

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

ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА

кандидата экономических наук, доцента Власовой Юлии Ашумовны на диссертационную работу Чадиной Елены Викторовны на тему «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

На современном этапе развития экономики экологические, социальные и управленческие аспекты деятельности компаний, ранее рассматривающиеся как второстепенные элементы корпоративной отчетности, сегодня трансформируются в ключевые детерминанты, определяющие долгосрочную финансовую устойчивость и рыночную стоимость бизнеса. Инвестиционное сообщество все более ориентируется на ESG-критерии при принятии решений о вложении капитала, что объективно требует пересмотра традиционных подходов к оценке стоимости активов и бизнеса в целом.

Параллельно с этим на глобальном уровне ужесточаются регуляторные требования к раскрытию нефинансовой информации, что ставит перед корпоративным сектором задачу корректного отражения ESG-достижений в стоимостных оценках. В Российской Федерации данная тенденция находит свое подтверждение в программных документах стратегического характера. Так, Указом Президента Российской Федерации от 04.11.2020 № 666 «О сокращении выбросов парниковых газов» и Указом от 26.10.2023 № 812 «Об утверждении Климатической доктрины Российской Федерации» закреплены приоритеты снижения углеродного следа. Более того, Указ Президента Российской Федерации

от 07.05.2024 № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года» включает в состав национальных целей «обеспечение устойчивой и динамичной экономики», «экологическое благополучие» и «воспитание социально-ответственной личности». Достижение поставленных ориентиров невозможно без активного вовлечения корпоративного сектора в процессы ESG-трансформации, что, в свою очередь, требует адекватного методического инструментария для оценки результативности соответствующих усилий через призму максимизации стоимости бизнеса как одной из центральных целей деятельности компаний.

Применительно к сфере слияний и поглощений (M&A) указанные тенденции приобретают особое значение. Сделки M&A являются одним из ключевых механизмов перераспределения собственности и консолидации активов, а их результативность во многом определяет динамику развития корпоративного сектора в целом. Однако традиционные подходы к оценке эффективности M&A, ориентированные преимущественно на финансовые показатели, не учитывают ESG-факторы, что приводит к систематической недооценке рисков и упущенных выгод. Игнорирование ESG-факторов при оценке сделок может приводить к стратегическим ошибкам, недооценке репутационных и регуляторных рисков, а также прямым финансовым потерям.

Таким образом, разработка инструментария оценки стоимости бизнеса в условиях трансформации экономики через призму реализации социальных, экологических факторов и факторов корпоративного управления, применительно к сделкам M&A, позволяет сформировать для корпоративного сектора возможность оценки результативности внедрения соответствующих факторов через направление максимизации стоимости бизнеса – как одной из основных целей деятельности компаний.

Диссертационная работа Чадиной Е.В., посвященная развитию методического инструментария оценки финансовой результативности сделок M&A с учетом ESG-факторов, представляет собой актуальную и практически значимую задачу, решение которой будет способствовать повышению качества

инвестиционных решений, эффективному распределению капитала в сторону устойчивого развития и построению более стабильной финансовой системы, отвечающей вызовам климатического кризиса, социального неравенства и необходимости сохранения биоразнообразия.

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

Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, представленных в диссертационной работе Чадиной Е.В., обеспечивается комплексом взаимосвязанных аргументов:

- исследование базируется 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. Автором систематизированы теоретические подходы к оценке результативности М&А (синергетическая теория, теория агентских издержек, теория гордыни, теория транзакционных издержек, ресурсная теория, институциональная теория и теория реальных опционов), что позволило выявить существующие методологические пробелы и обосновать необходимость их восполнения;
- в диссертационной работе использован обширный методологический инструментарий, включающий методы сравнения и обобщения, статистического и экономического анализа, корреляционный и регрессионный анализ, анализ панельных данных, факторный и кластерный анализ, методы финансового анализа и оценки стоимости компаний, методы многокритериальной оптимизации (метод энтропии, TOPSIS), экспертные подходы и методы принятия управленческих решений;
- информационной базой диссертационного исследования послужили официальные статистические отчеты Росстата, Минэкономразвития и Банка России, корпоративная отчетность и данные фондовых бирж по участникам сделок М&А, аналитические обзоры и статистика международных консалтинговых

компаний, базы данных, а также рейтинги устойчивого развития. Автором самостоятельно сформирована панельная выборка из 40 сделок М&А, совершенных российскими публичными компаниями в период 2017–2024 годов;

- направления теоретико-методических исследований автора корреспондируются с современными трендами развития корпоративных финансов и ESG-повестки, а полученные результаты дополняют и развивают существующие положения, устраняют проблемные зоны и узкие места в оценке результативности М&А-сделок.

