

ОТЗЫВ

члена диссертационного совета, д-ра экон. наук., проф.

Саксоновой Светланы Михайловны

на диссертацию Толстова Николая Сергеевича

**на тему: «Оценка стоимости компании в системе ценностно-ориентированного
управления»,**

**представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по
специальности 5.2.4 Финансы**

1. Актуальность темы исследования

Актуальность проведенного автором исследования обусловлена глубокой интеграцией российских публичных акционерных обществ с мировым финансовым рынком и интересом иностранных инвесторов к российским активам. В условиях высокой волатильности финансовых рынков и нестабильности мировой экономики в целом российским публичным компаниям становится все труднее обеспечивать акционерам требуемую норму отдачи на капитал, соответствующую текущим рыночным рискам. Значительная зависимость стоимости российских предприятий от политической конъюнктуры приводит к повышенной волатильности и коррекциям на рынке, что сопровождается оттоком иностранного капитала, снижением доступности финансовых ресурсов, падением инвестиционной активности компаний и снижением доверия к российским активам со стороны инвесторов. В подобных условиях повышается вероятность недружественных слияний и поглощений как со стороны конкурентов, так и иностранного капитала.

Это определяет необходимость развития подходов к управлению стоимостью российских предприятий и поиска новых стимулов роста рыночной капитализации, способных снизить влияние неэкономических факторов на стоимость публичных акционерных обществ и повысить степень определенности и предсказуемости инвестиций в российские активы.

2. Новизна научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации

Научная новизна проведенного исследования состоит в развитии методологии управления стоимостью российских публичных акционерных обществ, направленного

на нивелирование факторов, сдерживающих рост рыночной капитализации, и поиск новых стимулов роста стоимости бизнеса.

Наиболее значимые результаты, полученные лично соискателем и содержащие научную новизну, заключаются в следующих положениях:

1. Обоснована возможность использования индикаторов экономико-финансового состояния компании в процессе оценки фактически достигнутых результатов ценностно-ориентированного управления. Для оценки влияния финансовых показателей на биржевую стоимость акций российских эмитентов и общую акционерную рентабельность их акционеров автором диссертации был проведен корреляционный анализ, по результатам которого было установлено, что наиболее сильную взаимосвязь с рыночной капитализацией в российских экономических реалиях имеют показатели, характеризующие долговую нагрузку компании, а также уровень ликвидности капитала (с. 58-68);

2. Предложен новый ценностно-ориентированный показатель, позволяющий через сопоставление рыночной капитализации и расчетной величины стоимости дать общую оценку уровня ценностно-ориентированного управления в компании, а также методика его расчета. С целью обоснования целесообразности использования показателя EMR в процессе ценностно-ориентированного управления автором проведен корреляционный анализ взаимосвязи EMR с динамикой рыночной капитализации и общей акционерной рентабельностью компании. По результатам анализа предложенный показатель продемонстрировал значительно более устойчивую взаимосвязь с рыночной капитализацией и общей акционерной рентабельностью, чем рассмотренные ранее индикаторы, что стало подтверждением возможности его использования в качестве основы для оценки проводимой в компании политики управления стоимостью (с. 68-93);

3. Автор определил, что принятие какого-либо отдельного показателя в качестве KPI процесса управления стоимостью может ориентировать усилия менеджмента на его максимизацию, при этом нанося ущерб общему финансовому состоянию компании. В связи с этим предложена логика подбора и набор взаимозависимых показателей оценки эффективности ценностно-ориентированного управления, позволяющий с одной стороны сбалансировать систему оценки, а с другой – определить факторы, сдерживающие рост рыночной капитализации, нивелирование которых может поспособствовать росту рыночной стоимости компании (с. 93-99);

4. Предложена и обоснована методика нормирования финансовых показателей, характеризующих результативность ценностно-ориентированного управления в компании, позволяющая на основании значений финансовых индикаторов определить факторы, сдерживающие рост рыночной капитализации бизнеса. Также, данный подход к оценке значений финансовых показателей позволил сформировать интегрированную оценку эффективности ценностно-ориентированного управления российских публичных акционерных обществ (с. 100-112);

5. Разработана квалиметрическая модель оценки результативности ценностно-ориентированного менеджмента публичных акционерных обществ, позволяющая проранжировать российских эмитентов по уровню эффективности политики управления стоимостью. Анализ эффективности модели в условиях российского корпоративного сектора показал, что полученные балльные оценки коррелируют с динамикой рыночной капитализации и общей акционерной рентабельностью анализируемых компаний, что стало подтверждением возможности использования модели в качестве инструмента оценки результативности ценностно-ориентированного менеджмента (с. 120-124).

