

## **ОТЗЫВ**

**официального оппонента на диссертационную работу Камиловой Нигины Мухамадавазовны на тему: «Механизмы управления рыночной стоимостью энергетических объектов», представленную на соискание ученой степени доктора философии (PhD) - доктора по специальности 6D050607 - «Экономика промышленности и энергетики»**

**1. Актуальность темы диссертационного исследования.** В настоящее время за рубежом существует практика оценки рыночной стоимости и общепринятые ее определения, закрепленные в международных стандартах оценки. Рыночная стоимость объектов экономики в ее классической трактовке формулируется в рамках системы строгих ограничений, которые не являются в полной мере справедливыми ни для одного из реальных рынков. В связи с этим данная величина может рассматриваться лишь как приблизительная оценка. Кроме того, отсутствует эффективный механизм управления рыночной стоимостью, который отвечает разнонаправленным интересам субъектов рынка. Исходя из этого, тема диссертационной работы Камиловой Н.М. приобретает особую значимость и своевременность, а ее актуальность не вызывает сомнений, а для отечественной науки и практики, это исследование по сути является пионерным в этом направлении.

**2. Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации,** обусловлена методологически и методически правильным использованием логического, аналитического, экономико-математических и других методов анализа. В диссертационной работе использованы методы системного, структурного, сравнительного, экономического и статистического анализа, общенаучные методы анализа и синтеза, а также подходы моделирования в области оценки рыночной стоимости энергетического предприятия. Эти методы позволили автору обеспечить достоверность и обоснованность итоговых результатов, выводов и предложений в рамках поставленной в диссертационной работе цели исследования.

**3. Достоверность и научная новизна диссертационного исследования** заключается в оценке рыночной стоимости энергетических объектов и разработке механизмов управления рыночной стоимостью энергетических предприятий. Наиболее существенные результаты, характеризующие научную новизну исследования заключаются в следующем:

- обоснование объективной необходимости управления рыночной стоимостью хозяйствующих субъектов и авторская трактовка понятия «управление рыночной стоимостью энергетического объекта»;
- количественная оценка рыночной стоимости конкретного энергетического объекта;
- методический аппарат и количественная оценка влияния тарифной политики и инфляции на рыночную стоимость энергетических объектов, их инвестиционную привлекательность.

Особое внимание, на наш взгляд, заслуживает разработанное инновационное решение в области малой энергетики, позволяющее управлять ее рыночной стоимостью, патент и авторское свидетельство на изобретение. В условиях глобального потепления климата во всем мире и сокращения уровня воды, которое приведет к снижению эффективности использования мощностей, необходимо найти пути устранения угроз энергетической и экономической безопасности страны. Предложенное в работе инженерно-экономическое решение направлено на снижение этого риска.

Особую ценность на наш взгляд представляет предложенная концепция управления рыночной стоимостью энергетического объекта в Республике Таджикистан, которая ориентирована на динамичное устойчивое развитие энергетических объектов посредством механизмов управления их стоимостью.

Основные положения, выносимые на защиту, опубликованы в открытой печати. Так, по теме диссертации было опубликовано 11 научных работ, в том числе 4 работ в изданиях, включенных в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, рекомендуемых ВАК при Президенте Республики Таджикистан, 2 работы имеют индекс научного

цитирования «Scopus». Результаты диссертационного исследования также нашли отражение в коллективной международной монографии, учебном пособии, которое используется в вузах СНГ при подготовке инженерно-экономических кадров для энергетической отрасли и получено авторское свидетельство на изобретение.

**4. Соответствие диссертации критериям, установленным Положением о порядке присуждения ученых степеней.** Структура диссертационной работы отличается строгой логичностью, она состоит из введения, трех глав, выводов и рекомендаций, списка использованной литературы, включающего 130 наименований и изложена на 165 страницах, содержит 31 таблицу и 23 рисунка.

**Во введении** обоснована актуальность исследования, определены объект и предмет исследования, цель и задачи работы, представлена научная новизна исследования, теоретическая и практическая значимость полученных результатов. Указаны теоретические основы, методы и информационная база диссертационного исследования.

