

**ОТЗЫВ официального оппонента
на диссертацию на соискание ученой степени
кандидата экономических наук Могилат Анастасии Николаевны
на тему: «Моделирование финансовой устойчивости компаний
реального сектора (на примере промышленности)»
по специальности 08.00.13 – «Математические и инструментальные
методы экономики»**

Рост числа банкротств компаний промышленного сектора в 2014-2018 гг. вызывает полемику в экспертном сообществе и академических кругах, а также обеспокоенность органов власти. В ходе дискуссии обсуждается, является ли тенденция увеличения числа обанкротившихся фирм свидетельством повышения результативности института банкротства, следствием зрелости развития и, в определенном смысле, благом для экономики, или же это тревожный сигнал о снижении финансовой стабильности, сокращении конкуренции. Наряду с указанными проблемами, наиболее узким местом в исследовании финансовой устойчивости компаний является выявление признаков неустойчивости, прогнозирование вероятности наступления несостоятельности и банкротства компаний, что позволяет предупредить банкротство либо снизить его последствия. Несмотря на то, что в данном предметном поле работают многие российские и зарубежные ученые, вопрос остается нерешенным: выявляемые признаки не являются бесспорными, сами методы имеют множество допущений и ограничений. В связи с этим, выбор А.Н. Могилат проблемы моделирования финансовой устойчивости и ее оценки в качестве темы диссертационного исследования, представляется обоснованным, актуальность темы не вызывает сомнений.

Целью исследования является разработка модельного аппарата для оценки финансовой устойчивости российских промышленных компаний. Для достижения поставленной цели соискателем решались следующие основные задачи:

1. Систематизировать известные содержательные и инструментальные подходы к анализу устойчивости компаний нефинансового сектора, определить наиболее перспективные направления для разработки на российских данных.

2. Оценить возможность применения стандартных подходов к эконометрической оценке факторов финансовой устойчивости компаний нефинансового сектора с учетом специфики российских данных.

3. Предложить метод оценки вероятности потери финансовой устойчивости российскими промышленными компаниями с учетом особенностей российских данных о банкротстве (редкость события, ненаблюдаемая «проблемность»). Предложить способ практической реализации разработанного метода.

4. Разработать методику оценки пороговых уровней показателей финансовой отчетности, дополняющую алгоритм отнесения компаний к числу проблемных и универсальную с точки зрения целеполагания исследования.

5. Сформулировать рекомендации в части адресной государственной поддержки отраслей промышленности России, основанные на результатах анализа проблемных компаний при помощи предложенных инструментов.

В целом соискатель справился с решением поставленных задач: систематизированы известные подходы к анализу устойчивости компаний, оценена возможность применения стандартных подходов к эконометрической оценке факторов финансовой устойчивости компаний и предложены авторские подходы. Безусловным достоинством работы является проведение исследования на данных российских компаний, которые не всегда легко интерпретировать ввиду недостаточной транспарентности.

Особого внимания в диссертации заслуживают предлагаемые автором новые методические подходы, в основе которых лежит модификация метода максимального правдоподобия (ММП) для оценивания моделей бинарного выбора, позволяющая учитывать редкость событий. Необходимость данной

модификации обуславливается тем фактом, что на долю компаний-банкротов приходится менее 1% выборки. Предложенная модификация обладает новизной, вносит вклад в инструментальные методы исследования и свидетельствует о высокой теоретической подготовке соискателя.

Разработанные автором методические подходы к исследованию финансовой устойчивости фирм позволяет с некоторой долей вероятности учесть тот факт, что среди компаний, прошедших процедуру банкротства, могут находиться финансово благополучные организации (т.н. фиктивные и преднамеренные банкротства), а среди компаний, не подвергшихся процедуре банкротства, существовать проблемные с точки зрения финансовой устойчивости компании. Достигается это за счет перегруппировки компаний, позволяющей учитывать «ненаблюдаемую проблемность». Данное положение предложенной методики также обладает элементами научной новизны.

В диссертации проводится сравнение полученных по авторской методике результатов с другими подходами к оценке финансового благополучия компаний, а также тестирование устойчивости результатов к размеру выборки. Проведенные сопоставления позволили получить новые теоретико-аналитические результаты и подтверждают высокий уровень квалификации Могилат А.Н.

Важным практическим результатом исследования является выявление сосредоточения проблемных компаний в отдельных отраслях российской промышленности. Помимо отраслевого разреза, рассматривается деление проблемных компаний по размеру организаций, что представляет особый интерес: подобная статистика у нас не ведется.

