

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»

Актуальность темы исследования

Оценка финансовой устойчивости различных экономических агентов – широкая исследовательская программа, которая традиционно находится в фокусе внимания исследователей и экономистов-практиков. Под влиянием глобального кризиса 2007-2009 гг. акцент в её разработке, в том числе, в российских исследованиях, был смещён в сторону финансовых институтов. Однако в качестве механизма кризисной трансмиссии нельзя игнорировать и возможность «заражения», распространяемого компаниями реального сектора на финансовые институты, а вместе с ними – на экономику в целом. В этой связи особое значение приобретает корректная оценка финансовой устойчивости нефинансовых компаний для упреждения кризисных явлений, а также для рациональной организации мер экономической политики, направленных на поддержку уязвимых компаний и секторов. Насколько известно, масштабных эмпирических исследований финансовой устойчивости российских компаний реального сектора откровенно мало. На таком фоне диссертационное исследование А.Н. Могилат видится своевременным и актуальным.

Структура и содержание диссертации

Диссертационная работа А.Н. Могилат представляет собой целостное и глубокое исследование финансовой устойчивости компаний реального сектора. Она включает введение, основную часть из трех глав, заключение,

библиографию и приложения. Структура основной части выстроена четко и логично. В первой главе автор систематизирует и описывает ключевые подходы к моделированию финансовой устойчивости, а также выявляет существующие в современной системе знаний «белые пятна». Вторая глава посвящена анализу российских данных – базы, на которой автор будет строить свои оценки и формировать выводы работы. А.Н. Могилат уделяет внимание как тенденциям банкротства, так и подробному анализу показателей бухгалтерской отчетности, что позволяет выявить возможности и ограничения для разработки методов анализа финансовой устойчивости на российских данных. Наконец, в третьей главе предлагается авторский метод моделирования рисков финансовой устойчивости российских промышленных компаний, представляющий собой модификацию метода максимального правдоподобия. Автор тестирует метод на российских данных, тщательно анализирует робастность полученных результатов и на их основе формирует выводы и рекомендации для государственной политики. Помимо метода *комплексной* оценки финансовой устойчивости, автор предлагает оригинальную методику оценки пороговых уровней для *отдельных переменных*, отвечающих за нее.

Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, содержащихся в диссертации

Обоснованность положений, выводов и рекомендаций, содержащихся в диссертации А.Н. Могилат, обеспечивается тем, что автор критически осмысливает и творчески применяет передовые подходы к оценке финансовой устойчивости компаний реального сектора. По тексту работы видно, что диссертант уверенно владеет количественными методами, релевантными для решения поставленных в диссертации задач, начиная с дескриптивного статистического анализа огромного по размерности массива данных и завершая продвинутыми моделями бинарного выбора.

Основная методологическая новация диссертанта – эконометрический подход к оценке финансовой устойчивости на основе метода максимального правдоподобия (ММП) с перегруппировкой – отвечает пунктам 1.1 и 1.4

Паспорта специальности 08.00.13 – Математические и инструментальные методы экономики.

Помимо указанного метода, внимания заслуживают следующие результаты, полученные диссертантом и содержащие научную новизну:

- предложена оригинальная авторская классификация и периодизация подходов к оценке финансовой устойчивости компаний реального сектора (с. 14-16, 46-55), основанная на анализе широкого спектра как российских, так и зарубежных работ по теме диссертации;
- дан развёрнутый анализ финансового профиля российских компаний-банкротов (с. 75-92);
- автором выявлены и учтены при разработке и практической апробации ММП с перегруппировкой на российских данных такие важные сущностные особенности банкротств в отечественной экономике, как феномен «ненаблюдаемой проблемности», неоднозначность критериев отнесения компании к банкротам, лаги между моментом банкротства и фактической «проблемности» компаний (с. 95-100, 101-109);
- предложена оригинальная методика оценки критических уровней переменных, отвечающих за различные стороны деятельности компаний, имеющая высокую ценность на практике и востребованность в исследованиях на смежные с диссертацией темы (с. 100-101, 123-125);
- доказана устойчивость результатов, полученных на основе ММП с перегруппировкой, при варьировании состава выборки (с. 111-112), что подтверждает обоснованность выводов модели и диссертации в целом;
- при помощи авторского метода выявлены виды экономической деятельности в промышленности, характеризующиеся наиболее сложным положением в плане финансовой устойчивости (с. 113-125), что представляет не только методологический, но и практический интерес.

Теоретическая и практическая значимость работы

Полученные диссертантом результаты представляют практический интерес для российских денежных властей и Министерства экономического

развития в целях комплексного мониторинга финансовой устойчивости компаний реального сектора, планирования и осуществления мер селективной поддержки отдельных фирм и секторов. Положения диссертации могут быть востребованы коммерческими банками для комплексной оценки кредитоспособности промышленных компаний, в частности, для уточнения и/или верификации систем внутренних рейтингов корпоративных заёмщиков. Разработки автора исследования также могут быть использованы при чтении таких курсов, как «Эконометрика», «Финансовый менеджмент», «Корпоративные финансы», «Финансы предприятий».