**В первой главе «Теоретические и методологические основы оценки и управления рыночной стоимостью хозяйствующих субъектов»** приведены основные положения методологии и методики оценки рыночной стоимости хозяйствующих субъектов. Выполнен обзор законодательной базы в области оценочной деятельности в отечественной и международной практике.

Диссертантом, как результат, обоснована объективная необходимость управления рыночной стоимостью хозяйствующих субъектов и дана авторская трактовка понятия «управление рыночной стоимостью энергетического объекта» как, косвенное и (или) прямое влияние на нее с помощью адаптированных к конкретным реалиям механизмов и инструментов в целях достижения желаемой рыночной стоимости объекта оценки, обеспечения его динамичного развития с соблюдением баланса ресурсного потребления и производства энергии (оказания услуг), экологичности и эффективного использования интеллектуального капитала (с. 47).

По утверждению диссертанта, оценка рыночной стоимости начинается с изучения ретроспективных данных и настоящего состояния компании с помощью диагностического анализа. В управленческой практике стоимость предприятия в большинстве случаев связана с оценкой его рыночной стоимости. В соответствии с Международными стандартами оценки (ANEVAR, 2016) «Рыночная стоимость представляет собой оценочную сумму, за которую недвижимость должна быть обменена на дату оценки между покупателем и продавцом, принявшим решение, в честной сделке после надлежащего анализа рынка, когда каждая из сторон действовала осознанно». Исходя из этого автор обосновывает объективную необходимость оценки рыночной стоимости предприятия, которая иллюстрируется на рисунке 1.1. (с. 19).

Диссертант уместно отмечает, что современный бизнес, приносящий прибыль, не обязательно является эффективным бизнесом. Прибыль больше не является единственной целью, поскольку мы живем в то время, когда все больше внимания уделяется ограниченным природным ресурсам и экологичности брендов, а также растет осознание важности интеллектуального капитала в развитии бизнеса. В частности, в последние годы неоднократно появлялись мнения, ставящие под сомнение максимизацию прибыли как цель современного бизнеса. Тем не менее, она по-прежнему используется в качестве фундаментальной экономической меры. Исходя из этого, по определению автора, до настоящего времени поиск решений проблемы содержания целей и инструментов измерения сохраняет свою актуальность в экономической теории и практике по нескольким причинам, которые об этом диссертант подробно отмечает на страницах 39-42-ой диссертации.

**Вторая глава «Методика оценки рыночной стоимости энергетических объектов»** посвящена анализу приватизации государственного имущества после распада Советского Союза и перехода от плановой системы экономики к рыночной. Более того, диссертантом представлен полный анализ проведенной реструктуризации в системе энергетической отрасли в Республике Таджикистан и обоснована

необходимость создания фондового рынка, в целях управления рыночной стоимостью энергетических объектов.

Автор правильно отмечает, что несмотря на значительное количество приватизированных объектов и непрерывный рост их количества после 2015 года, подавляющая часть энергетических предприятий Таджикистана не поменяла форму своей собственности и является монопольной. В этой связи, по мнению диссертанта, в целом государственные предприятия фактически доминируют в промышленности Таджикистана. По данным Всемирного банка на май 2019 года в Республике Таджикистан более 70% производства от валового объема товаров и услуг предприятий реального сектора экономики приходится на производственные государственные компании, в частности, контрольная доля, принадлежащая государству в 2016 году, составляла 908 предприятий. Количество секторов экономики под государственным подчинением в разных странах приводится на рисунке 2.2. (с. 57). Далее автор отмечает, что судя из рис. 2.2., в Таджикистане в государственной собственности находятся предприятия 21 сектора экономики, что составляет большую долю в рейтинге Экономического развития и сотрудничества. В общей сложности в Таджикистане существует 28 секторов экономики и, как правило, государство привлекает участие в тех видах бизнеса, для которых характерна экономическая жизнеспособность (с. 58-60).

Диссертант правильно констатирует, что в зарубежной практике широко применяются разные методы и подходы к оценке рыночной стоимости энергетического бизнеса (предприятий). За длительный период развития рынка применяемые в различных странах методы идентичны несмотря на национальные экономические особенности различных стран. Это связано с тем, что международные торговые отношения год за годом развиваются и имеют тесную связь между собой. Рынок требует наличия сопоставимой и реальной рыночной стоимости предприятия. По личному убеждению автора для Республики Таджикистан требуется применить выборочный подход заимствования западных методов, наиболее близких к социально-экономическим условиям страны. Поэтому она, рассматривает эволюцию

методов оценки рыночной стоимости, применяемых за рубежом (с.72-78) с целью применения передового их опыта в условиях нашей республики.

