

В диссертационный совет 24.2.378.02
при ФГАОУ ВО «Самарский
государственный экономический
университет»

Отзыв официального оппонента

доктора экономических наук, доцента Богатырева Семена Юрьевича на диссертационную работу Чадиной Елены Викторовны «Развитие методического инструментария оценки финансовой результативности сделок слияния и поглощения», представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы

1. Актуальность темы диссертационного исследования.

Диссертационная работа Чадиной Е.В. посвящена актуальной научной задаче - совершенствованию методического инструментария оценки финансовой результативности сделок слияний и поглощений. Обращение к данной теме обусловлено рядом обстоятельств.

Во-первых, в условиях структурной трансформации российской экономики рынок М&А остается одним из ключевых механизмов перераспределения собственности и консолидации активов. При этом качество интеграционных процессов, оцениваемое через достижение заявленных синергетических эффектов, продолжает вызывать обоснованную критику как со стороны научного сообщества, так и со стороны инвесторов, что свидетельствует о необходимости пересмотра применяемых оценочных моделей.

Во-вторых, нарастающее влияние нефинансовых факторов на инвестиционные решения требует переосмысления традиционных подходов к оценке М&А-сделок. Дискуссионным остается вопрос о том, каким образом параметры устойчивого развития компаний могут быть интегрированы в оценочные модели, используемые при проведении сделок. Однако до настоящего времени отсутствуют формализованные методики, позволяющие количественно оценить вклад ESG-факторов в конечную результативность интеграции.

В-третьих, необходимо учитывать специфику российского рынка М&А, характеризующегося высокой долей сделок с участием государства, значительной ролью административных и институциональных факторов, а также ограниченной доступностью информации о бенефициарах и конечных целях сделок. В этих условиях разработка адаптированного к российской действительности методического инструментария оценки М&А является востребованной как в теоретическом, так и в прикладном аспекте.

В-четвертых, в современной экономической науке сохраняется разрыв между теоретическими разработками в области оценки эффективности М&А и их практическим применением. Большинство существующих методик ориентировано на использование стандартных финансовых мультипликаторов, однако они не позволяют учитывать нематериальные активы, связанные с репутационным капиталом, качеством корпоративного управления и экологической ответственностью компаний. Указанный разрыв требует разработки новых подходов, способных интегрировать как финансовые, так и нефинансовые параметры в единую оценочную систему.

Представленное диссертационное исследование вносит вклад в решение перечисленных проблем, что определяет его актуальность и своевременность.

2. Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации и их достоверность.

Результаты научного исследования Чадиной Е.В. являются обоснованными и достоверными. Диссертационное исследование соискателя имеет стройную логическую структуру и отличается системным подходом к изложению материала. Научные положения, выводы и рекомендации базируются на изучении и обобщении широкого круга научной литературы, практического опыта и эмпирических исследований в области корпоративных финансов, оценки бизнеса, слияний и поглощений, а также устойчивого развития.

В диссертационном исследовании проведен анализ актуальной законодательной и нормативно-правовой базы, экспертных и аналитических материалов, данных официальных статистических органов, корпоративной отчетности и ESG-рейтингов, что позволило сформировать репрезентативную эмпирическую базу для проведения эконометрического моделирования. Автором самостоятельно собрана и обработана панельная выборка из 40 сделок М&А, совершенных российскими публичными компаниями в период 2017–2024 годов.

Достоверность результатов исследования обеспечена использованием обширного набора методов исследования: корреляционный и регрессионный анализ, анализ панельных данных, факторный и кластерный анализ, методы финансового анализа и оценки стоимости компаний, методы многокритериальной оптимизации (метод энтропии, TOPSIS). Применение данных методов в комплексе обеспечивает высокую степень объективности и воспроизводимости полученных результатов. Высокие показатели коэффициента детерминации в построенных регрессионных моделях свидетельствуют о значительной объясняющей способности предложенных моделей.