Дискуссионные моменты и замечания

Вместе с тем, диссертация А.Н. Могилат не свободна от некоторых недостатков и содержит дискуссионные моменты, которые требуют дополнительных комментариев и прояснений.

- Диссертант не даёт своего определения финансовой устойчивости, отмечая, что в целях работы трактует его «максимально широко». Однако при дальнейшем чтении работы складывается впечатление, что автор отождествляет утрату финансовой устойчивости с реализацией кредитного риска и риска ликвидности. При этом прочие виды рисков, которые могут приводить к банкротству/дефолту/ликвидации, например, операционный, даже не упоминаются. Представляется, что диссертанту всё же следовало бы представить собственное определение финансовой устойчивости, не ограничиваясь отсылкой на то, что оно в полной мере согласуется с литературой.
- Нельзя признать исчерпывающим список работ российских авторов, занимающихся оценкой финансовой устойчивости предприятий. В частности, следовало бы принять во внимание исследования, которые опубликовали в 2017-2018 гг. в отечественных и зарубежных журналах А.М. Карминский и А.И. Рыбалка.
- При фильтрации исходного массива данных диссертант осознанно не учитывает связанность компаний по вопросу собственности. Для этого

введена предпосылка о том, что головная и зависимые компании одинаково реагируют на экзогенные экономические шоки. Между тем, это не обязательно так. Например, за счёт трансфертного ценообразования головная компания может улучшить свою отчётность в неблагоприятных условиях, а зависимая перейти в категорию проблемных или вовсе стать банкротом. При этом де-факто более шатким становится положение всей промышленной группы. Если перейти к консолидированной отчётности зависимых компаний не было возможности, то, по крайней мере, подобные ограничения при обработке исходных данных следовало бы обсудить более детально.

- Диссертант провёл исследование в русле эконометрического подхода к моделированию финансовой устойчивости, предложив ММП с перегруппировкой как усовершенствование традиционной модели бинарного выбора и показав превосходство этой методики в этом классе моделей. Однако работа могла бы выиграть в случае сравнения результатов оценки на основе ММП с перегруппировкой с алгоритмами машинного обучения. Автор упоминает о некоторых из них, констатируя, что «для анализа факторов проблемности компаний подобные модели *не вполне* применимы». Однако хотелось бы обратить внимание диссертанта на то, что, например, такой алгоритм, как CART (classification and regression trees) используется для оценки финансовой устойчивости различного типа заёмщиков, не только одновременно решая задачи дискриминации и классификации, но и возвращая пороговые значения факторных переменных (Addo et al., 2018, Khandani et al., 2010). В этой связи было бы интересно сравнить, есть ли значимые отличия в классификации компаний на базе ММП с перегруппировкой и CART. Также было бы небезынтересно проверить, насколько успешен ММП с перегруппировкой в сравнении с методами, которые комбинируют алгоритмы машинного обучения с моделями бинарного выбора (см., например, недавнее исследование Sigrist and Himschall (2019)).

- Идентифицировав виды деятельности в промышленности, находящиеся в наиболее уязвимом положении в плане финансовой устойчивости, диссертант не предлагает никаких конкретных мер адресной государственной поддержки, равно как и не высказывается против их оказания. Хотелось бы прояснить позицию автора насчёт их реальной необходимости и возможных форм в текущих экономических условиях.
- Кроме того, работу усилили бы отсылки к теоретическим концепциям, которые хотя частично помогают объяснить полученные в параграфе 3.3 эмпирические результаты. В частности, наличие большей доли проблемных фирм среди микропредприятий по сравнению со средними и крупными можно было бы связать с теорией финансового акселератора.

Общее заключение по диссертации

Вместе с тем, указанные замечания не носят принципиального характера и не умаляют значимости диссертационного исследования Могилат А.Н. 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 1.4 (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.

Основные результаты диссертационного исследования были доложены автором на научных конференциях, семинарах и круглых столах с участием российских и международных экспертов, а также доступны научной общественности в форме 10 печатных работ в авторитетных журналах, индексируемых, в том числе, в реферативных базах Scopus и WoS. Как публикации, так и текст автореферата в полной мере отражают содержание диссертационного исследования А.Н. Могилат.

Таким образом, 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, профессор РАН,
заведующий кафедрой прикладной экономики
Федерального государственного автономного
образовательного учреждения высшего образования
«Московский государственный институт международных
отношений (университет) Министерства иностранных дел
Российской Федерации»

СТОЛБОВ Михаил Иосифович

Контактные данные:

тел.: 7 (495) 229-40-53, e-mail: stolbov_mi@mail.ru

Специальность, по которой официальным оппонентом
защита диссертации:

08.00.01 – «Экономическая теория»

Адрес места работы:

119454, г. Москва, проспект Вернадского, д. 76,
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования «Московский государственный институт международных
отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской
Федерации»

Тел.: 7 (495) 229-40-53; e-mail: stolbov_mi@mail.ru