

УТВЕРЖДАЮ

Проректор по научной работе
федерального государственного
бюджетного образовательного
учреждения высшего образования
«Санкт-Петербургский
государственный экономический
университет»

д.э.н., профессор

Е.А. Горбашко



« 23 » декабря 2025 г.

ОТЗЫВ

Ведущей организации – федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Санкт-Петербургский государственный экономический университет» 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 исследования

Диссертационная работа Кумаритовой З.А. посвящена исследованию финансового стратегирования как фактора устойчивого развития российских корпораций. Актуальность заявленной темы обусловлена совокупностью макроэкономических, институциональных и рыночных трансформаций, в условиях которых функционирует корпоративный сектор России. Санкционные ограничения, фрагментация глобальных финансовых рынков, удорожание и локализация источников капитала, усиление регуляторного и общественного запроса на экологическую, социальную и управленческую ответственность бизнеса приводят к тому, что устойчивое развитие перестаёт быть для корпораций факультативным направлением и превращается в ключевое условие поддержания финансовой устойчивости, инвестиционной привлекательности и долгосрочной конкурентоспособности.

В то же время сложившийся теоретический и прикладной инструментарий корпоративных финансов в значительной степени продолжает опираться на классическую стоимостную парадигму, исходящую из относительной стабильности внешней среды и фактической «нейтральности» ESG-факторов. Напротив, исследования в области устойчивого развития и «зелёных» финансов преимущественно сосредоточены на нефинансовых аспектах и зачастую слабо интегрированы в

систему финансового целеполагания корпораций. В результате возникает методологический разрыв между декларируемыми стратегическими приоритетами устойчивого развития и реальной логикой формирования финансовых стратегий, особенно в специфических условиях российской экономики, характеризующейся доминированием закрытых форм собственности (в том числе ООО), высокой ролью банковского кредитования и государства, а также неоднородностью ESG-прозрачности компаний.

На этом фоне обращение диссертации к финансовому стратегированию как к многоуровневому процессу, увязывающему цели устойчивого развития с параметрами структуры капитала, финансовой устойчивости, приращения фундаментальной стоимости корпораций и интересами ключевых стейкхолдеров, представляется научно и практически значимым. Исследование направлено на разработку теоретически выверенных и инструментально реализуемых подходов к финансовому стратегированию устойчивого развития российских корпораций, учитывающих национальные институциональные особенности и современную ESG-повестку. Тем самым тема диссертации соответствует приоритетным задачам развития финансовой науки и практики и полностью укладывается в проблемное поле специальности 5.2.4 Финансы.

Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации

Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и практических рекомендаций, сформулированных в диссертационном исследовании Кумаритовой З.А., в целом следует признать высокой. Это обеспечивается, прежде всего, опорой работы 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. 5-8; стр. 15-18). Автор не ограничивается реферированием известных концепций, а использует их для постановки собственных исследовательских задач и формулировки гипотез, что придаёт исследованию концептуальную целостность.

Обоснованность исходных теоретических положений подтверждается корректным использованием комплекса методологических подходов – системного, стоимостного, стратегического, институционального и стейкхолдерского. Это позволяет рассматривать финансовое стратегирование не как набор разрозненных управленческих решений, а как многоуровневый процесс, интегрирующий цели устойчивого развития, структуру капитала, параметры финансовой устойчивости и интересы ключевых стейкхолдеров (стр. 35-40; стр. 66-71). Логика перехода от анализа категориального аппарата к выделению авторских акцентов и построению собственной концепции финансового стратегирования устойчивого развития прослеживается последовательно и без внутренних противоречий.

Высокая степень достоверности результатов исследования обеспечивается адекватным выбором и сочетанием методов: 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. 8; стр. 141-150; стр. 171-175). Применение этих методов соотнесено с поставленными задачами; переход от исходных данных к интегральным показателям раскрыт достаточно подробно, что делает полученные результаты воспроизводимыми и открытыми для внешней проверки.

Важным фактором, повышающим достоверность выводов, выступает информационно-эмпирическая база исследования, включающая нормативно-правовые акты, статистические и аналитические материалы, официальную финансовую и нефинансовую отчётность российских корпораций, в том числе системообразующих компаний, участвующих в ESG-повестке (стр. 89-96; стр. 95-106). Это позволяет автору не только иллюстрировать теоретические положения отдельными примерами, но и выявлять устойчивые взаимосвязи между финансовой устойчивостью, структурой капитала, уровнем ESG-прозрачности и фундаментальной стоимостью корпораций (стр. 141-150).

Внутренняя согласованность теоретических построений и эмпирических результатов, соответствие выводов сформулированной цели и задачам работы, а также их апробация в практике хозяйствующих субъектов и отражение в публикациях в рецензируемых изданиях свидетельствуют о том, что сформулированные в диссертации научные положения, выводы и рекомендации являются обоснованными и достоверными и отвечают требованиям, предъявляемым к кандидатским диссертациям по специальности 5.2.4 Финансы.