Обоснованность научных выводов автора подтверждена представлением результатов на международных и всероссийских научно-практических конференциях. Основные положения диссертации нашли

отражение в 11 научных публикациях автора, включая 5 статей в ведущих специализированных изданиях, рекомендованных ВАК Минобрнауки РФ.

3. Логика и структура изложения.

Структура работы подчинена строгой логике научного познания и отражает последовательную реализацию исследовательского замысла: от теоретического осмысления проблемы через эмпирическую верификацию выдвинутых гипотез к разработке практического инструментария и рекомендаций.

Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 185 источников и приложений. Общий объем диссертации составляет 196 страниц, текст дополнен 32 таблицами и 21 рисунком. Такая композиция обеспечивает целостное восприятие исследования и взаимосвязь всех его элементов. Введение содержит обоснование актуальности темы, анализ степени разработанности проблемы, формулировку цели и задач, определение объекта и предмета исследования, научной новизны, теоретической и практической значимости.

Первая глава носит фундаментальный характер, в которой автор систематизирует теоретические подходы к пониманию сущности сделок M&A, анализирует эволюцию рынка слияний и поглощений, выделяя семь исторических волн его развития. Рассматриваются организационные формы интеграции, классификации сделок, мотивационные аспекты, включая синергетическую теорию, теорию агентских издержек и теорию гордыни. Существенное внимание уделяется анализу существующих подходов и методов оценки результативности сделок, выявлению их системных ограничений. Новизной главы является методологический принцип многокомпонентной оценки, интегрирующего стоимостные, финансовые и ESG-параметры в единую концептуальную систему.

Вторая глава представляет собой эмпирический этап исследования. Автор проводит сравнительный анализ зарубежного опыта и отечественной практики оценки эффективности сделок, что позволяет учесть специфику российского рынка при формировании совокупности сделок для эмпирической верификации. На основе проведенного анализа создается выборка из 40 сделок российских публичных компаний за 2017–2024 годы, учитывающая отраслевое и макроэкономическое разнообразие. Далее выявляется и систематизируется система из 17 факторов результативности, объединяющих традиционные драйверы стоимости и новые, связанные с санкциями, цифровизацией, ESG-повесткой и технологическим суверенитетом. Эконометрическая верификация подтверждает статистическую значимость выделенных факторов, при этом ключевым драйвером стоимости выступают ESG-компетенции компании-покупателя. Полученные результаты формируют надежную основу для прикладной части исследования.

Третья глава носит прикладной характер. Автором предложен методический инструментарий оценки сделок на основе влияния ESG-параметров на стоимость компаний, включая многофакторный регрессионный подход, дифференцирующий вклад экологического, социального и управленческого компонентов. В развитии инструментария создается и апробируется алгоритм оценки стоимости сделок M&A, включающий классификацию типов сделок по потенциалу ESG-трансформации, формализованный выбор стратегии интеграции на основе оптимизационных методов, а также количественную оценку через синтез мультипликатора P/ESG и модели EV/EBITDA. Принципиальной особенностью алгоритма является его апробация на реальных данных, подтверждающая высокую точность предложенных методов.

Заключение обобщает результаты исследования, подчеркивая достижение поставленной цели и решение всех задач. Каждая глава завершается выводами, которые органично связывают теоретический, эмпирический и прикладной уровни работы, обеспечивая непрерывность исследовательской цепи. Выдвинутая научная гипотеза о значимом влиянии ESG-факторов на финансовую результативность сделок M&A получила подтверждение как на теоретическом, так и на эмпирическом уровне, что определяет целостность и завершенность диссертационного исследования.

Таким образом, диссертация Чадиной Е.В. характеризуется продуманной внутренней логикой, единством теоретического, эмпирического и прикладного уровней исследования и представляет собой законченный научный труд, вносящий вклад в развитие методического инструментария оценки сделок M&A с учетом ESG-факторов.

4. Научная новизна, теоретическая и практическая значимость диссертационного исследования.

