

В диссертационный совет 24.2.372.03
на базе ФГБОУ ВО «РЭУ им.
Г.В. Плеханова»,
г. Москва, Стремянный пер., д. 36

ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА

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

Общие сведения о диссертационной работе

Представленная для оппонирования диссертационная работа включает: введение, три главы, заключение, список литературы (113 источников) и два приложения.

В введении обоснована актуальность темы, определены цель, задачи, гипотеза, объект и предмет исследования, приведена характеристика научной новизны работы, ее теоретической и практической значимости.

В первой главе «Актуальные проблемы оценки стоимости и моделирования оптимальной структуры капитала производственной корпорации» рассматривается современное состояние теории и практики оценки и управления стоимостью предприятия акционерной формы собственности (корпорации) и ее капиталом на развитом товарном рынке. Проведенный автором анализ и сделанные на его основе выводы стали отправной точкой исследований в последующих главах и составили теоретико-методологическую основу моделей оценки стоимости и

управления структурой капитала корпорации, функционирующей на развивающемся рынке капитала.

Особое внимание автор уделил критике постановок задач, моделей и методов выбора оптимальной структуры капитала в рамках классической теории Миллера-Модильяни и ее последующих трансформаций, представленных в трудах отечественных и зарубежных ученых. В работе определены направления совершенствования известных и широко используемых моделей и методов оценки стоимости собственного и средневзвешенного капиталов компании для предприятия – агента развивающегося рынка. В частности, в приложении к российской практике предложена модификация модели CAPM, основанная на более точной оценке бета-коэффициента.

Вторая глава «Факторы стоимости и модели управления стоимостью компании со свободным доступом к рынкам капитала» посвящена решению научно-практических задач, связанных с разработкой постановок задач, моделей и методов оценки и управления стоимостью компании с учетом влияющих на ее величину факторов, в том числе рентабельности инвестиций, средневзвешенной стоимости капитала и др. Также рассмотрено влияние на стоимость корпорации параметров и ограничений реализуемых проектов технического перевооружения производства и приоритетов проводимой дивидендной политики. Большинство полученных автором результатов оформлены в виде утверждений, обладающих собственной теоретической значимостью.

В третьей главе «Модели оценки и выбора объема и структуры рабочего капитала операционного сегмента корпорации с критериями эффективности и риска» рассмотрены теоретические основы и практические алгоритмы моделирования оптимальной структуры рабочего капитала операционного сегмента корпорации с критериями рыночной эффективности и риска и учетом производственно-технологических, организационно-технических и финансово-ресурсных

ограничений. В развитии актуальной для современной российской экономики тематики роста конкурентоспособности промышленных корпораций по затратам автором проведена разработка и адаптация инструментария математических моделей и методов выбора оптимальных объема, структуры и элементного состава рабочего капитала операционного сегмента производственного предприятия с учетом параметров рыночного окружения (спрос и цены на продукцию, доступные объемы, ставки и условия кредитования банками оборотных средств и инвестиций в основной капитал, сопутствующие производственной деятельности риски и пр.).

В заключении обобщены основные результаты диссертационного исследования, сформулированы выводы и рекомендации теоретического и прикладного характера в области оптимального управления стоимостью производственной корпорации, функционирующей на развивающемся финансовом рынке.

Тематика диссертационного исследования соответствует Паспорту специальности 5.2.2. Математические, статистические и инструментальные методы в экономике (экономические науки). Содержание автореферата отражает основные положения диссертации в части исследуемых задач, полученных автором новых научных результатов, оценки их теоретической значимости и практической ценности. Изучение предоставленных для оппонирования текстов диссертации и автореферата, а также научных публикаций соискателя по тематике диссертационной работы позволило сформулировать следующие выводы.

1. Актуальность темы исследования

Сложившиеся на протяжении последних десятилетий в российской экономике атрибуты развивающегося рынка с институциональными

механизмами, регулирующими ценообразование на доходные и рисковые активы, заметно отличными от действующих на развитых рынках капитала, в условиях присутствия только государственных инвестиций и отсутствия «длинных» инвестиционных денег сопровождаются значительными потерями для российского фондового рынка: вымыванием состава активных участников, снижением представительности участников торгов, потерей наработанных деловых связей и перспективных инвестиционных программ партнеров.

