

УТВЕРЖДАЮ:

Проректор по научной работе
ФГАОУ ВО «Северо-Кавказский
федеральный университет»,
доктор экономических наук, профессор
_____ С.В. Зенченко

«3» сентября 2026 г.

**ОТЗЫВ ВЕДУЩЕЙ ОРГАНИЗАЦИИ
федерального государственного автономного образовательного
учреждения высшего образования
«Северо-Кавказский федеральный университет»
на диссертацию 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 (экономические науки)**

Актуальность темы диссертационного исследования

Актуальность диссертационной работы Чадиной Е.В. обусловлена фундаментальным противоречием, сложившимся в современной теории и практике корпоративных финансов. С одной стороны, сделки слияний и поглощений (M&A) остаются ключевым инструментом стратегического развития компаний, позволяющим достичь операционной синергии и увеличить рыночную долю. С другой стороны, статистика эффективности подобных сделок остается неутешительной: по данным ведущих мировых консалтинговых агентств, до 70–80% транзакций не создают заявленной акционерной стоимости.

Существующий методический инструментарий оценки результативности сделок M&A страдает двумя системными недостатками. Во-первых, он ориентирован преимущественно на краткосрочный анализ (событийный подход, оценка аномальной доходности акций в моменте) либо на ретроспективное сравнение показателей бухгалтерской отчетности, что не позволяет адекватно прогнозировать долгосрочные эффекты интеграции. Во-вторых, традиционные модели оценки (преимущественно затратный и сравнительный подходы, оперирующие мультипликаторами P/E,

EV/EBITDA), не учитывают влияние нефинансовых факторов, которые в условиях трансформации инвестиционных парадигм выходят на первый план.

Особую остроту данная проблема приобретает в контексте ESG-повестки, которая из факультативного элемента корпоративной социальной ответственности превращается в системный фактор, влияющий на стоимость капитала, инвестиционные решения и долгосрочную устойчивость бизнеса. Однако до настоящего времени отсутствовал методический инструментарий, позволяющий количественно оценить вклад экологических, социальных и управленческих параметров в конечную финансовую результативность сделок M&A, а также формализовать влияние ESG-компетенций компании-покупателя на справедливую стоимость приобретаемого актива.

Разработанный Чадиной Е.В. методологический принцип интегральной оценки, модели дифференциации вклада ESG-компонент и оригинальный алгоритм с мультипликатором P/ESG позволяют перевести оценку результативности сделок M&A на качественно новый уровень, что определяет высокую научную и практическую актуальность работы.

Общая оценка работы, степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации

В рамках исследования Чадиной Е.В. проведена глубокая систематизация теоретических концепций оценки результативности сделок M&A, критически проанализированы их ограничения (преобладание краткосрочных событийных моделей и бухгалтерских сравнений, игнорирование нефинансовых факторов), что позволило автору сформулировать и эконометрически обосновать оригинальную гипотезу о ключевой роли ESG-компетенций покупателя как источника дополнительной стоимости при интеграционных сделках. Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций подтверждается корректным применением современного эконометрического аппарата, репрезентативностью выборки и статистической значимостью полученных результатов. Диссертация опирается на фундаментальные положения теорий корпоративных финансов,

стоимостного управления и оценочной деятельности, что обеспечивает методологическую состоятельность выводов.

Характеризуя работу Чадиной Е.В., следует отметить следующее. Логика построения диссертации последовательно реализует заявленную цель – разработку методического инструментария оценки финансовой результативности сделок M&A, интегрирующего традиционные стоимостные и финансовые показатели с ESG-факторами. Автор обоснованно выстраивает траекторию от теоретического осмысления проблемы (Глава 1) через эмпирическую верификацию факторов на российском рынке (Глава 2) к созданию и апробации прикладного алгоритма оценки с формированием практических рекомендаций (Глава 3). Задачи исследования, включающие систематизацию подходов, выявление факторов, разработку алгоритма и его верификацию, полностью подчинены достижению этой цели.

Диссертационное исследование включает введение, три главы, заключение, список литературы из 185 источников и приложения.

Во введении обоснована актуальность темы, систематизирована степень разработанности проблемы, сформулированы цель и задачи, определены объект и предмет, приведена характеристика теоретико-методологической основы (включая методы эконометрического моделирования и многомерного статистического анализа) и информационной базы (данные Росстата, Банка России, Bloomberg, СПАРК, ESG-рейтинги RAEX-Europe и АКРА), раскрыта научная новизна и практическая значимость работы.