3. Достоверность и обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, теоретическая и практическая значимость

Достоверность выводов, представленных автором в диссертации, опирается на анализ эмпирической базы исследования - проанализированы 20 предприятий по 3 отраслям экономики за период с 2016 по 2018, используя данные, опубликованные в 2019 году. Автор выбрал для анализа нефтегазовую и металлургическую отрасли как системообразующие для Российской экономики и телекоммуникационную отрасль (сфера услуг), чтобы показать, что предложенная им модель является применимой для любых отраслей. Для анализа были использованы данные крупнейших мировых аудиторских компаний, Московской биржи, официальные отчеты российских корпораций, международные и российские нормативные документы.

Демонстрируя владение инструментами финансового анализа и моделирования, автор интерпретирует полученные финансовые результаты с позиций ценностно-ориентированного подхода применительно к российским экономическим реалиям.

Обоснованность научных положений и рекомендаций, сформулированных в диссертации, подтверждается проработкой значительного объема теоретических трудов

и научных исследований современных зарубежных и российских ученых, анализом первоисточников, составивших фундамент современных подходов к оценке и управлению стоимостью компаний (всего 179 литературных источников).

Суждения и выводы, представленные в работе, базируются на квалифицированном и обоснованном применении автором современной научной методологии, в том числе методов статистики, квалиметрии, финансового анализа и моделирования применительно к широкому набору финансовой информации.

Результаты исследования представлены автором в ходе выступлений на 2 международных и российских конференциях, а также в 5 научных статьях российских и зарубежных изданий, рекомендованных ВАК и входящих в базу цитирования Scopus.

Теоретическая значимость диссертационного исследования состоит в оценке автором взаимосвязи финансовых показателей, характеризующих стоимость, финансовую устойчивость, акционерную рентабельность публичных российских компаний с динамикой их рыночной капитализации. Автором установлено, что исследования по данной теме проводились в условиях развитых западных рынков, преимущественно рынка США, но в российской научной литературе нет соответствующих исследований. Своей работой автор восполнил этот пробел.

Практическая значимость работы связана с возможностью использования предложенной квалиметрической модели публичными компаниями и заинтересованными сторонами для определения эффективности управления стоимостью анализируемых компаний и резервов для ее увеличения, что может быть учтено в ходе принятия управленческих решений и при анализе инвестиционной привлекательности компаний. В диссертации автором проведена апробация предложенной модели на примере компаний металлургической, нефтегазовой и телекоммуникационных отраслей в реальных рыночных условиях.

4. Вопросы и замечания по работе

1. В исследовании автором не дана оценка возможности использования модели в отношении зарубежных эмитентов. Возможно ли использование модели на иностранных рынках, в частности в США?

2. В основе обоснования модели лежит корреляционный анализ связи полученных бальной оценок с динамикой стоимости акций в год, следующий за отчетным. Согласно результатам проведенного анализа, компании, получившие

высокие оценки, обеспечили акционерам доходность выше средней по соответствующим секторам экономики. В таком случае возможно ли использование модели для целей частных инвесторов и насколько это целесообразно?

Уточняющие вопросы не умаляют значимости диссертационного исследования для российской науки и практики.

5. Общее заключение по диссертации

Диссертация Толстова Николая Сергеевича на тему: «Оценка стоимости компании в системе ценностно-ориентированного управления» соответствует требованиям, установленным Приказом от 19.11.2021 года № 11181/1 «О порядке присуждения ученых степеней в Санкт-Петербургском государственном университете», соискатель Толстов Николай Сергеевич заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 – Финансы. Пункты 9 и 11 указанного порядка диссертантом не нарушены.

Член диссертационного совета
доктор экономических наук, профессор
факультета бизнеса, менеджмента и экономики,
Латвийского университета
Саксонова Светлана

Подписано с помощью www.e-paraksts.lv

«06» февраля 2022 г.