловлена анализом зарубежной и отечественной литературы по теме исследования, российской нормативной и информационной базой исследования, статистическими данными, публикациями соискателя по теме диссертации в индексируемых и других научных изданиях, подтверждением результатов исследования справками о внедрении. Результаты исследования докладывались и обсуждались на российских и международных научно-практических конференциях.

Для достижения поставленных в диссертации задач автором были использованы методы синтеза, индукции и дедукции, формальной и математической логики, сравнительного анализа, корреляционно-регрессионного анализа, а также подходы и методы оценочной деятельности.

Сформулированные в диссертации научные положения, выводы и рекомендации достоверны. Они базируются на всестороннем рассмотрении исследуемой проблемы, изучении и анализе трудов зарубежных и отечественных ученых по заявленной в исследовании проблеме, рассмотрении материалов научных конференций, построении корреляционно-регрессионных моделей на основании эмпирических данных выборки российских публичных акционерных обществ, применяющих принципы корпоративного управления.

3. Структура и содержание диссертации

Диссертация структурно оформлена в соответствии с требованиями, предъявляемым к научным работам такого уровня. Основная часть диссертационного исследования выполнена на 268 страницах, а библиографический список состоит из 181 наименования, включая зарубежные источники. Также в работе представлен иллюстрационный материал в виде рисунков, таблиц, графиков.

Работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений. Стиль диссертации носит научный характер, материал изложен последовательно и логично.

Диссертационная работа характеризуется достаточно глубоким и содержательным анализом литературы по теме исследования и смежным темам.

Во введении отражается актуальность исследования, цель и задачи работы, степень разработанности проблемы и область исследования, научная новизна, теоретическая и практическая значимость полученных результатов исследования, а также сведения об апробации результатов.

Первая глава диссертации посвящена современным системам корпоративного управления и их связи со стоимостью бизнеса, в том числе проанализированы зарубежные и российская модели корпоративного управления, определена роль корпоративного управления в формировании стоимости бизнеса и определены его особенности для различных организационно-правовых форм российских организаций.

Особого интереса в первой главе работы заслуживает систематизация и классификация финансовых и нефинансовых показателей как факторов формирования стоимости бизнеса с определением места корпоративного управления, а также выявление особенностей российской модели корпоративного управления с позиции влияния на стоимость бизнеса.

Вторая глава диссертации посвящена анализу влияния корпоративного управления на формирование стоимости бизнеса, в том числе проведен анализ показателей качества корпоративного управления и их влияния на стоимость бизнеса, определено влияние существенных фактов и ряда других факторов корпоративного управления на стоимость и уровень капитализации бизнеса. Наиболее значимыми результатами второй главы являются определение влияния существенных фактов на уровень капитализации публичных акционерных обществ и построение регрессионных моделей влияния отдельных факторов на стоимость и уровень капитализации обществ. В работе представлены результаты регрессионного анализа,

учитывающие влияние выявленных факторов корпоративного управления на стоимость бизнеса.

Третья глава диссертации посвящена разработке и апробации методики оценки влияния корпоративного управления на формирование и управление стоимостью бизнеса. Разработанная автором методика позволяет учесть принципы корпоративного управления и его составляющие в расчете стоимости бизнеса в рамках доходного и сравнительного подходов к оценке. Проведенная в работе апробация методики на примере двух публичных акционерных обществ доказывает корректность применения методики на практике.

4. Основные результаты исследования, их научная новизна

Результаты, полученные Ксенофонтовой О.Д. в рамках проведенного научного исследования, представляют теоретический и практический интерес и обладают научной новизной. К числу научных результатов, полученных лично автором, можно отнести следующие:

1) Предложены дополнительные критерии сравнительного анализа моделей корпоративного управления, которые затем анализируются в составе ценообразующих факторов бизнеса. Предложена модель корпоративного управления и выделены ключевые характеристики, определяющие критерии анализа их влияния на формирование стоимости бизнеса российских компаний.

2) Обоснована классификация показателей, оказывающих влияние на стоимость бизнеса с делением на финансовые и нефинансовые, фундаментальные и нефундаментальные. Определено место корпоративного управления в составе факторов, оказывающих влияние на стоимость бизнеса. На основе проведенного анализа влияния принципов корпоративного управления на формирование стоимости бизнеса определены факторы для проведения корреляционно-регрессионного анализа и построения регрессионных моделей влияния отдельных факторов корпоративного управления на стоимость и уровень капитализации бизнеса.

3) Предложено учитывать соблюдение всех принципов корпоративного управления, указанных в российском Кодексе корпоративного управления, для более полной оценки у организации уровня его качества в рейтингах корпоративного управления, поскольку уровень качества корпоративного управления влияет на стоимость бизнеса.

4) Доказано влияние существенных фактов на уровень капитализации российских публичных акционерных обществ и определено, что их влияние не зависит от отраслевой принадлежности общества. Совокупность фактов, оказывающих влияние на капитализацию конкретного акционерного общества, определяется индивидуально.