Новизна научных результатов, полученных в диссертационном исследовании

Диссертационное исследование Кумаритовой З.А. обладает необходимым уровнем научной новизны, которая проявляется как на концептуальном, так и на методическом уровнях и выражается в следующих основных результатах (стр. 11-13).

Уточнено содержание категории «финансовое стратегирование устойчивого развития российской корпорации» как многоуровневого процесса формирования и реализации финансовой стратегии, ориентированного на сбалансированный прирост фундаментальной стоимости в условиях высокой экономической неопределённости и действия ESG-ограничений. В отличие от традиционных трактовок финансовой стратегии как совокупности долгосрочных решений подчёркивается её стратегизирующий характер (предвидение, выбор, реализация и контроль) и внутреннее встраивание целей устойчивого развития в систему финансовых целей и процедур корпорации (стр. 35-65).

Развита стейкхолдерская парадигма финансового стратегирования устойчивого развития корпораций. Приращение фундаментальной стоимости предложено рассматривать как согласованный критерий эффективности, позволяющий институционально увязать интересы собственников, государства и иных ключевых стейкхолдеров с параметрами структуры капитала, уровнем финансовой устойчивости и степенью ESG-прозрачности (стр. 66-79; стр. 112-118). Тем самым уточняется место финансовой стратегии в системе корпоративного управления в условиях возрастания роли нефинансовых факторов.

Теоретически обоснована и структурирована совокупность факторов рискогенности финансовых стратегий устойчивого развития российских корпораций, включающая финансовую устойчивость, характер и динамику структуры капитала, уровень ESG-раскрытия, организационно-правовую форму ведения бизнеса (стр. 89-101). Показано, что указанные характеристики могут использоваться как интегральные индикаторы риска финансовой стратегии устойчивого развития и как база для дифференциации подходов к выбору источников финансирования и настройке параметров стратегии.

Разработана методика интегрированной оценки финансовой стратегии устойчивого развития корпораций, в которой ключевым критерием выступает приращение фундаментальной стоимости при учёте влияния ESG-факторов. Новизна методики состоит в комбинированном использовании моделей экономической прибыли (EP) и дисконтированных свободных денежных потоков собственников (FCFE) в единой логике анализа, что позволяет связать стоимостные показатели и денежные потоки с характеристиками финансовой устойчивости и качеством реализации ESG-повестки (стр. 141-160).

Сконструирована авторская модель финансовой стратегии устойчивого экономического развития российских корпораций, в том числе функционирующих в форме обществ с ограниченной ответственностью, основанная на взаимосвязанной динамике показателей WACC, EP и FCFE и системе ограничений к соотношению и темпам роста собственного и заемного капитала. Предложен алгоритм формирования и реализации такой стратегии, позволяющий формализовать выбор финансовых решений с учётом целей устойчивого развития и допустимого уровня рисков (стр. 160-186).

В совокупности полученные результаты свидетельствуют о заметном вкладе автора в развитие теории и методологии корпоративных финансов и финансового стратегирования устойчивого развития российских корпораций и соответствуют требованиям, предъявляемым к уровню научной новизны кандидатских диссертаций по специальности 5.2.4 «Финансы».

Значимость полученных автором результатов для развития соответствующей отрасли науки и практики

Результаты диссертационного исследования Кумаритовой З.А. обладают существенной значимостью для развития современной финансовой

науки, прежде всего в области корпоративных финансов и финансового стратегирования. Теоретическая значимость работы состоит в уточнении и развитии категориального аппарата (корпоративные финансы, финансовое стратегирование устойчивого развития, фундаментальная стоимость, стейкхолдерская модель финансовой стратегии), а также в предложении целостной концепции финансового стратегирования российских корпораций в условиях ESG-повестки (стр. 15-40; стр. 66-71). Важным вкладом является интеграция стоимостного, стейкхолдерского и ESG-ориентированного подходов, что расширяет методологическую базу исследований устойчивого развития корпоративного сектора и создаёт предпосылки для дальнейших научных разработок в сфере «зелёных» финансов и финансов устойчивого развития.

Практическая значимость диссертации проявляется в том, что предложенные методика интегрированной оценки финансовой стратегии устойчивого развития и модель финансовой стратегии устойчивого экономического роста корпораций могут быть непосредственно использованы в деятельности российских компаний, прежде всего крупного и среднего бизнеса, а также финансовых институтов (стр. 141-175). Разработанный инструментарий позволяет финансовым службам корпораций более обоснованно принимать решения о структуре капитала, оценивать влияние ESG-факторов на фундаментальную стоимость и финансовую устойчивость, выстраивать долгосрочные финансовые стратегии с учётом интересов ключевых стейкхолдеров и приемлемого уровня рисков. Для кредитных организаций и инвесторов результаты исследования могут служить основой углублённого анализа корпоративных заёмщиков и эмитентов с позиций сочетания финансовых и ESG-параметров. Выводы и положения диссертации могут быть также использованы органами государственной власти и институтами развития при совершенствовании инструментов регулирования и поддержки устойчивого корпоративного сектора, а в образовательном процессе – при обновлении содержания дисциплин по корпоративным финансам, финансовому менеджменту и финансам устойчивого развития.