На основе вышеизложенного можно сделать вывод о достаточно высокой обоснованности результатов диссертационного исследования, в котором автор предлагает научные положения, выводы и рекомендации, подкрепленные теоретическим анализом, методологической строгостью и эмпирическими данными.

Работа написана грамотно, имеет внутреннюю логику, структурное единство разделов и свидетельствует о личном вкладе автора в науку.

Во введении обоснована актуальность темы диссертации, проанализирована степень ее разработанности, определены цель и задачи, объект и предмет исследования, раскрыты положения научной новизны, теоретическая и практическая значимость, теоретико-методологическая и информационная база исследования.

В первой главе «Теоретические и методические аспекты слияний и поглощений компаний» анализируется сущность, приводятся характеристики и классификация М&А-сделок, что создало основу для понимания их результативности. Систематизация теоретических подходов к оценке эффективности М&А позволила автору выявить лучшие практики и адаптировать их к российским условиям. На основе критического анализа существующих методов оценки (затратного, сравнительного, доходного подходов, событийного метода) предложен методологический принцип многокомпонентной оценки, интегрирующий стоимостные, финансовые и ESG-параметры, что позволяет

перейти от фрагментарного анализа к комплексной диагностике результативности сделок.

Во второй главе «Методический подход эмпирической верификации влияния факторов на успешность слияний и поглощений» автором проведен анализ зарубежного опыта и отечественной практики M&A, выявлены структурные особенности российского рынка. Сформирована репрезентативная выборка из 40 сделок, что позволило учесть разнообразие отраслей, типов интеграции и макроэкономических условий. На основе критического анализа классических и выявленных новых факторов (санкционный режим, цифровая трансформация, ESG-повестка, технологический суверенитет) разработана система из 17 взаимосвязанных факторов результативности.

Третья глава «Повышение финансовой отдачи от сделок слияния и поглощения на основе инструментария оценки» фокусируется на вопросах эконометрического моделирования влияния ESG-компонент на рыночную капитализацию. Автор разрабатывает многофакторный регрессионный подход, количественно дифференцирующий вклад экологического (E), социального (S) и управленческого (G) компонентов ESG. Предложен и апробирован алгоритм оценки стоимости сделок M&A с авторским мультипликатором P/ESG, что способствует приложению теоретических знаний к практике.

В заключении особо отмечается значимость полученных результатов для теории и практики. Автореферат и публикации содержат полное и адекватное отражение основных результатов диссертационной работы.

3. Достоверность и научная новизна выводов и положений, сформулированных в диссертации

Структура диссертационного исследования Чадиной Е.В. выстроена таким образом, что поставленные автором цель и задачи находят свое последовательное решение в соответствующих главах и параграфах работы. Выводы, сформулированные по итогам каждой главы, логически взаимосвязаны и образуют целостную систему доказательств, подтверждающих выдвинутую гипотезу.

Практическая направленность полученных результатов подтверждается возможностью их применения в деятельности корпоративных структур, что свидетельствует о достоверности и обоснованности научных положений, выносимых на защиту.

Методические разработки и практические рекомендации автора прошли апробацию и используются в деятельности Министерства экономического развития и промышленности Владимирской области, а также в учебном процессе Владимирского государственного университета имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых при преподавании дисциплин «Корпоративные финансы», «Слияния и поглощения», «Оценка стоимости компании», «Устойчивое развитие бизнеса», что подтверждается справками о внедрении. Достоверность научных подходов подтверждается также тем, что основные выводы автора по рассматриваемой теме докладывались на международных и всероссийских научно-практических конференциях и форумах, нашли отражение в 11 научных работах общим объемом 6,03 печ. л. (вклад автора – 5,78 печ. л.), в том числе 5 статей в изданиях, входящих в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, определенных ВАК Минобрнауки РФ.