В третьей главе «**Модели оценки и механизмы управления рыночной стоимостью энергетических объектов**» произведен расчёт и синтез адекватной модели оценки рыночной стоимости конкретного энергетического объекта на примере энергетического предприятия «Сангтудинская ГЭС-1». По мнению автора, данная модель оценки может быть использована для расчета рыночной стоимости других энергетических предприятий.

По мнению диссертанта, важнейшим фактором, влияющим на рыночную стоимость энергетической компании Таджикистана является финансовая устойчивость. С этой целью, диссертант уместно отмечает, что финансовая устойчивость является не только одним из факторов, регулирующих рыночную стоимость энергетической компании, но комплексным показателем, необходимым при выполнении аналитических расчетов по определению ее рыночной стоимости. Система показателей финансовой устойчивости позволяет количественно измерить устойчивость как по каждому элементу активов энергокомпании, так и по ее имуществу в целом (с.103-105). Поэтому диссертант проводит исследование влияния показателей финансовой устойчивости на рыночную стоимость для энергетической компании «Барки Точик» и отдельного структурного элемента -ОАО «Сангтудинская ГЭС-1» на рыночную стоимость, что заслуживает особого внимания.

Диссертант, в качестве инструмента исследования использовала методы экономико-математического моделирования и в виде нескольких таблиц автором осуществлена оценка значимости каждого выбранного финансового показателя и степени его влияния на рыночную стоимость энергетической компании (табл. №3.9; 3.10; 3.11 и 3.12), которые приводятся на страницах 107-110 диссертации.

Диссертант правильно отмечает, что другим механизмом управления рыночной стоимостью предприятия является инфляция и ее влияние на тарифную политику, что в свою очередь отражается на стоимости предприятия. По утверждению диссертанта, тарифная политика в

электроэнергетике играет важную роль в обеспечении приемлемых условий социально-экономического развития. Для этого используется система регулирования, которая заключается в том, что государство в определенных условиях принимает меры, направленные на формирование тарифов, обеспечивающих равновесие величины совокупного спроса и совокупного предложения на рынке электроэнергии. В конце диссертант в том числе отмечает, что кроме того тарифная политика в энергетике Таджикистана должна обеспечить повышение роли отечественной электроэнергетики в формировании государственного бюджета и вклада в обслуживание аккумулированного в ней внешнего долга, которые отмечается на страницах 128-130 диссертации.

**В выводах и рекомендациях** обобщены основные результаты диссертационного исследования.

В целом, можно заключить, что цель диссертационной работы, сформулированная как оценка рыночной стоимости энергетического предприятия и разработка организационно-экономических механизмов управления ее, автором достигнута.

Наряду с положительными сторонами работы, также в диссертации имеются отдельные недостатки, среди которых можно выделить следующие:

1. В параграфе 1.1. первой главы диссертант приводит источники информации и литературу, посвященную теории и методологии оценки рыночной стоимости хозяйствующих субъектов, однако в данном параграфе не приводятся работы и труды отечественных ученых посвященные данной проблеме, как-будто в этом направлении никто из отечественных (таджикских) ученых не проводил исследования.

2. Диссертация улучшилась бы, если диссертант прежде чем, отметить о других механизмах и факторах, способствующих управлению рыночной стоимостью энергетических объектов, привел и обосновал бы, что из себя представляет понятие «механизмы управления рыночной стоимости энергетических объектов», в чем сущность данного механизма, из каких

инструментов состоят данные механизмы, что, к сожалению, пока в данной диссертации отсутствует.

3. Автор диссертации в нескольких местах приводит зарубежный опыт по данному вопросу (параграф 1.1. (с.28-29, с.33; параграф 2.3. (с.73-75, с.87) и другие. Однако, к сожалению, автор не смог показать, опыт каких стран мира наиболее приемлем в условиях нашей республики и его отдельных регионов, в частности.