5) Разработана методика определения величины премии за риск, связанной с ключевой фигурой в руководстве организации, на основе анализа деловой репутации членов совета директоров и исполнительных органов при расчете ставки дисконтирования, определяемой методом кумулятивного построения.

6) Разработана методика оценки и управления стоимостью бизнеса с учетом факторов корпоративного управления. Она позволяет учесть принципы корпоративного управления и его составляющие в расчете стоимости бизнеса в рамках доходного и сравнительного подходов к оценке.

5. Теоретическая и практическая значимость результатов, полученных автором

Теоретическая значимость результатов исследования состоит в развитии теории оценки стоимости бизнеса для организаций, применяющих принципы корпоративного управления, а также корпоративных финансов и корпоративного управления.

Практическая значимость исследования заключается в разработке методики оценки и управления стоимостью бизнеса с учетом факторов корпоративного управления. Основные положения диссертации сохранят свою актуальность в течение длительного периода. Результаты исследования могут быть использованы в сфере управленческого консалтинга,

финансовыми и инвестиционными консультантами, институциональными инвесторами для повышения эффективности управления инвестиционными портфелями.

Теоретические и практические положения диссертации могут быть использованы при подготовке учебных программ для студентов, обучающихся по программам бакалавриата и магистратуры по направлению подготовки «Экономика».

Теоретическая и практическая значимость результатов подтверждается опубликованными по теме исследования научными работами в количестве 12 шт., а также апробацией результатов исследования на международных и всероссийских научно-практических конференциях.

Автореферат и публикации соискателя в достаточной степени отражают содержание и научные результаты диссертационной работы.

6. Замечания и рекомендации по диссертационной работе

Несмотря на отмеченные достоинства диссертации, к ней имеются замечания, которые при этом не оказывают существенного влияния на общее благоприятное впечатление о работе. В качестве замечаний отметим несколько положений:

1. Превышен рекомендуемый объем диссертационного исследования, в частности параграф 1.2 содержит в себе много информации, связанной с описанием подходов и методов к оценке стоимости, которая, на мой взгляд, является избыточной относительно выбранной автором темы исследования. Данные подходы и методы закреплены в нормативно-правовых актах и научной литературе и не требуют такого детального рассмотрения. Аналогичная ситуация наблюдается в параграфе 2.1 при описании рейтингов и в Приложениях к работе, которые непосредственно не разрабатывались автором (например, приложения А, Б, Д, Ж, И, К, Л и пр.).

2. Следовало бы расширить период исследования, а именно: диссертация на соискание ученой степени к.э.н. завершено автором в 2021 году, однако период исследования заканчивается 2019 годом. В России и мире за последние 3 года произошли существенные изменения в экономике,

связанные с пандемией, санкциями, нестабильной геополитической обстановкой и СВО в Украине.

3. Представленная в работе методика оценки и управления стоимостью бизнеса с учетом факторов корпоративного управления рассматривает возможность применения доходного и сравнительного подходов к оценке бизнеса, дискуссионным является вопрос применимости затратного подхода в указанной методике.

4. В параграфах 3.2 и 3.3 автор ошибочно употребляет термин «рыночная стоимость» к стоимости, рассчитанной непосредственно доходным и сравнительным подходом. Рыночная стоимость – это результат согласования (взвешивания) числовых значений стоимости в рамках подходов.

5. Автор в параграфах 3.2 и 3.3 исследования производит расчеты, опираясь на денежный поток, приносимый собственным капиталом, тогда как методология определения стоимости в рамках доходного подхода, если у компании есть долгосрочные займы и кредиты, требует расчета денежного потока на инвестированный капитал, а следовательно, применяться должна в этом случае ставка дисконтирования, рассчитанная по модели средневзвешенной стоимости капитала (модель WACC), которая, конечно же, содержит внутри ставку дисконтирования для собственного капитала (автор приводит ее расчет методом кумулятивного построения).

Однако вышеуказанные замечания не снижают общего положительного впечатления от работы, а также научной ценности и практической значимости результатов, полученных автором. Они направлены на совершенствование в дальнейшем исследований по представленной в диссертации тематике.

7. Общий вывод

Диссертация является законченным научно-исследовательским трудом, выполненным автором самостоятельно на высоком профессиональном и научном уровне. Изложенные выше положения относительно содержания

представленной диссертации, научной новизны, полученных научных результатов, их теоретической и практической значимости, дают основание утверждать, что диссертационная работа соответствует требованиям п. 9 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.

Официальный оппонент:

профессор кафедры государственного управления, доктор экономических наук, А.А.Бакулина
доцент

Бакулина Анна Александровна
доктор экономических наук, доцент
федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации», профессор кафедры государственного управления.
Адрес места работы: 119454, город Москва, проспект Вернадского, д.76
рабочий тел.: +7 (499) 936-87-87
e-mail: Anbakdoc@mail.ru
15 декабря 2022 года