В первой главе «Теоретические и методические аспекты слияний и поглощений компаний» автором дается не просто обзор теоретических подходов, а проводится их критическое осмысление с позиции применимости к современным условиям. На основе анализа мотивов и классификаций сделок M&A, а также существующих методов оценки результативности (затратного, сравнительного, доходного подходов, событийного метода) разработан методологический принцип многокомпонентной оценки, объединяющий стоимостной, финансовый, налоговый и ESG-подходы, что принципиально расширяет горизонт анализа

сделок по сравнению с традиционными моделями, оперирующими только финансовыми мультипликаторами.

Во второй главе «Методический подход эмпирической верификации влияния факторов на успешность слияний и поглощений» на основе обзора зарубежного и отечественного опыта (включая анализ рынков США, Китая, Европы, Латинской Америки, Африки и Ближнего Востока) Чадиной Е.В. выявлены структурные особенности российского рынка M&A. Автором самостоятельно сформирована панельная выборка из 40 сделок публичных компаний за 2017–2024 годы, позволившая учесть разнообразие отраслей, типов интеграции и макроэкономических условий. На основе комбинации теоретического анализа и эмпирических наблюдений разработана система из 17 факторов результативности, где наряду с традиционными (синергия издержек, эффект масштаба) выделены новые драйверы – цифровая трансформация, санкционный режим, ESG-повестка, технологический суверенитет, что создает методологический фундамент для количественного тестирования.

В третьей главе «Повышение финансовой отдачи от сделок слияния и поглощения на основе инструментария оценки» разработан комплексный методический инструментарий. С использованием регрессионного анализа панельных данных (168 наблюдений) эконометрически доказана дифференцированная значимость компонентов ESG: установлено, что G-фактор (корпоративное управление) имеет наибольшую статистическую значимость и максимальный синергетический эффект при взаимодействии с переменной M&A. На этой основе предложен оригинальный алгоритм оценки стоимости сделок, включающий классификацию сделок по ESG-потенциалу, формализованный выбор стратегии интеграции (метод энтропии и TOPSIS), количественную оценку стоимости через авторский мультипликатор P/ESG, скорректированный на стратегическую премию, и углубленный анализ с учетом структуры капитала цели. Апробация алгоритма на реальных сделках 2024 года подтвердила его высокую точность (отклонение расчетной стоимости по методу P/ESG от фактической составило +0,06%). Завершает главу комплексная система мер по

совершенствованию механизмов M&A на основе ESG-трансформации, дифференцированная для публичных и непубличных компаний.

В заключении обобщены основные теоретические выводы и практические рекомендации по итогам исследования.

Достоверность и обоснованность результатов диссертационной работы Чадиной Е.В. подтверждается использованием репрезентативной базы данных, включающей официальную статистику Росстата и Банка России, корпоративную отчетность и биржевые котировки участников M&A-сделок, аналитические обзоры международных консалтинговых компаний (KPMG, PwC, Deloitte, EY, BCG, McKinsey), базы данных Bloomberg, Thomson Reuters, Dealogic и СПАРК, а также рейтинги устойчивого развития (RAEX-Europe, АКРА, Sustainalytics, MSCI). Методологический аппарат исследования включает как общенаучные методы (анализ, синтез, индукция, дедукция, систематизация), так и специализированные экономико-математические инструменты: корреляционный и регрессионный анализ, анализ панельных данных, факторный и кластерный анализ, методы многокритериальной оптимизации (метод энтропии, TOPSIS), а также экспертные подходы и методы принятия управленческих решений. Применение данных методов в комплексе обеспечивает высокую степень объективности и воспроизводимости полученных результатов.

Научная новизна диссертационного исследования

Наиболее значимыми положениями диссертационной работы являются следующие:

1. В результате систематизации и критического осмысления теоретических подходов к оценке финансовой результативности сделок M&A сформирован методологический принцип многокомпонентной оценки, интегрирующий стоимостные, финансовые и ESG-параметры (данные ESG-рейтингов, индекс корпоративного управления, экологическая и социальная результативность). Обосновано, что реализация данного принципа позволяет преодолеть ограничения традиционного мультипликативного анализа и перейти к комплексной диагностике

результативности сделок. Ключевое преимущество предложенного подхода заключается в сопоставимой количественной оценке операционных, финансовых и нефинансовых аспектов интеграции в рамках единой концептуальной системы, что существенно расширяет границы анализа результативности M&A (с. 51-56).

2. На основе обобщения зарубежного опыта и российской практики сделок M&A выявлена и систематизирована совокупность ключевых факторов результативности, объединяющая традиционные детерминанты успеха (синергия издержек, эффект масштаба), ориентированные на краткосрочные операционные эффекты, и факторы долгосрочного характера – ESG-повестку, санкционные ограничения, цифровую трансформацию и технологический суверенитет. Установлен сдвиг приоритетов от традиционных финансовых факторов к новым драйверам результативности, где ESG-повестка из факультативного критерия трансформируется в ключевой фактор долгосрочной устойчивости объединенной компании. Отличительной особенностью предложенного подхода выступает интеграция ESG-факторов с традиционными, что позволяет оценивать как краткосрочные операционные эффекты, так и долгосрочное влияние сделок на стоимость компании (с. 88-95).