1. Обоснован методологический принцип многокомпонентной оценки сделок M&A, интегрирующий стоимостные, финансовые и ESG-параметры. В отличие от существующих подходов, авторский принцип позволяет осуществлять сопоставимую количественную оценку разноплановых аспектов успеха интеграции (операционных, финансовых и нефинансовых) в рамках единой концептуальной системы (с. 51-56).

2. Выявлена и дополнена система наиболее значимых факторов результативности сделок M&A, объединяющая традиционные факторы успеха и факторы долгосрочного влияния, включая ESG-повестку, санкционный режим, цифровую трансформацию и технологический суверенитет (с. 88-95).

3. Предложен подход, количественно оценивающий вклад экологического, социального и управленческого компонентов ESG в формирование рыночной капитализации M&A-сделок, доказана гипотеза о приоритете ESG-компетенций компании-покупателя (с. 99-115).

4. Разработан алгоритм оценки стоимости сделок M&A, включающий классификацию типов сделок по потенциалу ESG-трансформации,

формализованный выбор оптимальной стратегии интеграции на основе многокритериальной оптимизации и количественную оценку стоимости через синтез мультипликатора P/ESG и модели EV/EBITDA (с. 116-136).

5. Предложена комплексная система мер по совершенствованию механизмов сделок M&A на основе ESG-трансформации, структурированная по уровням воздействия и дифференцированная для публичных и непубличных компаний (с. 137-147).

Теоретическая значимость диссертации Чадиной Е.В. определяется вкладом в развитие теоретических положений оценки финансовой результативности M&A-сделок, достигаемым за счет имплементации ESG-параметров в систему оценочных показателей. Полученные автором результаты расширяют и дополняют теоретические представления о механизмах создания стоимости при корпоративных интеграциях, обосновывая ключевую роль нефинансовых факторов в достижении долгосрочной устойчивости объединенных компаний. В работе доказано, что ESG-компетенции компании-покупателя выступают самостоятельным источником создания дополнительной стоимости при приобретении активов, что существенно дополняет классические теории синергии и ресурсную теорию фирмы новыми положениями о природе нематериальных активов в контексте M&A.

Особое теоретическое значение имеет эконометрически обоснованная дифференциация вклада отдельных компонентов ESG - экологической, социальной и управленческой составляющих - в формирование рыночной капитализации компаний-участниц сделок. Выявленная последовательность влияния компонентов ESG, в рамках которой фактор корпоративного управления (G) обладает наибольшей статистической значимостью и максимальным синергетическим эффектом при взаимодействии с переменной M&A, вносит вклад в развитие теории корпоративного управления применительно к российскому рынку капитала. Данный вывод расширяет понимание того, каким образом качество управления трансформируется в рыночную оценку компании в условиях интеграционных процессов.

Разработанный автором методологический принцип многокомпонентной оценки, интегрирующий стоимостные, финансовые и ESG-параметры, создает теоретическую основу для перехода от фрагментарного анализа результативности M&A, основанного на стандартных мультипликаторах, к комплексной диагностике, учитывающей разноплановые аспекты успеха интеграции (операционные, финансовые и нефинансовые) в рамках единой концептуальной системы, что позволяет по-новому взглянуть на природу синергетического эффекта, рассматривая его не только как результат операционной или финансовой оптимизации, но и как следствие качественного улучшения ESG-профиля объединенной компании за счет передачи компетенций от покупателя к приобретаемому активу.

Практическая значимость диссертационного исследования заключается в том, что его результаты ориентированы на широкий круг

пользователей и могут быть непосредственно применены в различных сферах корпоративного и государственного управления.

Так разработанный инструментарий может служить основой для формирования адресных мер поддержки ESG-трансформации в корпоративном секторе, включая создание стимулирующих механизмов для сделок, соответствующих критериям устойчивого развития, а также для разработки отраслевых стандартов и методических рекомендаций по учету ESG-факторов в оценочной деятельности. Результаты исследования могут быть использованы при совершенствовании нормативно-правовой базы, регулирующей раскрытие нефинансовой информации и учет ESG-факторов в корпоративной отчетности компаний.

