

В диссертационный совет 24.2.399.03
по экономическим наукам
на базе ФГБОУ ВО «Северо-Осетинского
государственного университета
имени Коста Левановича Хетагурова»
362025, г. Владикавказ, ул. Ватутина, 44-46

ОТЗЫВ

официального оппонента доктора экономических наук, профессора, и.о. заведующего кафедрой экономического анализа, статистики и финансов федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Кубанский государственный университет» Дробышевской Ларисы Николаевны на диссертационную работу Кумаритовой Залины Анатольевны на тему: «Финансовое стратегирование как фактор устойчивого развития российских корпораций», представленную на соискание учёной степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 – Финансы

Актуальность темы диссертационного исследования

Актуальность темы диссертационного исследования Кумаритовой З.А. «Финансовое стратегирование как фактор устойчивого развития российских корпораций» обусловлена наложением двух взаимосвязанных процессов: углубляющейся трансформации мировой и национальной финансовой архитектуры и ускоренного внедрения повестки устойчивого развития в корпоративную практику. В условиях санкционных ограничений, фрагментации глобальных рынков капитала, удорожания финансовых ресурсов и ужесточения требований к экологической, социальной и управленческой ответственности именно корпорации становятся ключевыми носителями долгосрочных рисков и одновременно каналами их перераспределения. Для них переход к модели устойчивого развития перестаёт быть вопросом репутации и превращается в условие сохранения

доступа к капиталу, поддержания конкурентоспособности и снижения институциональной уязвимости.

При этом теоретический и прикладной инструментарий корпоративных финансов в значительной степени продолжает опираться на классическую стоимостную парадигму, исходящую из относительной стабильности внешней среды и «нейтральности» ESG-факторов. Напротив, исследования в области устойчивого развития и «зелёных» финансов фокусируются преимущественно на нефинансовых измерениях, оставляя слабо проработанными вопросы встраивания ESG-ограничений и стейкхолдерских требований в систему финансовых целей, критериев и решений корпорации. В результате формируется ситуация, когда на уровне регулятивных и декларативных документов устойчивое развитие признаётся приоритетом, тогда как на уровне финансовой стратегии оно нередко остаётся внешним по отношению к ядру корпоративных финансов.

На этом фоне исследование, обращенное к финансовому стратегированию как к многоуровневому процессу, который увязывает долгосрочные цели устойчивого развития, интересы ключевых стейкхолдеров, структуру капитала, финансовую устойчивость и фундаментальную стоимость корпорации, представляется концептуально востребованным. Существенно, что исследование исходит из специфики российских корпораций, в том числе функционирующих в форме ООО, для которых характерны ограниченный доступ к публичным рынкам капитала, высокая роль банковского кредитования и государства, а также разноуровневая ESG-прозрачность. В этих условиях особую значимость приобретает разработка теоретически выверенных и практически реализуемых механизмов финансового стратегирования устойчивого развития, позволяющих интегрировать ESG-повестку в систему финансовых решений без подрыва стоимостных ориентиров и финансовой устойчивости. Фокус диссертации на таком типе механизмов применительно к российскому корпоративному

сектору предопределяет высокую научную и практическую актуальность выбранной темы.

Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертационном исследовании

Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и практических рекомендаций диссертации Кумаритовой З.А. в целом следует признать высокой. Она обеспечивается, прежде всего, опорой исследования на широкую и внутренне согласованную теоретико-методологическую базу, включающую современные разработки в области финансового менеджмента, корпоративных финансов, теории устойчивого развития, ESG-финансирования и стейкхолдерского подхода (стр. 3-8). Автор не ограничивается пересказом известных концепций, а использует их для постановки собственных исследовательских вопросов и формулировки гипотез, что придаёт работе концептуальную целостность.

