

В Диссертационный совет 24.2.372.03 на
базе ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г.В. Плеханова»

от официального оппонента, д.э.н.,
заместителя Генерального директора по
стратегическому развитию ФГБУ «НИЦ
«Институт имени Н.Е. Жуковского»
Клочкова Владислава Валерьевича

ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА

на диссертационную работу Аббясовой Дианы Рустямовны на тему «Модели оценки стоимости и управления капиталом корпорации на развивающемся рынке», представленную к защите на соискание учёной степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.2. Математические, статистические и инструментальные методы в экономике (экономические науки)

Актуальность темы диссертационного исследования

Оценка стоимости капитала и управление капиталом корпорации – с одной стороны, одна из самых формализованных областей экономической науки. В этой области разработаны общеизвестные и получившие всемирное признание экономико-математические модели и методы, вошедшие в программы подготовки студентов по финансовым и экономическим специальностям, и составляющие обязательный профессиональный багаж широкого круга ученых и специалистов-практиков.

Но, с другой стороны, многие из этих хрестоматийных моделей и методов ограниченно применимы в реальных условиях – как развивающихся рынков и неразвитых рынков капитала, так и в реальных условиях развитых стран, с многовековыми традициями функционирования финансовых рынков, но испытывающих периоды нестационарности, кризисов, неизбежного и весьма разностороннего государственного регулирования.

Причины в том, что при построении этих общеизвестных моделей использовались довольно сильные упрощающие допущения – например, о неограниченных возможностях привлечения фирмами заемного финансирования, о близких к нулю транзакционных издержках на финансовых рынках, о самой фирме как «линейной процентной машинке», допускающей неограниченное масштабирование в любую сторону без изменения доходности, и т.п.

Тем не менее, на реальных, сложных и несовершенных рынках потребность в объективных расчетах для оценки стоимости капитала и для

формирования решений по управлению капиталом не ниже, а выше (тем более что на тех «идеальных» рынках, согласно тем хрестоматийным моделям, зачастую, никакого активного и рационального управления и не требуется – взять хотя бы парадокс Модильяни – Миллера и его практические следствия). Причем, нежелание менеджмента российских корпораций вообще применять формализованные методы (на основании неприменимости классических) для обоснования финансовых и производственных решений приводит к падению эффективности работы фирм. Поэтому разработка более реалистичных и практически применимых моделей и методов оценки капитала и управления им является насущной задачей для науки и практики. Эти факторы определяют актуальность постановки цели и задач диссертационного исследования Д.Р. Аббясовой.

Общая характеристика диссертационной работы

Диссертационная работа Аббясовой Д.Р. включает введение, три главы, заключение, список литературы (113 наименований) и 2 приложения, изложена на 152 маш. страницах, включает 6 рисунков, 11 таблиц и 162 формулы (в основном тексте).

В первой главе (стр. 14-60) автор проводит критический анализ современного состояния теории и методологии оценки стоимости корпораций и их капитала в рамках традиционного подхода. Особое внимание уделяется моделям CAPM (в постановке Р. Хамады), WACC и их многочисленным модификациям. Автор выявляет их недостатки и предлагает пути совершенствования с учетом институциональных особенностей развивающихся рынков капитала. В приложении к практике российских фондовых рынков предлагается модификация модели CAPM, основанная на уточненной оценке бета-коэффициента. Приводится обоснование данной модификации, а также демонстрируется её практическая адаптация на данных ряда российских предприятий металлургической отрасли (стр. 48-59).

Во второй главе (стр. 61-82) автором исследуются научно-практические аспекты разработки моделей, методов и алгоритмов оценки и управления стоимостью производственных корпораций с учетом влияющих на нее факторов. Полученные теоретические результаты представлены в форме утверждений (теорем) о свойствах значений стоимости капитала в зависимости от влияющих факторов: утверждение 2.1 (стр. 64), утверждение 2.2 (стр. 65), утверждение 2.3 (стр. 72), утверждение 2.4 (стр. 72), утверждение 2.5 (стр. 78), утверждение 2.6 (стр. 80).