Для специалистов в области аналитического сопровождения сделок практическая ценность работы связана с появлением дополнительного оценочного инструмента - мультипликатора P/ESG, который может быть использован как самостоятельный индикатор справедливой стоимости сделки или как дополнение к традиционным методам оценки. Это позволит повысить надежность выводов о целесообразности сделки и более точно прогнозировать пост-интеграционные финансовые результаты с учетом нефинансовых параметров. Предложенный алгоритм оценки стоимости с использованием мультипликатора P/ESG и модели EV/EBITDA, скорректированной на стратегическую премию, позволит осуществлять комплексную проверку целевых компаний с учетом их ESG-профиля и снижать риски недооценки репутационных и регуляторных последствий сделок.

Руководители финансово-экономических подразделений и лица, принимающие решения в сфере корпоративных финансов, используя предложенный автором подход, получают возможность перехода от интуитивных или сугубо количественных методов оценки целевых компаний к более сбалансированной модели ценообразования.

Разработанные автором методические подходы могут быть использованы при подготовке учебно-методических материалов для высших учебных заведений по направлениям, связанным с финансовым менеджментом, корпоративным управлением и оценочной деятельностью, что позволит актуализировать содержание учебных курсов в соответствии с современными требованиями рынка капитала.

Таким образом, результаты исследования Чадиной Е.В. обладают выраженной практической направленностью.

Предложенный подход, в силу своей адаптивности, может быть использован для широкого круга задач по оценке стоимости M&A-сделок в различных секторах экономики.

5. Замечания и дискуссионные моменты по диссертационному исследованию.

Положительно оценивая диссертационную работу в целом, ее научную новизну, методическую проработанность и прикладную направленность,

необходимо отметить ряд положений, которые носят дискуссионный характер и требуют дополнительного пояснения.

1. В диссертации центральное место занимает тезис о значимом влиянии ESG-факторов на рыночную стоимость и результативность M&A. Вместе с тем автор использует ESG-рейтинги различных провайдеров, методики которых могут существенно различаться по составу показателей, весам и шкалам. Представляется целесообразным более подробно раскрыть процедуру приведения рейтингов к сопоставимому виду и оценить чувствительность результатов к выбору конкретного рейтингового агентства. Это особенно важно для практического применения разработанного инструментария.

2. Автором предложен мультипликатор P/ESG, связывающий стоимость сделки с ESG-рейтингом покупателя. Сам подход представляет научный интерес, однако экономическое содержание данного мультипликатора требует дополнительного обоснования. В частности, целесообразно пояснить, в какой мере линейная пропорциональность между стоимостью сделки и рейтинговым баллом действительно отражает процесс создания стоимости и насколько устойчивы пороговые интервалы P/ESG при переходе между отраслями, типами покупателей и периодами рыночной конъюнктуры (с. 123–130).

3. В работе отмечается высокая точность отдельных результатов апробации алгоритма на фактических сделках. Однако часть расчетов выполняется на относительно ограниченной выборке, в том числе на 30 сделках 2024 года для калибровки отдельных элементов алгоритма. Для повышения внешней валидности было бы полезно провести дополнительную out-of-sample проверку на независимой выборке сделок и на более длительном временном горизонте, отдельно для разных отраслей и типов покупателей (с. 125–136).

4. Эконометрический блок диссертации является одной из сильных сторон исследования, но сам автор указывает на ограничения, связанные с использованием линейной регрессии, возможной обратной причинно-следственной связью и недостаточным учетом отраслевых различий. В этой связи применение инструментальных переменных, моделей с отраслевыми и временными фиксированными эффектами, а также проверка нелинейных зависимостей могли бы дополнительно усилить доказательность выводов о причинном влиянии ESG-компонентов на капитализацию (с. 108 и последующие расчеты).

5. В диссертации утверждается приоритет ESG-компетенций компании-покупателя как источника дополнительной стоимости приобретаемого актива. Данный вывод интересен, но требует более строгого разграничения собственно эффекта ESG-компетенций и эффекта качества менеджмента, масштаба компании, доступности финансирования, государственной поддержки или иных характеристик покупателя, которые могут коррелировать с высоким ESG-рейтингом. Дополнительная проверка на мультиколлинеарность и альтернативные спецификации модели повысила бы убедительность интерпретации.