Обоснованность исходных теоретических положений обеспечивается корректным использованием комплекса методологических подходов – системного, стоимостного, стратегического, институционального и стейкхолдерского (стр. 6-8). Это позволяет рассматривать финансовое стратегирование не как набор частных решений, а как многоуровневый процесс, интегрирующий цели устойчивого развития, структуру капитала, финансовую устойчивость и интересы ключевых стейкхолдеров (стр. 35-65). Логика перехода от анализа категориального аппарата к выделению авторских акцентов (финансовое стратегирование устойчивого развития, фундаментальная стоимость корпорации в ESG-парадигме и др.) прослеживается последовательно и без содержательных разрывов.

Высокая степень достоверности результатов связана с адекватным выбором и сочетанием методов исследования. В диссертации используются приёмы финансового и экономико-статистического анализа, элементы эконометрического и имитационного моделирования, инструментарий оценки

стоимости бизнеса (EP, FCFE, WACC и др.), методы сопоставительного и факторного анализа (стр. 89-113; стр. 141-150; стр. 171-175). Применение этих методов соотнесено с поставленными задачами; автор явно задаёт исходные допущения и демонстрирует переход от исходных данных к интегральным показателям, что делает вычисления воспроизводимыми и открытыми для внешней проверки.

Важным фактором, повышающим достоверность выводов, выступает репрезентативная информационно-эмпирическая база исследования. Используются нормативно-правовые акты, статистические и аналитические материалы государственных органов и профильных институтов, официальная финансовая и нефинансовая отчётность российских корпораций, относящихся к системообразующим участникам отрасли и вовлечённых в ESG-повестку. Это позволяет автору не только иллюстрировать теоретические положения частными примерами, но и выявлять устойчивые взаимосвязи между финансовой устойчивостью, структурой капитала, уровнем ESG-прозрачности и фундаментальной стоимостью корпораций (стр. 89-118; стр. 141-150) .

Внутренняя согласованность и непротиворечивость полученных результатов подтверждают их обоснованность: положения, заявленные к защите, логически вытекают из теоретического анализа и эмпирических расчётов, взаимно подкрепляют друг друга и не вступают в конфликт с устоявшимися закономерностями функционирования корпоративных финансов, а напротив – уточняют и развивают их применительно к российской институциональной среде (стр. 66-89; стр. 160-175).

Во введении диссертации обоснована актуальность темы, показана связь исследования с ключевыми направлениями развития финансовой науки и практики, сформулированы цель и задачи, определены объект и предмет исследования, его гипотеза, указаны теоретико-методологическая основа, информационная база, методы исследования. Здесь же раскрыта научная новизна, теоретическая и практическая значимость работы, приведены сведения об апробации результатов и публикационной активности. Структура

введения логична; положения, заявленные к защите, вытекают из обозначенной проблематики и соотносятся с задачами исследования.

В первой главе на основе критического анализа отечественных и зарубежных подходов раскрыты сущность и содержание корпоративных финансов как основы устойчивого развития корпораций, дано авторское видение финансовых ресурсов, финансовых потоков и финансовой устойчивости, а также рассмотрены теоретические основания финансового стратегирования. Обоснованность выводов обеспечивается системным характером теоретического обзора, корректным использованием категориального аппарата, логичным переходом от рассмотрения общего круга вопросов корпоративных финансов к постановке проблемы финансового стратегирования устойчивого развития (стр. 35-63). Показано, каким образом выбранные теоретические конструкции далее используются при построении авторского инструментария (стр. 50-65).

Во второй главе развивается стейкхолдерская трактовка финансового стратегирования: предложена классификация стейкхолдеров корпорации, выявлены ключевые факторы рискогенности финансовых стратегий устойчивого развития, проанализированы риски, связанные с выбором структуры капитала, уровнем ESG-прозрачности и формой организации бизнеса; рассмотрено IPO как инструмент финансирования ESG-ориентированных стратегий и повышения прозрачности корпоративного управления. Достоверность полученных здесь выводов обеспечивается опорой на нормативные и аналитические материалы, данные корпоративной отчётности, корректным применением методов финансового и сравнительного анализа, а также согласованностью интерпретаций с современными представлениями о стейкхолдерской модели корпорации (стр. 66-89; стр. 89-118; стр. 118-124).