Диссертационное исследование Чадиной Е.В. обладает научной новизной, заключающейся в решении научной задачи обоснования теоретико-методических и практических подходов по развитию инструментария оценки финансовой результативности сделок M&A на основе интегрального подхода, учитывающего не только финансовые, но и не менее важные нефинансовые ESG-факторы, что позволяет сформировать целостное понимание механизмов влияния данных факторов на стоимость сделок слияний и поглощений на российском рынке и, как следствие, оценивать справедливую стоимость сделки.

Автором диссертации лично получены следующие результаты, определяющие научную **новизну исследования**:

1. Предложен оригинальный методологический принцип оценки сделок M&A, в котором стоимостные и финансовые критерии дополнены ESG-параметрами, что обеспечивает многомерный анализ результативности

интеграционных процессов. Доказано, что использование предложенного принципа позволит перейти от фрагментарного анализа, основанного на стандартных мультипликаторах, к комплексной диагностике результативности сделок (с. 51-56).

2. На основе анализа зарубежного опыта и российской практики сделок M&A выявлена и дополнена система наиболее значимых факторов результативности, объединяющая традиционные факторы успеха и факторы долгосрочного влияния, включая ESG-повестку, санкционный режим, цифровую трансформацию и технологический суверенитет. Определено, что особенностью предложенного подхода является интеграция ESG-факторов с традиционными факторами в единую систему (с. 88-95).

3. Предложен и верифицирован многофакторный регрессионный подход, количественно дифференцирующий вклад экологического, социального и управленческого компонентов ESG в формирование рыночной капитализации в контексте M&A-сделок. Доказана гипотеза о приоритете ESG-компетенций компании-покупателя. Результаты регрессионного анализа выявили последовательность влияния компонентов ESG: фактор корпоративного управления (G) обладает наибольшей прямой статистической значимостью и максимальным синергетическим эффектом (с. 99-115).

4. Представлен алгоритм оценки стоимости сделок M&A, включающий классификацию типов сделок по потенциалу ESG-трансформации, формализованный выбор оптимальной стратегии интеграции на основе многокритериальной оптимизации данных (методы энтропии и TOPSIS), а также количественную оценку стоимости через синтез предлагаемого мультипликатора P/ESG и традиционной модели EV/EBITDA, скорректированной на стратегическую премию (с. 116-136).

5. С учетом выводов, полученных в ходе диссертационного исследования, предложена система мер по совершенствованию сделок M&A с использованием ESG-трансформации. Ключевая особенность системы – ее многоуровневая структура, охватывающая внутрикорпоративный, рыночный и государственный

уровни, и дифференцированный подход к публичным и непубличным компаниям. Предложенная система позволяет компаниям выстроить сквозное управление сделкой – от формирования стратегии до завершения интеграционных процессов, что повышает ее обоснованность и эффективность (с. 137-147).

4. Теоретическая и практическая значимость результатов диссертационного исследования

Теоретическая значимость диссертации заключается в разработке научно-методических подходов к оценке финансовой результативности сделок M&A с учетом ESG-факторов и глубоком анализе различных моделей оценки в этой области, что позволяет сформулировать научно обоснованные направления для эффективного распределения финансовых ресурсов. Представленные в работе материалы и выводы могут способствовать дальнейшему развитию теории корпоративных финансов за счет интеграции аспектов устойчивого развития в финансовую науку. Результаты исследования подчеркивают важность взаимодействия между финансовыми и нефинансовыми факторами в процессе оценки M&A, что может привести к формированию новых парадигм в управлении корпоративными интеграциями и, в конечном итоге, внести вклад в теоретическую базу знаний, необходимую для повышения эффективности финансирования сделок слияний и поглощений и их устойчивого развития.

Практическая значимость исследования заключается в том, что выводы и рекомендации работы могут быть использованы корпоративными управляющими и финансовыми директорами при оценке целевых компаний и обосновании инвестиционных решений в рамках M&A; инвестиционными аналитиками и консультантами при проведении комплексной проверки и стоимостной оценки компаний; менеджерами по стратегическому развитию при формировании M&A-стратегии; государственными органами и регуляторами при формировании мер поддержки ESG-трансформации корпоративного сектора, а также в образовательном процессе при преподавании профильных дисциплин.