Для повышения инвестиционной привлекательности российских компаний необходимо повысить полноту и достоверность информации о стоимости их активов, обращающихся на фондовом рынке, что в свою очередь предполагает использование моделей и методов оценки и управления капиталом производственной корпорации, учитывающих особенности влияния ценообразования на финансовые активы на развивающемся рынке и его низкую эффективность, препятствующие прямому использованию корпоративного опыта экономик с высоким институциональным развитием.

Исходя из тезиса, что оценка и управление доходными и рисковыми активами на развивающемся фондовом рынке не могут быть организованы на теоретико-методологической базе и с использованием моделей и методов классической теории стоимости, так как предпосылки и исходные предположения этой теории весьма далеки от параметров современных российских рынков капитала и финансов, отметим актуальность проблематики совершенствования классических и разработки оригинальных подходов, экономико-математических моделей и методов оценки и управления капиталом производственной корпорации для рынка с невысоким институциональным развитием.

2. Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, и их практическая ценность

Обоснованность положений и выводов, содержащихся в диссертации, определяется корректным применением теоретических и прикладных исследований авторитетных отечественных и зарубежных ученых и специалистов-практиков в области оценки стоимости и принятия решений по управлению капиталом корпорации с учетом параметров и ограничений фондовых и финансовых рынков и приоритетов проводимой собственниками и менеджментом политики в основных сферах рыночной деятельности.

Диссертантом выполнено исследование, направленное на совершенствование теоретических подходов, моделей, методов и численных алгоритмов оптимального управления капиталом и его составляющими для предприятий акционерной формы собственности, функционирующих в условиях низкого институционального развития рыночных механизмов фондового и финансового рынков, характерных для российской экономики.

В работе над диссертацией соискатель использовал обширный информационно-аналитический материал, иллюстрировал положения и выводы диссертации необходимым графическим и табличным материалом, корректно использовал современные методы анализа и синтеза, а также соответствующий экономико-математический инструментарий.

Модели, методы и численные алгоритмы решения задач финансового, производственного и инвестиционного планирования для промышленных корпораций, предложенные в диссертационном исследовании, имеют важное прикладное значение – они могут быть использованы для принятия управленческих решений компаниями

корпоративного сектора, а также в учебном процессе по следующим дисциплинам академического бакалавриата и магистратуры: «Оценка стоимости компании», «Модели и методы исследования операций», «Управление рисками» и др. Таким образом, представленные соискателем научные положения, выводы и рекомендации обоснованы и обладают практической ценностью.

3. Достоверность, новизна научных положений, выводов и рекомендаций, приведенных в диссертации, и их теоретическая значимость

Диссертационное исследование отличается логикой изложения, проработанностью предлагаемых научных концепций. Его результаты являются достоверными, значимыми и обеспечивают приращение научного знания в сфере экономико-математического моделирования оценок и управления капиталом предприятия корпоративного сектора экономики.

К основным положениям работы, обладающим научной новизной, отнесем следующие.

1. Представлена критика классической теории стоимости и предложены направления ее совершенствования в приложении к развивающимся рынкам (стр. 15-24). Для развивающихся рынков получены новые результаты, позволяющие сравнить стоимость финансово-зависимой и независимой компаний (стр. 25-27).

2. Приведена критика обоснованности использования модели CAPM и известных ее модификаций для оценки стоимости собственного капитала корпорации в российских условиях (стр. 40-43) и предложен новый модифицированный вариант, отличающийся более высокой

точностью оценок доходности рискованного капитала по информации с российских фондовых площадок (стр. 51-59).

3. Разработаны оригинальные постановки задач, модели и методы оценки и управления стоимостью операционного сегмента промышленной корпорации, основанные на учете влияния факторов стоимости (стр. 61-65). Полученные результаты оформлены в виде утверждений 2.1 и 2.2 (стр. 64-65).