В третьей главе представлена разработанная автором методика интегрированной оценки финансовой стратегии устойчивого развития корпораций на основе сочетания показателей экономической прибыли,

свободных денежных потоков собственников и средневзвешенной стоимости капитала с учётом влияния ESG-факторов, а также построена модель финансовой стратегии устойчивого экономического развития российских корпораций (в том числе функционирующих в форме ООО) (стр. 160-175). Обоснованность предложенных подходов подтверждается их логическим выводом из теоретических положений предыдущих глав, прозрачностью используемых расчётных процедур, возможностью их воспроизведения и практической проверкой на материалах конкретных компаний (стр. 147-175). Приведённые расчёты демонстрируют, что предложенные автором критерии и показатели ведут к непротиворечивым и экономически интерпретируемым результатам.

В заключении диссертации обобщены результаты проведённого исследования, сформулированы основные выводы и предложения, которые соответствуют поставленной цели и задачам работы. Выводы не носят декларативного характера, логически связаны с содержанием глав, отражают как теоретический вклад автора, так и прикладные аспекты разработки финансовых стратегий устойчивого развития российских корпораций (стр. 186-190).

Вышеизложенное свидетельствует о глубокой проработанности избранной автором темы диссертации. Сформулированные Кумаритовой З.А. положения, выводы и предложения являются достоверными и обоснованными.

Новизна научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертационном исследовании

Научная новизна результатов диссертационного исследования Кумаритовой З.А. заключается в развитии теоретических представлений и методического инструментария корпоративных финансов применительно к задачам финансового стратегирования устойчивого развития российских корпораций в стейкхолдерской и ESG-ориентированной парадигме.

К числу наиболее существенных научных результатов, обладающих признаком новизны, относятся:

1. Уточнено содержание категории «финансовое стратегирование устойчивого развития российской корпорации» как многоуровневого процесса формирования и реализации финансовой стратегии, нацеленной на сбалансированный прирост фундаментальной стоимости в условиях экономической нестабильности и внешних ESG-ограничений. В отличие от существующих трактовок финансовой стратегии как совокупности долгосрочных решений, автор акцентирует её стратегирующий характер и внутреннее встраивание целей устойчивого развития в систему финансовых целей и процедур (стр. 35-65).

2. Развита стейкхолдерская парадигма реализации финансовых стратегий устойчивого развития корпораций: приращение фундаментальной стоимости предложено рассматривать в качестве согласованного критерия эффективности, позволяющего институционально увязать интересы собственников, государства и иных ключевых стейкхолдеров с параметрами структуры капитала, финансовой устойчивости и ESG-транспарентности. Тем самым уточняется место финансовой стратегии в системе корпоративного управления в условиях возрастания роли нефинансовых факторов (стр. 66-71; стр. 118-124).

3. Теоретически обоснована и структурирована совокупность факторов рискогенности финансовых стратегий устойчивого развития российских корпораций, к числу которых отнесены финансовая устойчивость, характер и динамика структуры капитала, уровень ESG-прозрачности, а также организационно-правовая форма ведения бизнеса (стр. 89-118; стр. 166-167). Показано, что указанные характеристики могут использоваться как интегральные индикаторы риска финансовой стратегии устойчивого развития и как база для дифференциации подходов к выбору источников финансирования.

4. Разработана методика интегрированной оценки финансовой стратегии устойчивого развития корпораций, в которой в качестве ключевого критерия выступает приращение фундаментальной стоимости при учёте влияния ESG-факторов. Новизна методики состоит в комбинированном использовании моделей экономической прибыли и дисконтированных свободных денежных потоков собственников (EP и FCFE) в единой логике, что позволяет увязать стоимостные показатели и денежные потоки с характеристиками финансовой устойчивости и качеством реализации ESG-повестки (стр. 141-150; стр. 147-148; стр. 171-175).