3. Путем эмпирической верификации на панельных данных российских компаний разработан многофакторный регрессионный подход, количественно дифференцирующий вклад экологического (E), социального (S) и управленческого (G) компонентов ESG в формирование рыночной капитализации в контексте M&A-сделок. Эконометрически подтверждена гипотеза о приоритетном значении ESG-компетенций компании-покупателя, которые, будучи перенесенными на приобретаемый актив, генерируют дополнительную справедливую стоимость. Установлено ранжирование компонентов ESG по силе влияния на рыночную капитализацию: фактор корпоративного управления (G) демонстрирует наибольшую прямую статистическую значимость и максимальный синергетический эффект при взаимодействии с переменной M&A, обеспечивая совокупный прирост капитализации (с. 99-115).

4. По результатам системного анализа рыночных данных разработан алгоритм стоимостной оценки M&A-сделок, включающий классификацию сделок по потенциалу ESG-трансформации, формализованный выбор оптимальной стратегии интеграции на основе многокритериальной оптимизации (методы энтропии и TOPSIS), а также количественную оценку стоимости через синтез мультипликатора P/ESG с традиционной моделью EV/EBITDA, скорректированной на стратегическую премию. Специфика предложенного алгоритма состоит во введении группового мультипликатора P/ESG, определяющего справедливую стоимость для сделок с участием стратегических и государственных покупателей путём капитализации их ESG-рейтинга (с. 116-136).

5. На базе обобщения мировой и российской практики, дополненного результатами проведенного исследования, сформирована комплексная система мер по совершенствованию механизмов M&A-сделок на основе ESG-трансформации. Отличительной чертой предложенной системы является ее структурированность по уровням воздействия (внутрикорпоративные, рыночные, государственные) и дифференциация рекомендаций для публичных и непубличных компаний, что обеспечивает целостный подход к повышению результативности M&A на микро- и макроуровне и позволяет системно управлять всеми этапами сделки – от стратегического планирования до пост-интеграционного управления (с. 137-147).

Значимость полученных результатов для науки и практики

Теоретическая значимость исследования Чадиной Е.В. состоит в развитии концептуальных основ финансовой оценки M&A за счет интеграции ESG-факторов в методический инструментарий. Результаты работы дополняют синергетическую теорию и ресурсную теорию фирмы новыми положениями о роли ESG-компетенций как источника создания стоимости при корпоративных интеграциях. Выводы о приоритете G-фактора вносят вклад в развитие теории корпоративного управления применительно к российскому рынку капитала. Обоснованный методологический принцип многокомпонентной оценки расширяет теоретические представления о критериях эффективности сделок M&A, интегрируя в них

нефинансовые параметры устойчивого развития.

Практическая значимость исследования подтверждается возможностью применения его результатов:

- корпоративными финансовыми директорами и управляющими – для совершенствования методик оценки целевых компаний, обоснования инвестиционных решений в рамках M&A и разработки эффективных планов пост-интеграционного управления с учетом ESG-рисков и возможностей;

- инвестиционными аналитиками и консультантами – в процессе комплексной проверки и стоимостной оценки компаний для учета влияния ESG-факторов на долгосрочную финансовую эффективность сделок;

- менеджерами по стратегическому развитию – при формировании M&A-стратегии, выборе потенциальных целей для поглощения и оценке синергетических эффектов;

- государственными органами и регуляторами – для формирования мер поддержки ESG-трансформации корпоративного сектора и стимулирования сделок с высоким ESG-потенциалом;

- в образовательном процессе – при преподавании дисциплин «Корпоративные финансы», «Слияния и поглощения», «Оценка стоимости компании», «Устойчивое развитие бизнеса» в вузах экономического профиля.

Разработанный алгоритм, показавший высокую точность при апробации на реальных данных, может быть адаптирован для различных отраслей экономики и типов M&A-сделок. Сформированная система факторов результативности и предложенные практические рекомендации позволяют повысить точность прогнозирования финансовых результатов сделок M&A.

По теме исследования Чадиной Е.В. опубликовано 11 научных работ 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 России.