4. Для расчета стоимости ОАО «Сангтудинская ГЭС-1» методом чистых активов, непонятно, каким образом был рассчитан коэффициент износа основных средств предприятия и на какую дату проводилась оценка финансовых показателей и произведен расчет?

5. Автор в своей работе отмечает отсутствие в стране фондового рынка и то, что акции отечественных энергетических предприятий не котируются, тогда возникает вопрос правомочности оценки рыночной стоимости предприятия ОАО «Сангтудинская ГЭС-1».

6. Работа выиграла бы, если диссертант наряду с теми таблицами, посвященными механизмам управления рыночной стоимостью энергетических объектов, также привела и рассчитала в табличной форме прогнозные значения оценочной рыночной стоимости строительства гидроэнергетических объектов, хотя бы за период 5-10 лет, которые в дальнейшем, также могут играть немаловажную роль на перспективу развития оценочной деятельности и управления рыночной стоимостью энергетических объектов.

### **Заключение**

Отмеченные замечания ни в коей мере не снижают научной и практической значимости выполненного Камиловой Н.М. диссертационного исследования. Результаты диссертационной работы отражены в периодических изданиях, рекомендованных ВАК при президенте Республики Таджикистан. Автореферат диссертации соответствует ее содержанию. Содержание диссертации соответствует паспорту специальности 6D050607 - «Экономика промышленности и энергетики». Диссертационная работа



Таджикистан от 26 ноября 2016 г. № 505, а ее автор, Камилова Нигина Мухамадавазовна, заслуживает присуждения ей ученой степени доктора философии (PhD) - доктора по специальности 6D050607 - «Экономика промышленности и энергетики».

**Официальный оппонент:**

Доктор экономических наук, профессор,  
декан факультета экономики и управления  
Таджикского национального университета

Исайнов Х.Р.

Подпись профессора Исайнова Х.Р. подтверждаю

Начальник управления кадров и спец. работ



Тавкиев Э.Ш.

19.12.22

В диссертационный совет 6D.КOA-015 при  
Таджикском техническом университете  
имени академика М.С. Осими. 734042,  
г. Душанбе, проспект акад. Раджабовых 10

### ОТЗЫВ

Официального оппонента на диссертационную работу  
Камиловой Нигины Мухамадавазовны на тему: «Механизмы  
управления рыночной стоимостью энергетических  
объектов», представленную на соискание ученой степени  
доктора философии (PhD)- доктора по специальности 6D050607  
– Экономика промышленности и энергетики

**Актуальность темы.** Ныне на фоне изменяющейся экономики мира из однополярного на многополярный создаются новые условия и порядки в торгово-экономических и финансовых отношениях, разделении труда. В этих условиях устойчивое функционирование и развитие предприятий обуславливает объективную необходимость разработки и реализации научно-обоснованного комплекса первоочередных мер, важнейшими из которых являются адекватная оценка рыночной стоимости предприятия и разработка научно-обоснованных механизмов управления рыночной стоимостью предприятия, предусматривающих регулирование на каждом этапе развития бизнеса с учетом динамичного роста ценных бумаг на фондовом рынке продаж, поддержания их в состоянии стабильности, и, в случае необходимости, осуществления соответствующих финансовых подпиток. Поэтому проблема управления рыночной стоимостью хозяйствующих объектов на основе ее оценки, незавершенность научных исследований в этой области и недостаточно развитая система подготовки соответствующих

кадров в Таджикистане, как впрочем, и в других странах постсоветского пространства, требует особого внимания.

Оценка рыночной стоимости энергетических предприятий имеет особую значимость для привлечения интереса иностранных и отечественных инвесторов, позволяет оценить реальную стоимость энергетических предприятий страны, обеспечить гарантированную прибыль. Процесс реструктуризации отечественной энергетической отрасли также предполагает наличие адекватных оценок рыночной стоимости энергетических предприятий. Особо следует выделить малую гидроэнергетику и другие возобновляемые источники энергии, которые могут быть объектами приватизации или частной собственности в зонах децентрализованного энергоснабжения. В связи с этим, тема диссертационной работы Камиловой Н.М. приобретает особую значимость и своевременность, а ее актуальность не вызывает сомнений.