5. Сконструирована авторская модель финансовой стратегии устойчивого экономического развития российских корпораций (в том числе функционирующих в форме обществ с ограниченной ответственностью), основанная на взаимосвязанной динамике WACC, EP и FCFE, а также на системе ограничений к соотношению и темпам роста собственного и заемного капитала (стр. 160-175). Предложен последовательный алгоритм её формирования и реализации, позволяющий формализовать выбор финансовых решений с учётом целей устойчивого развития и уровней рискогенности (стр. 167-167; стр. 171-175).

В совокупности указанные результаты позволяют говорить о заметном вкладе диссертации в развитие теории и методологии корпоративных финансов и финансового стратегирования устойчивого развития российских корпораций и отвечают требованиям, предъявляемым к уровню научной новизны кандидатских диссертаций по специальности 5.2.4 «Финансы».

Значимость для науки и практики полученных автором результатов исследования

Полученные в диссертационном исследовании Кумаритовой З.А. результаты обладают как теоретической, так и практической значимостью.

Теоретическая значимость работы заключается в развитии отечественной школы корпоративных финансов за счёт углубления понятийного аппарата и уточнения методологических оснований анализа

финансовых стратегий устойчивого развития российских корпораций. В диссертации последовательно формализуется категория «финансовое стратегирование устойчивого развития корпорации» в стейкхолдерской и ESG-ориентированной парадигме, конкретизируется содержание финансовых ресурсов, финансовых потоков, финансовой устойчивости, фундаментальной стоимости применительно к условиям высокой турбулентности и ограниченного доступа к капиталу. Разработаны и теоретически обоснованы подходы к интеграции нефинансовых факторов (ESG, интересы ключевых стейкхолдеров) в стоимостную логику корпоративных финансов, что позволяет преодолеть традиционное разведение блоков устойчивого развития и финансовой стратегии. Предложенные в работе методические решения (интегрированная оценка стратегии на основе EP, FCFE и WACC, модель финансовой стратегии устойчивого развития корпораций, в том числе функционирующих в форме ООО) могут служить основой для дальнейших исследований в области корпоративных финансов, финансового стратегирования, «зелёных» финансов и устойчивого развития.

Практическая значимость диссертации проявляется в возможности непосредственного использования разработанного автором инструментария в деятельности российских корпораций, финансовых институтов и органов государственного управления. Методика интегрированной оценки финансовой стратегии устойчивого развития и модель финансовой стратегии могут применяться финансовыми службами корпораций для диагностики текущего состояния и параметров финансовой устойчивости, обоснования структуры капитала, выбора источников финансирования, оценки последствий ESG-трансформации и корректировки долгосрочных финансовых стратегий. Полученные результаты представляют интерес для кредитных организаций и инвесторов как база для углублённого анализа корпоративных заёмщиков и эмитентов с учётом их ESG-профиля и устойчивости создаваемой стоимости. Для органов государственной власти выводы диссертации могут быть использованы при совершенствовании

инструментов регулирования и стимулирования устойчивого корпоративного сектора, разработке критериев отбора и поддержки системообразующих компаний, формировании требований к раскрытию информации. Отдельное направление практической значимости связано с образовательной сферой: положения и выводы работы уже внедрены в учебный процесс в курсах по финансовому менеджменту и корпоративным финансам, могут служить основой для подготовки специальных дисциплин, посвящённых финансовому стратегированию и финансам устойчивого развития.

Замечания по диссертационной работе

1. В первой главе диссертации теоретический обзор выполнен достаточно подробно, что, безусловно, повышает фундаментальность исследования. Вместе с тем в дальнейшей работе над темой автору можно было бы рекомендовать несколько сократить отдельные описательные фрагменты и ещё сильнее акцентировать внимание на тех положениях, которые непосредственно «работают» на формирование авторской концепции финансового стратегирования. Это сделало бы изложение более компактным, не затрагивая при этом глубины и полноты теоретического анализа.