Достоинства и недостатки в содержании и оформлении диссертации

Признавая высокий научный уровень представленной Чадиной Е.В. работы и положительно оценивая исследование, считаем необходимым обозначить ряд положений, требующих дополнительной аргументации:

1. Автор убедительно доказывает, что ESG-компетенции покупателя являются драйвером создания стоимости при поглощении цели с более низким ESG-профилем («ESG-арбитраж»). Вместе с тем остается открытым вопрос: существуют ли различия в механизмах и скорости ESG-трансформации в зависимости от стадии жизненного цикла приобретаемой компании (стартап, зрелая компания, компания на стадии спада)? Можно предположить, что для разных стадий эффект от передачи ESG-компетенций покупателя будет неодинаковым. Учет данного фактора мог бы обогатить практические рекомендации работы и сделать их более дифференцированными.

2. В работе представлена отраслевая сегментация сделок M&A, однако регрессионный анализ влияния ESG-компонент на капитализацию проведен на агрегированной выборке без учета отраслевых различий. Учитывая, что экологическая составляющая (E) имеет существенно различную значимость для компаний ТЭК и, например, IT-сектора, не вполне ясно, насколько полученные оценки коэффициентов являются универсальными или же они скрывают существенную межотраслевую вариацию. Следовало бы более детально рассмотреть данный вопрос при интерпретации результатов регрессионного анализа (с. 96-115).

3. Разработанный алгоритм, включающий мультипликатор P/ESG и модель стратегической премии, апробированный на данных 2024 года, показал высокую точность (отклонение +0,06%). Однако в работе не представлена оценка чувствительности алгоритма к изменениям внешних условий (например, волатильности ключевой ставки, изменению методологий ESG-рейтингов, макроэкономическим шокам). Уточнение диапазонов устойчивости алгоритма и его поведение в стрессовых сценариях существенно повысило бы доверие к его практическому применению (с. 116-136).

4. Для выбора оптимальной стратегии интеграции автор использует метод TOPSIS в комбинации с методом энтропии для объективного взвешивания критериев. Данный подход является корректным, однако присвоение балльных оценок критериям (таблица 24, с. 124) может нести элемент субъективизма, основанный на экспертной оценке автора. Следовало бы дать пояснения о критериях выбора шкал и обосновать, почему выбраны именно эти критерии, а также рассмотреть возможность верификации полученного ранжирования другими методами многокритериального анализа (например, методом анализа иерархий Саати) для подтверждения устойчивости выводов (с. 124-126).

Высказанные замечания не снижают общей высокой оценки работы и не влияют на актуальность полученных соискателем результатов исследования. Они, скорее, отражают сложность и многогранность исследуемой проблемы и могут рассматриваться как направления для дальнейших научных изысканий.

Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным Положением о присуждении ученых степеней

Диссертационное исследование Чадиной Елены Викторовны «Развитие методического инструментария оценки финансовой результативности сделок слияния и поглощения» является актуальной, самостоятельно выполненной и завершенной научно-квалификационной работой, в которой содержится решение научной задачи, имеющей существенное значение для развития теории и практики корпоративных финансов в части оценки результативности сделок M&A с учетом ESG-факторов.

Поставленные в диссертации задачи решены автором в полном объеме, полученные результаты обладают научной новизной и практической значимостью. Содержание автореферата и опубликованных работ соответствует основным идеям и выводам диссертационного исследования.

Диссертация «Развитие методического инструментария оценки финансовой результативности сделок слияния и поглощения» вносит существенный вклад в развитие теоретических и методических основ корпоративных финансов и

оценочной деятельности. Содержание работы соответствует паспорту научной специальности 5.2.4. Финансы, п. 15 «Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент» и п. 16 «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав».

Диссертационное исследование Чадиной Елены Викторовны соответствует критериям, установленным пп. 9-14 Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 г. № 842 (в действующей редакции), а ее автор, Чадина Елена Викторовна, заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Отзыв подготовлен доктором экономических наук, доцентом, профессором кафедры финансов и кредита ФГАОУ ВО «Северо-Кавказский федеральный университет» Савцовой Анной Валерьевной.

Отзыв обсужден, одобрен и утвержден на заседании кафедры финансов и кредита федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Северо-Кавказский федеральный университет», протокол № 1 от 26 августа 2026 года.

Заведующий кафедрой финансов и кредита
ФГАОУ ВО «Северо-Кавказский
федеральный университет»,
доктор экономических наук,
профессор

_____ Куницына Наталья Николаевна

Handwritten signature

355017, Ставропольский край, г. Ставрополь, ул. Пушкина, 1
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего
образования «Северо-Кавказский федеральный университет»
телефон: +7 (8652) 95-68-08, 8 (8652) 33-03-37
e-mail: info@ncfu.ru, finkred@ncfu.ru
web-сайт: <http://ncfu.ru/>



ПОДПИСЬ УДОСТОВЕРЯЮ:
начальник отдела по
связям с сотрудниками УКА
ЮС ГОРБАЧЕВА