В третьей главе (стр. 83-127) автор приводит постановки задач, модели и алгоритмы выбора оптимальной структуры рабочего капитала операционного сегмента корпорации, удовлетворяющей критериям рыночной эффективности и риска, а также учитывающей производственно-технологические, организационно-технические и финансово-ресурсные

ограничения. Также здесь обоснованы некоторые утверждения об оптимальности структуры рабочего капитала корпорации для некоторых сценариев ее функционирования в рыночной среде.

Таким образом, содержание диссертации соответствует заявленной теме, поставленной цели и задачам исследования.

Текст диссертации изложен строго, общепринятым научным языком. Структура диссертации логична и отражает последовательность поставленных и решенных задач. В заключении описываются полученные результаты, вытекающие из них обобщающие выводы и рекомендации, полученные в процессе исследования.

Переданный на оппонирование текст диссертации идентичен размещенному на официальном сайте РЭУ им. Г.В. Плеханова (<http://ords.rea.ru/wp-content/uploads/2024/04/Abbyasova.pdf>).

Автореферат диссертации в краткой форме отражает её содержание и суть научных положений, выносимых на защиту.

Научная новизна диссертационного исследования

В целом новизна определяется разработкой комплекса экономико-математических моделей и методов оценки капитала фирмы и управления ее капиталом с учетом специфики развивающихся рынков.

Более конкретно можно выделить следующие основные результаты диссертационного исследования, обладающие научной новизной:

1) Разработана модификация метода CAPM оценки стоимости собственного капитала фирмы, позволяющая непосредственно учитывать при расчете восходящего бета-коэффициента операционный и финансовый рычаги данной фирмы, а также среднестатистические характеристики фирм той же отрасли.

2) Разработан метод моделирования стоимости операционного сегмента корпорации с учетом заемного финансирования, и определены условия пропорциональности стоимости объему инвестиций, максимизации доходности собственного капитала в зависимости от ставки по кредиту, соотношения долей собственного и заемного капитала.

3) Предложена постановка задачи оптимизации портфеля инвестиционных проектов модернизации и расширения производства корпорации по составу проектов и структуре источников финансирования, собственного и заемного, с учетом возможности диверсификации источников заемного финансирования по уровням доходности и риска. Фактически, ставится задача совместной оптимизации производственной стратегии фирмы и ее стратегии на финансовых рынках (традиционно разделяемых).

4) Предложена постановка задачи оптимизации стационарной дивидендной политики корпорации (т.е. распределения прибыли на дивиденды и инвестиции) по критерию стоимости ее капитала с учетом возможности заемного финансирования. Показано, что при отсутствии

заемного финансирования дивидендная политика не оказывает влияния на цену акции как долю в дисконтированной стоимости бесконечного потока дивидендов. При наличии долга оптимальная политика зависит от соотношения стоимости собственного капитала (рассчитанной по модифицированной авторской модели, см. выше) и эффективной ставки по кредиту, с учетом налогового щита. Если первая меньше, предпочтительнее консервативная дивидендная политика, иначе полная выплата дивидендов. Также получены качественные выводы в случае нелинейной производственной функции (как зависимости выпуска от объема капитала).

Таким образом, решена актуальная научная задача совершенствования экономико-математического инструментария финансового менеджмента в направлении учета специфики несовершенных рынков. Поставленные автором для достижения выбранной цели диссертационного исследования научные задачи решены в полной мере, а их авторское решение подробно отражено в тексте диссертационной работы.

Область диссертационного исследования

Совокупность полученных Д.Р. Аббясовой результатов представляет собой новые экономико-математические модели и методы оценки капитала фирмы и управления ее капиталом в реальных условиях несовершенных развивающихся рынков, что свидетельствует о соответствии диссертации в целом области исследований научной специальности 5.2.2. Математические, статистические и инструментальные методы в экономике.

Более конкретно, по объекту, предмету и содержанию проведенное диссертационное исследование, в основном, соответствует следующим пунктам паспорта научной специальности 5.2.2. Математические, статистические и инструментальные методы в экономике (экономические науки): 4. Разработка и развитие математических и компьютерных моделей и инструментов анализа и оптимизации процессов принятия решений в экономических системах; 8. Оптимизационные модели в экономике; 17. Развитие и применение инструментария разработки систем поддержки принятия решений в сфере экономической политики и обеспечения национальных интересов.