5. Замечания и дискуссионные вопросы диссертационного исследования

Диссертационная работа Чадиной Е.В. представляет собой целостное, логически завершенное научное исследование, выполненное на высоком профессиональном уровне. Вместе с тем в ходе ознакомления с текстом работы возникли отдельные вопросы и замечания, требующие дополнительных пояснений со стороны автора:

1. В разделе 3.1, посвященном эконометрическому моделированию влияния ESG-компонент на рыночную капитализацию (с. 96-115), автором убедительно доказана статистическая значимость управленческой компоненты (G-фактора) и ее максимальный синергетический эффект при взаимодействии с переменной M&A. Однако в работе не анализируется, каким образом соотносятся между собой вклад отдельных ESG-компонент на разных стадиях интеграционного процесса – в момент объявления сделки и в пост-интеграционный период. Следовало бы более детально исследовать динамику влияния каждой компоненты на различных стадиях сделки, что позволило бы сформулировать более точные практические рекомендации для участников рынка.

2. В разделе 3.2 автором разработан и апробирован алгоритм оценки стоимости сделок M&A с использованием мультипликатора P/ESG (с. 116-136). Однако в работе не представлено сравнение точности предложенного подхода с другими методами оценки (DCF, сравнительный подход) на той же выборке. Отсутствие такого сравнения не позволяет в полной мере оценить преимущества и ограничения предложенного мультипликатора по сравнению с традиционными подходами. Представляется целесообразным дополнить исследование сопоставительным анализом точности различных методов оценки.

3. В разделе 3.3 диссертантом предлагается комплексная система мер по совершенствованию механизмов сделок M&A на основе ESG-трансформации (с. 137-147). Вместе с тем в работе не представлена оценка экономической эффективности предлагаемых мер. Без количественной оценки издержек и выгод сложно определить приоритетность и очередность их внедрения для различных

категорий компаний. Следовало бы дать хотя бы приблизительную оценку затрат на реализацию предлагаемых мероприятий и ожидаемого экономического эффекта.

4. В рамках анализа каскадных эффектов М&А автор выявляет внутриотраслевое распространение последствий сделок (с. 113-115). Однако в работе не рассматриваются возможные межотраслевые эффекты, которые могут возникать при сделках между компаниями смежных отраслей (например, при вертикальной интеграции или приобретении IT-компаний промышленным холдингом). Учет межотраслевых эффектов позволил бы получить более полную картину влияния М&А на экономику в целом.

5. В автореферате, на наш взгляд, следовало бы более подробно раскрыть методику расчета каскадных эффектов и их интерпретацию для практического применения. Важно показать, как полученные результаты могут быть использованы при принятии решений о целесообразности сделки не только для компаний-участниц, но и для их отраслевых конкурентов.

Данные замечания не снижают общей положительной оценки диссертации, ее теоретической значимости и практической ценности и носят рекомендательный характер в части углубления и расширения масштабов исследования.

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

Диссертационная работа Чадиной Елены Викторовны на тему «Развитие методического инструментария оценки финансовой результативности сделок слияния и поглощения» соответствует паспорту научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки) (п. 15 «Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент», п. 16 «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав»), является завершенным научно-квалификационным исследованием, выполненным автором самостоятельно и имеющим ценность для развития финансового обеспечения сделок слияний и поглощений.

Автореферат и публикации автора полно и достоверно отражают принципиальные научные положения диссертации, выносимые на защиту.

Диссертационная работа соответствует требованиям п.п. 9, 10, 11, 13, 14 Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного постановлением Правительства РФ № 842 от 24 сентября 2013 г., предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата экономических наук, а ее автор Чадина Елена Викторовна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Официальный оппонент –
кандидат экономических наук
(08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит),
доцент, доцент кафедры государственных
и муниципальных финансов
ФГБОУ ВО «Российский
экономический университет
имени Г.В. Плеханова»,

Власова Юлия Ашумовна

«3» сентября 2026 г.

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования
«Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»
117997, г. Москва, Стремянный пер., д. 36
телефон : +7(499)237-94-36
e-mail: vlasova.ya@rea.ru
сайт: <https://www.rea.ru/>

подпись Власовой ЮА
удостоверен
Специалист по работе с персоналом
В.А. Мельниченко 03.09.2026 г.