#### **Степень обоснованности теоретических положений, выводов и рекомендаций.**

Диссертационная работа посвящена исследованию теоретико-методологических основ и разработки организационно-экономических механизмов управления рыночной стоимостью энергетических объектов. Автором обширно исследованы теоретические и методологические основы оценки рыночной стоимости хозяйствующих субъектов, а также механизмы управления ими.

Достоверность и научная новизна диссертационного исследования соответствует разделам Паспорта номенклатуры специальностей ВАК при Президенте Республики Таджикистан по специальности 6D050607 – Экономика промышленности и энергетики.

**Достоверность и научная новизна диссертации** заключается в разработке организационно-экономических механизмов управления рыночной стоимостью энергетических объектов в процессе энергетического развития страны с учетом особенностей ее ресурсной базы.

Автором изучены и развиты теоретические основы оценки и управления рыночной стоимостью энергетических объектов и дан его понятийный аппарат; предложена модель оценки рыночной стоимости энергетического предприятия Республики Таджикистан; применены экономико-математические модели оценки влияния различных факторов на рыночную стоимость энергетических объектов; предложено инновационное конструкторское решение, как фактор управления рыночной стоимостью малых электростанций; предложена концепция управления рыночной стоимостью энергетических объектов.

**Содержание работы.** Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, выводов и рекомендаций, списка использованной литературы, включающего 130 наименований. Работа изложена на 165 страницах, содержащего 31 таблицу и 23 рисунка.

В введении обоснована актуальность темы исследования, выявлена степень изученности рассматриваемой проблемы, сформулированы цели и задачи исследования, определены научная новизна и практическая ценность работы, указаны объекты и методы исследования.

В первой главе **«Теоретические и методологические основы оценки и управления рыночной стоимостью хозяйствующих субъектов»** исследованы научные основы теоретических и методических вопросов оценки и управления рыночной стоимостью хозяйствующих субъектов, а также методологии и методики развития и ее систематизации. Раскрываются основы оценки, нормативно- правовое регулирование оценочной деятельности, рыночная стоимость хозяйствующих субъектов и цели управления рыночной стоимостью энергетических предприятий.

Во второй главе **«Методика оценки рыночной стоимости энергетических объектов»** уделяется внимание отечественному опыту приватизации объектов реального сектора экономики, произведен сравнительный анализ методов оценки рыночной стоимости энергетических

объектов, представлены факторы, влияющие на рыночную стоимость энергетических объектов.

В третьей главе «**Модели оценки и механизмы управления рыночной стоимостью энергетических объектов Республики Таджикистан**» произведен расчет рыночной стоимости энергетического объекта Республики Таджикистан, уделено внимание моделированию влияния финансовой устойчивости на рыночную стоимость энергетических объектов и раскрытию механизма государственного управления рыночной стоимостью энергетических объектов. Предложена концепция управления рыночной стоимостью энергетических объектов Республики Таджикистан на примере «дорожной карты».

В заключении сформулированы выводы и рекомендации по практическому использованию результатов диссертационного исследования ориентированные на устойчивое энергетическое развитие страны.

**К достоинствам рецензируемой диссертации можно отнести следующее:**

**В первой главе** на основании анализа работы по определению научных основ теоретических и методологических, обоснована объективная необходимость в оценке рыночной стоимостью энергетических объектов и управления ими в условиях рыночной модели экономики. Проанализированы мнения ученых о понятии «управление рыночной стоимостью предприятия» и предложено авторское определение как - косвенное и (или) прямое влияние на нее с помощью адаптированных к конкретным реалиям механизмов и инструментов в целях достижения желаемой рыночной стоимости объекта оценки, обеспечения его динамичного развития с соблюдением баланса ресурсного потребления и производства энергии (оказания услуг), экологичности и эффективного использования интеллектуального капитала (стр. 47). Данное понятие более подробно описывает изменяющую ситуацию в мире, где целью предприятия может быть не только прибыль, но и экологичное движение и широкое использование интеллектуального

капитала, которое позволит достичь стабильного и динамичного роста предприятия на долгосрочной основе. Также особый интерес заслуживает рисунок 1.5. (стр.37), где представлены механизмы управления рыночной стоимостью, которая раскрывает суть управления с помощью механизмов управления, которыми являются: организационно-экономические, организационно-технические, организационно-административные, организационно-структурные и комплексные. В диссертационной работе охватываются все из них.