Ценность представляет собранная соискателем база данных по российским компаниям промышленного сектора, насчитывающая более 1 млн записей в период 2006-2016 гг.

О достоверности полученных в диссертации результатов свидетельствуют публикации соискателя в ведущих российских

экономических журналах, а также участие в международных конференциях, в том числе зарубежных.

Тем не менее в работе имеется ряд недостатков, на которых следует остановиться подробнее.

Автором принято допущение, что компания теряет финансовую устойчивость, когда ее показатели складываются так, что возникают серьезные риски ее банкротства/дефолта/ликвидации. Представляется, что здесь перевернута логика: наоборот, риски банкротства возникают при потере финансовой устойчивости. Во всех нормативных документах по анализу в процедурах банкротства заложен именно такой подход. Потеря финансовой устойчивости является признаком повышения вероятности наступления банкротства.

В разделе «степень научной разработанности проблемы» автор демонстрирует недостаточное знакомство с работами, посвященными «анализу комплексного финансового портрета российских компаний, а также вопросам устойчивости»: назван лишь узкий перечень научных школ.

В разделе «Положения, выносимые на защиту» автор предлагает понимать под «ложными банкротами» компании, проходящие по процедуре банкротства и при этом имеющие финансовый портрет благополучной компании. Остается неясным, что имеет ввиду автор, так как признаки банкрота в «финансовом портрете» компании прописаны в нормативных документах четко, компания с благополучным финансовым портретом банкротом признана быть не может.

Автор выделяет виды экономической деятельности, которые являются кандидатами на активную государственную поддержку и относит к ним отрасли с высокими операционными рисками и рисками накопления просроченной задолженности. С этим утверждением сложно согласиться: представляется, что в рыночной экономике заложены другие принципы государственной поддержки отраслей и отдельных компаний.

При построении индикатора проблемности автором предложено датировать события первой публикацией сообщения о начале процедур банкротства в СМИ. На мой взгляд, это очень сильное допущение: финансовая неустойчивость далеко не всегда приводит к банкротству. Следовало бы более четко обосновать свой подход.

Из предыдущего комментария вытекает и следующий. Для любой модели очень важен отбор показателей, обоснование их включения. Но выбор в диссертации показателей модели озадачивает. Например, использование коэффициента абсолютной ликвидности, на наш взгляд, некорректно, что многократно описано в литературе. В целом предлагаемый набор показателей не содержит новизны, такой состав многократно раскритикован в литературе. Это еще раз говорит о том, что автор, увлекшись моделированием финансовой устойчивости, уделил самому содержанию финансовой устойчивости меньше внимания, чем хотелось бы.

Автор подчеркивает положительную динамику качества института банкротства в России. Считаю утверждение спорным: стратегические задачи института банкротства – увеличение числа компаний, восстановивших деятельность, и увеличение погашения обязательств перед кредиторами остаются невыполненными. Приводимые автором обоснования своей точки зрения являются второстепенными, не влияющими на главные результаты функционирования института банкротства.

Тем не менее, несмотря на указанные недостатки, считаю, что диссертация Могилат А.Н. имеет теоретическую значимость, а также представляет практический интерес. Диссертация отвечает требованиям, установленным Московским государственным университетом имени М.В. Ломоносова к работам подобного рода. Содержание диссертации соответствует паспорту специальности 08.00.13 – «Математические и инструментальные методы экономики» по пунктам 1.1 и 1.4 (по экономическим наукам), а также критериям, определенным пп. 2.1-2.5 Положения о присуждении ученых степеней в Московском государственном

университете имени М.В. Ломоносова, а также оформлена, согласно приложениям № 5, 6 Положения о диссертационном совете Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

Соискатель Могилат Анастасия Николаевна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.13 – «Математические и инструментальные методы экономики».

Официальный оппонент:

доктор экономических наук,
профессор, заведующий кафедрой финансового менеджмента
факультета государственного управления
ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М.В.
Ломоносова»

БОБЫЛЕВА Алла Зиновьевна

19.09.2019.

Контактные данные:

тел.: +7 (495) 939 11 01, e-mail: Bobyleva@spa.msu.ru

Специальность, по которой официальным оппонентом защищена
диссертация:

08.00.05 – «Экономика и управление народным хозяйством», 08.00.10 –
«Финансы, денежное обращение и кредит»

Адрес места работы:

119992, г. Москва, Ломоносовский проспект, д.27, корпус 4
ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М.В.
Ломоносова», факультет государственного управления
Тел.: +7 (495) 939 11 01, e-mail: Bobyleva@spa.msu.ru

Подпись

Бобылева

удостоверяю

Зам. декана факультета

раскеевич *Зуб А. А.*