6. В алгоритме итоговая стоимость формируется посредством интеграции оценки по P/ESG и EV/EBITDA, причем веса могут определяться в зависимости от надежности данных или типа покупателя. Однако процедура выбора весов раскрыта не вполне формализованно. Для практического использования методики целесообразно предложить более жесткий алгоритм установления весовых коэффициентов либо диапазоны их значений в зависимости от отрасли, полноты данных и типа сделки (с. 125–127).

7. В заключении диссертации приводятся конкретные количественные оценки влияния различных факторов и практические рекомендации, включая формирование финансовых резервов в размере 15–20% стоимости сделки. Вместе с тем происхождение некоторых нормативных интервалов и возможность их универсального применения к сделкам различного масштаба и отраслевой принадлежности требуют дополнительной аргументации. Представляется предпочтительным трактовать такие значения как ориентиры для исследованной выборки, а не как универсальные нормативы (с. 147–148).

8. Разработанная система мер по совершенствованию механизмов M&A охватывает внутрикорпоративный, рыночный и государственный уровни. Вместе с тем часть предложений, включая меры налогового и регуляторного характера, могла бы быть более тесно связана с количественными результатами авторского инструментария. Это позволило бы четче показать, какие именно значения показателей или типы сделок должны служить основанием для выбора той или иной меры государственной или корпоративной политики (с. 137–146).

Высказанные замечания имеют преимущественно дискуссионный и рекомендательный характер. Они не снижают общей положительной оценки проведенного исследования, не ставят под сомнение основные научные результаты и могут рассматриваться как направления дальнейшего развития предложенного автором методического инструментария.

6. Заключение о соответствии диссертационной работы критериям, установленным Положением о присуждения ученых степеней.

Диссертационное исследование Чадиной Елены Викторовны «Развитие методического инструментария оценки финансовой результативности сделок слияния и поглощения» является самостоятельно выполненной и завершенной работой, в которой содержится решение научной задачи по развитию методического инструментария оценки финансовой результативности сделок M&A на основе интегрального подхода, учитывающего стоимостные, финансовые и налоговые составляющие, а также влияние ESG-факторов.

Диссертационная работа обладает внутренним единством, содержит новые научные результаты и положения, выдвигаемые для публичной защиты, и свидетельствует о личном вкладе автора в науку. Предложенные диссертантом решения аргументированы и оценены по сравнению с другими известными решениями.

Автореферат соответствует основному содержанию диссертации, опубликованные работы достаточно полно освещают ключевые идеи и выводы автора.

Содержание диссертационного исследования и научные результаты, полученные автором, соответствуют Паспорту научной специальности ВАК 5.2.4. Финансы (экономические науки) в части пунктов: п. 15. «Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент»; п. 16 «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав».

Считаю, что представленная к защите диссертационная работа Чадиной Елены Викторовны на тему «Развитие методического инструментария оценки финансовой результативности сделок слияния и поглощения» соответствует требованиям Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842 (в действующей редакции), предъявляемым к кандидатским диссертациям, а соискатель Чадина Елена Викторовна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Официальный оппонент:

доктор экономических наук

(08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит),

доцент, профессор кафедры экономики,
управления и предпринимательства

АНО ВО «Международный банковский
институт имени Анатолия Собчака»

Богатырев Семен Юрьевич

«31» августа 2026 г.

Подпись С.Ю. Богатырева Заверяю
Начальник отдела кадров
АНО ВО «МБИ имени Анатолия Собчака»
О.А. Аникина



Автономная некоммерческая организация высшего образования «Международный банковский институт имени Анатолия Собчака»
191023, г. Санкт-Петербург, ул. Малая Садовая, д. 6, каб. 30
Телефон: +7 (812) 494-05-18
E-mail: sbogatyrev@ibispb.ru