**Во второй главе**, интерес вызывают представленные факторы и условия управления рыночной стоимостью энергетических объектов (стр. 81). К ним отнесены: конкурентоспособность, открытость, страновые факторы, региональные (глобальные) и природно-климатические.

Также в данной главе, заслуживают внимание предложенное инновационное решение, позволяющее управлять рыночной стоимостью малых электростанций, как один из механизмов управления стоимостью (стр. 87, приложение 1). В условиях ограниченных ресурсов и безграничных потребностей новые инновационные разработки являются необходимым решением обеспечения электроэнергией населения горной местности, обеспечения производственных цехов перерабатывающего комплекса в аграрном секторе. Это позволит поднять в целом рост производства, сократить потери собранного сырья и привлекательности инвестиций за счет роста рыночной стоимости малых ГЭС, работающих на возобновляемых источниках энергии.

**В третьей главе** диссертации оценена рыночная стоимость ОАО «Сангтудинская ГЭС-1» тремя рыночными подходами. Все расчеты представлены в табличной форме и наглядно демонстрируют финансовое состояние предприятия. Данная модель расчета может быть использованы как шаблон для расчета рыночной стоимости аналогичных энергетических предприятий (стр.94-102; таблицы 3.1.-3.8.).

К другому важному результату в третьей главе, автором занимает экономико-математическая модель влияния финансовой устойчивости на рыночную стоимость отечественных энергетических предприятий (стр.105-119). Также проанализировано влияние тарифной политики на рыночную стоимость предприятий и даны рекомендации по управлению рыночной стоимостью энергетических предприятий в виде «дорожной карты» (стр. 136).

#### **Отдельные замечания и недостатки диссертационной работы:**

Наряду с положительными сторонами в диссертационной работе имеются некоторые замечания, к которым можно отнести следующее:

1. К сожалению в диссертации имеют место ошибки редакционного и стилистического характера.
2. В предложенной концепции по управлению рыночной стоимостью энергетических объектов Республики Таджикистан, не до конца раскрыто, какие меры нужно предпринять, чтобы создать фондовый рынок в стране?
3. В диссертационной работе не приведены научные труды отечественных ученых, занимающихся вопросами оценки рыночной стоимости энергетических предприятий.
4. Чем обосновывается ставка дисконтирования при оценке рыночной стоимости энергетического предприятия методом дисконтирования денежных потоков?
5. Как определено денежное выражение износа основных фондов предприятия при оценке энергетического предприятия методом чистых активов?

Вышеуказанные замечания имеют рекомендательный характер и не влияют на общую положительную оценку результатов проведенных исследований Камиловой Н.М.

Теоретическая значимость диссертации сочетается с реальными возможностями практического применения отдельных положений и выводов.

Автореферат и опубликованные работы адекватно отражают содержание диссертации.

Основные положения диссертационного исследования опубликованы в 11 научных работах, 4 из них в научных журналах и изданиях, включенных в перечень ведущих рецензируемых журналов и изданий, рекомендуемых ВАК при Президенте Республики Таджикистан, 2 статьи- «Scopus». Результаты исследований также нашли отражение в учебном пособии и коллективной международной монографии. Имеется авторское свидетельство на изобретение.

Все выше изложенное позволяет сделать вывод о том, что диссертационная работа Камиловой Нигины Мухамадавазовны на тему «Механизмы управления рыночной стоимостью энергетических объектов» представляет собой законченную научно- исследовательскую работу на актуальную тему, соответствует требованиям Высшей аттестационной комиссии при Президенте Республики Таджикистан, а ее автор заслуживает присуждения искомой ученой степени доктора философии (PhD)- доктора по специальности 6D050607 – Экономика промышленности и энергетики.

Официальный оппонент, кандидат экономических наук, и.о. доцент, заведующая кафедрой прикладной информатики в экономике ТГФЭУ, 734067, улица Нахимова 64/1, г. Душанбе, Республика Таджикистан, (+992) 935081489, muhayo010200@mail.ru



Аламшоева М.М.

*Подпись к.э.н., и.о. доцента Аламшоеву М.М. заверяю:*

Начальник отдела кадров  
и специальных работ ТГФЭУ



Шарипов У.А.