Публикации и апробация результатов диссертационной работы

Основные результаты выполненного исследования опубликованы в 24 научных печатных работах, включая 16 статей в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных ВАК для опубликования основных результатов диссертаций по выбранной специальности. Проведена апробация вынесенных автором на защиту научных положений на научных конференциях различного уровня по профилю диссертационной работы, а также на научных семинарах и заседаниях кафедры «Математические

методы в экономике» РЭУ им. Г.В. Плеханова. Следует подчеркнуть, что авторские публикации и доклады по тематике диссертации прослеживаются по меньшей мере с 2015 г., что свидетельствует о длительной эволюции и зрелости авторских научных положений, а также об исключительном вкладе автора в получение результатов, выносимых на защиту.

Тематика публикаций автора полностью соответствует проблематике выполненного диссертационного исследования. Авторские публикации в совокупности полностью отражают основные научные результаты, выносимые на защиту.

Обоснованность и достоверность результатов диссертационного исследования

Достоверность выносимых на защиту научных положений и результатов диссертационного исследования обеспечивается

- опорой автора на доступные источники справочной и нормативной информации, на фактическую информацию об особенностях развития корпораций на развивающихся рынках, о реальных ограничениях привлечения заемного финансирования и т.п. институциональных особенностях, что и выразилось при постановке автором оригинальных оптимизационных задач;

- корректным применением для решения поставленных задач экономико-математического инструментария, в т.ч. методов линейного и выпуклого программирования, методов принятия решений в условиях неопределенности и риска;

- критическим сопоставлением полученных результатов и защищаемых положений с научными результатами других ученых и специалистов-практиков в области финансовой математики и финансового менеджмента.

Теоретическая и практическая значимость полученных автором результатов

Теоретическая значимость проведенного исследования определяется развитием экономико-математических методов оценки капитала фирмы и управления ее капиталом в направлении учета ряда реальных особенностей развивающихся товарных рынков и несовершенных финансовых рынков, в т.ч. ограниченности возможности привлечения заемного финансирования, производственно-технологических ограничений функционирования фирм.

Практическая значимость работы определяется возможностью использования авторских моделей и методов при формировании производственной, инвестиционной, дивидендной политики корпораций, что позволит повысить качество управления их финансами, экономическую и финансовую эффективность инвестиционных проектов и программ развития.

Ряд результатов уже внедрен в рамках группы предприятий ООО «ЭликСи» при разработке производственных и инвестиционных программ.

Также отдельные элементы авторских разработок используются в учебном процессе РЭУ им. Г.В. Плеханова. В т.ч. подготовлены авторские учебные программы и материалы практических занятий по дисциплинам: «Моделирование микроэкономики», «Моделирование рыночной стратегии фирмы» (программа бакалавриата по направлению «Экономика»), «Оценка стоимости компании» (магистерская программа по направлению «Экономика»).

Замечания по диссертационной работе

Несмотря на общую положительную и высокую оценку диссертационной работы Д.Р. Аббясовой, следует высказать ряд замечаний и рекомендаций.

1. В описании модифицированного метода оценки стоимости собственного капитала корпорации сказано, что оценки необходимых коэффициентов производятся для каждого вида деятельности корпорации (на основе характеристик других корпораций, работающих в этих отраслях или видах экономической деятельности), а затем суммируются с учетом весов этих видов деятельности в ее программе. Однако и другие корпорации, на базе статистики которых вычислялись «отраслевые» коэффициенты, также могут быть многопрофильными. Также неясно, как в оценке стоимости капитала учитывается взаимовлияние разных видов деятельности, довольно глубоко формализованное в рамках портфельных теорий.

2. При оценке коэффициентов для модифицированной модели CAPM используется усреднение показателей (отношения постоянных затрат к переменным, отношения долга к собственному капиталу и т.д.) по корпорациям в соответствующей отрасли. Однако даже в наиболее капитализированных и представленных на финансовых рынках отраслях российской экономики, например, в металлургии, соответствующая выборка немногочисленна и неоднородна. И, как показано в составленных автором таблицах, значения этих показателей для разных компаний варьируют больше, чем на порядок – от нескольких % до более чем 100%. Интересен вопрос о статистической значимости оценки средних значений этих коэффициентов, а также о влиянии неоднородности этих показателей на предиктивные свойства модели в целом.