2. В тексте диссертации используется широкий понятийный аппарат, включая категории «устойчивое развитие», «устойчивый рост», «экономическая устойчивость», «финансовая устойчивость» и др. В дальнейшем развитии темы целесообразно, на наш взгляд, несколько усилить терминологическую унификацию и дополнительно подчеркнуть разграничение указанных понятий, особенно в части итоговых выводов. Это позволило бы ещё более отчётливо зафиксировать авторские акценты и облегчить восприятие логики исследования для читателя.

3. Эмпирическая часть диссертации опирается на материалы компаний преимущественно одной отрасли. Автор обоснованно выбирает данный сегмент для иллюстрации и проверки разработанного инструментария, однако в перспективе было бы полезно продемонстрировать применимость предложенной методики и модели финансового стратегирования на примере

корпораций других отраслей, что расширило бы поле возможных практических приложений работы.

4. Разработанная методика интегрированной оценки финансовой стратегии устойчивого развития изложена достаточно подробно, однако для практикующих специалистов была бы полезна дополнительная компактная форма её представления — в виде, например, алгоритма или сводной блок-схемы основных этапов и показателей. Это не изменило бы научного содержания, но повысило бы удобство использования предложенного инструментария в корпоративной практике и учебном процессе.

5. Отдельные фрагменты текста, прежде всего в аналитических разделах, перегружены сложными синтаксическими конструкциями и отсылками, что несколько осложняет первичное восприятие материала. Небольшая редакционная доработка, направленная на упрощение структуры предложений и более явное выделение ключевых выводов, могла бы сделать работу ещё более доступной для читателя, не затрагивая её научного уровня.

Отмеченные замечания носят частный и рекомендательный характер, не умаляют достоинств диссертационного исследования и не влияют на общую положительную оценку работы.

Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным Положением о порядке присуждения ученых степеней

Диссертация Кумаритовой З.А. «Финансовое стратегирование как фактор устойчивого развития российских корпораций» представляет собой завершённую самостоятельную научно-квалификационную работу, в которой решена актуальная научная задача развития теоретических и методических основ финансового стратегирования устойчивого развития российских корпораций. Работа отличается логичностью структуры, научной новизной, достаточной степенью обоснованности и достоверности выводов, теоретической и практической значимостью полученных результатов.

Автореферат и публикации автора (9 статей, в том числе 5 в изданиях, рекомендованных ВАК при Министерстве науки и высшего образования

Российской Федерации) в полной мере отражают основное содержание работы и раскрывают достижение поставленных в исследовании задач.

Диссертационная работа соответствует избранной научной специальности 5.2.4 Финансы (п. 15. Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент; п. 23. Финансовые инвестиции и финансовые инновации. Финансы устойчивого развития. «Зеленые» финансы и экологические инвестиции).

Диссертационное исследование Кумаритовой З.А. на тему: «Финансовое стратегирование как фактор устойчивого развития российских корпораций» соответствует требованиям п. 9-14 «Положения о порядке присуждении ученых степеней», утвержденного постановлением Правительства Российской Федерации от 24.09.2013 г. №842, предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата наук, а ее автор Кумаритова Залина Анатольевна заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 «Финансы».

Официальный оппонент:

и.о. заведующего кафедрой экономического
анализа, статистики и финансов ФГБОУ ВО
«КубГУ»,

доктор экономических наук, профессор,
научная специальность

08.00.05 – Экономика и управление
народным хозяйством



Дробышевская Лариса Николаевна



Почтовый адрес: 350063 г. Краснодар, ул. Красина, д. 94Г, корпус 3, кв. 42
E-mail: ld@seatrade.ru
Телефон: +79184396046
Дробышевская Лариса Николаевна

28.12.2025