4. Обобщены результаты традиционных и разработаны оригинальные теоретические подходы и модели выбора оптимальной структуры капитала корпорации. Показано, что эта модель корректно описывает задачу минимизации затрат на привлекаемый в производственную сферу компании капитал для кратко- и среднесрочного горизонтов планирования с критерием его средневзвешенной стоимости (стр. 67-69).

5. Разработаны теоретические подходы, постановки задачи, модели и методы выбора оптимальных вариантов дивидендной политики корпораций, прибегающих или отклоняющих заемное софинансирование своей деятельности, основанные на свойствах потока дивидендных выплат акционерам (отдельно для случаев корпораций с линейной и нелинейной производственной функциями). Получены новые результаты, оформленные в форме утверждений 2.3-2.6 (стр. 72-80).

6. Разработаны и адаптированы теоретический подход, математические модели и численные алгоритмы выбора оптимальных по критерию добавленной стоимости вариантов основной производственной деятельности операционного сегмента корпорации и ее финансирования на планируемом временном интервале, включающих объем и состав постоянных и переменных активов рабочего капитала и структуры его пассивов с учетом факторов сопутствующих рисков и изменчивых параметров товарных и финансовых рынков (стр. 97-104).

4. Публикации по теме диссертационного исследования

По теме диссертационного исследования соискателем опубликованы 24 печатные работы общим объемом 18,20 печ. л. (из них авторские – 10,06 печ. л.), в том числе 16 печатных работ в журналах из Перечня рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук. Основные положения и результаты выполненных исследований обсуждались на международных и всероссийских научных конференциях.

5. Замечания по тексту диссертации и автореферата

Отмечая несомненные достоинства диссертационного исследования, следует обратить внимание на следующие недостатки и отметить замечания по тексту диссертации и автореферата.

1. По нашему мнению, в первой главе диссертационной работы не уделено должного внимания формальному описанию и обстоятельной характеристике современного состояния оценок бизнеса и капитала корпораций на развивающихся и развитых рынках капитала. Например, можно привести примеры корпораций, акции которых торгуются как на западных фондовых площадках, так и на российских, что позволило бы привести отличия в оценках и показать причины несовпадения. Это, в свою очередь, позволило бы усилить важность факторов, которые автор предлагает учесть в собственных модификациях моделей классической теории.

2. В дивидендной модели компании с долгом автор не учел наличие у предприятия акционерной формы собственности привилегированных акций (утверждение 2.4 и следующие, стр. 72 – 73). Насколько это важно и можно ли в данном случае приравнять заемное финансирование к

выплатам по привилегированным акциям?

3. На рисунке 1.1 (стр. 18) «Оптимальная структура капитала корпорации в «традиционной» теории» некорректно отражены линии стоимости собственного и заемного капитала.

4. В п. 1.3 на стр. 55 автор приводит таблицы и расчеты средневзвешенной цены торгов акциями ОАО «Полиметалл» на ММВБ на дату 26.05.2018. На наш взгляд, автору следовало бы рассмотреть более поздний период, что повысило бы актуальность последующих выводов по проведенному расчету.

5. Имеют место ошибки редакционного характера. В качестве примеров приведем таковые на стр. 35 (абзац 1), стр. 49 (абзац 6), стр. 108 (абзац 1).

6. Также в качестве замечаний отметим несогласованные по тексту диссертации обозначения параметров, имеющих одинаковое смысловое значение в различных разделах работы. Например, для ставки налога на прибыль автор использует обозначение T на стр. 25 и обозначение NP на стр. 62 (последний случай особенно чувствителен, так как в работе есть упоминание о дискретных нелинейных задачах, относящихся к NP -полным).

Вместе с тем отмеченные недостатки не снижают научной ценности диссертационного исследования в целом. Автореферат в полной мере отражает содержание диссертации и дает полное представление об актуальности, научной новизне, теоретической и практической значимости полученных соискателем результатов.

6. Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным Положением о присуждении учёных степеней

Диссертационная работа Аббясовой Дианы Рустямовны является самостоятельной законченной научно-квалификационной работой,