3. В постановке задачи оптимизации дивидендной политики как само собой разумеющееся принимается предположение о стационарности этой политики на протяжении всего горизонта планирования, а затем и о бесконечности этого горизонта. Однако в реальности любые решения принимаются на конечных горизонтах планирования (и вообще, развитие

корпорации и экономики в целом реализуется отнюдь не в бесконечном и равномерном времени – есть факторы жизненных циклов компаний и макроэкономических циклов, а также фундаментальных нециклических изменений – тем более что автор подчеркивает применимость своих разработок к развивающимся рынкам). В этом случае оптимальное (в т.ч. по критерию стоимости компании) распределение прибыли между дивидендами и инвестициями не будет стационарным на протяжении периода планирования. И тогда интерес представляет именно нестационарная постановка задачи оптимизации инвестиционно-дивидендной политики и ее решения в виде программ управления, зависящих от времени.

4. Описание авторских моделей и методов оценки и оптимизации управления стоимостью капитала корпорации сильно выиграло бы, если бы примеры расчетов дополнялись сравнением с расчетами по альтернативным, традиционным методам. Это позволило бы более явно показать преимущество авторских разработок в корректности и эффективности.

В то же время, сделанные замечания не снижают общей положительной оценки новизны, научной и практической значимости диссертационного исследования Д.Р. Аббясовой. Эти замечания можно рассматривать как рекомендации для развития автором начатых актуальных исследований и разработок.

Соответствие диссертации требованиям Положения о присуждении ученых степеней

Диссертационная работа Д.Р. Аббясовой является самостоятельной завершенной научно-квалификационной работой, обладающей внутренним единством, выполненной на высоком научно-методологическом уровне и посвященной решению актуальной научной задачи совершенствования экономико-математических моделей и методов оценки капитала фирмы и управления структурой и стоимостью ее капитала с учетом реальных особенностей развивающихся рынков.

Тема и содержание диссертации «Модели оценки стоимости и управления капиталом корпорации на развивающемся рынке» полностью соответствуют выбранной специальности 5.2.2. Математические, статистические и инструментальные методы в экономике (экономические науки).

Автореферат в краткой форме отражает основные положения, выводы и рекомендации, полученные в данном диссертационном исследовании.

Основные научные результаты диссертации Д.Р. Аббясовой получены автором самостоятельно, опубликованы в достаточном количестве статей в рецензируемых научных изданиях.

На основании изложенного можно сделать вывод, что диссертация на тему «Модели оценки стоимости и управления капиталом корпорации на развивающемся рынке» соответствует требованиям п. 9-14 Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24.09.2013 № 842, а её автор, Аббясова Диана Рустямовна, заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.2. Математические, статистические и инструментальные методы в экономике (экономические науки).

Официальный оппонент:

заместитель Генерального директора по
стратегическому развитию ФГБУ
«Национальный исследовательский центр
«Институт имени Н.Е. Жуковского»
доктор экономических наук

03.08.2024г.

В.В. Клочков

Подпись Клочкова В.В. удостоверяю:

Первый заместитель Генерального директора ФГБУ
«НИЦ «Институт имени Н.Е. Жуковского»,
д.т.н., профессор

Клочков Владислав Валерьевич,
доктор экономических наук,
Федеральное государственное бюджетное учреждение
национальный исследовательский центр «Институт имени Н.Е. Жуковского», заместитель
Генерального директора по стратегическому развитию

Юр. адрес: 140180, Россия, Московская обл.,
г. Жуковский, ул. Жуковского, д. 1

Факт. адрес: 125319, Россия, Москва, ул. Викторенко, д. 7, корп. 12, каб. 302
Тел. +7 (916) 177-01-30, +7 (495) 234-00-77 (доб. 1019)
E-mail: vlad_klochkov@mail.ru, klochkovvv@nrczh.ru