Дискуссионные положения и замечания по диссертационной работе

Отмечая высокий научно-практический уровень диссертационного исследования, ведущая организация считает необходимым высказать ряд замечаний, носящих рекомендательный характер и не умаляющих достоинств работы:

1. В разработанной методике интегрированной оценки финансовой стратегии устойчивого развития выбор ключевых индикаторов и их весов обоснован, но изложен достаточно компактно (стр. 141-160). В дальнейшем развитии темы автору можно было бы более подробно прокомментировать чувствительность интегрального показателя к изменению отдельных составляющих, что позволило бы практикующим специалистам яснее

понимать, какие параметры оказывают наибольшее влияние на итоговую оценку.

2. В диссертации последовательно используется понятие «фундаментальная стоимость корпорации» как центральный элемент стоимостной логики (стр. 148-150). При этом сопоставление авторской трактовки с альтернативными подходами (например, на базе real options, EVA и др.) дано скорее в рабочих формулировках. Небольшое расширение этого сопоставительного блока могло бы ещё более чётко зафиксировать место авторской позиции в спектре существующих концепций.

3. В работе справедливо акцентируется влияние ESG-факторов и институциональных условий на финансовое стратегирование, однако влияние процессов цифровизации и развития финтех-инструментов затрагивается лишь фрагментарно. В перспективе представляется интересным дополнить анализ рассмотрением того, как цифровые платформы, big data и новые финансовые продукты могут модифицировать параметры финансовых стратегий устойчивого развития.

4. В работе основное внимание уделено крупным и системообразующим корпорациям. При этом отдельные выводы и элементы методики потенциально могут быть адаптированы и к крупному ненаблюдаемому сегменту – средним и крупным непубличным компаниям в иных отраслях (стр. 92-104). В перспективе целесообразно было бы специально обозначить возможности тиражирования предложенного инструментария на данные категории хозяйствующих субъектов.

5. В диссертации приведён ряд таблиц и отдельных графиков, однако часть существенных взаимосвязей (между показателями финансовой устойчивости, структурой капитала и параметрами фундаментальной стоимости) могла бы быть дополнительно представлена в виде обобщающих диаграмм или схем. Более широкое использование визуализации, на наш взгляд, сделало бы представление результатов ещё более наглядным для практиков и облегчило бы восприятие сложных зависимостей.

Все предложенные замечания носят частный, рекомендательный характер и не умаляют научной новизны и практической значимости диссертационной работы.

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

Диссертация Кумаритовой Залины Анатольевны на тему «Финансовое стратегирование как фактор устойчивого развития российских корпораций» является завершённой научно-квалификационной работой, в которой решена актуальная научная задача разработки теоретико-методологических и инструментальных основ финансового стратегирования устойчивого развития российских корпораций в стейкхолдерской и ESG-ориентированной парадигме. Полученные в диссертации результаты отличаются научной новизной, теоретической и практической значимостью и обладают достаточной степенью обоснованности и достоверности.

Содержание диссертационной работы соответствует паспорту научной специальности 5.2.4 «Финансы»: исследуются проблемы корпоративных финансов, финансовой стратегии корпораций, финансов устойчивого развития, «зелёных» финансов, а также вопросы стоимостной оценки и структуры капитала в контексте устойчивого развития.

Структура диссертации логична, соответствует поставленной цели и задачам исследования; объём и уровень выполненного исследования отвечают требованиям, предъявляемым к кандидатским диссертациям по экономическим наукам.

Основные научные результаты диссертации отражены в опубликованных научных работах, в том числе в изданиях, рекомендованных ВАК, что свидетельствует о прохождении внешней научной экспертизы. Результаты исследования нашли применение в практической деятельности хозяйствующих субъектов и в образовательном процессе, что подтверждает их прикладную значимость и соответствие критериям Положения о присуждении учёных степеней в части внедрения.

Учитывая актуальность темы, степень разработанности научной проблемы, наличие научной новизны, теоретическую и практическую значимость полученных результатов, а также соответствие диссертации 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, ведущая организация считает, что Кумаритова Залина Анатольевна заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 – Финансы.

Отзыв подготовлен, заслушан, обсужден и одобрен на заседании кафедры банков, финансовых рынков и страхования федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования "Санкт-Петербургский государственный экономический университет" (протокол № 8 от 22.12.2025 г.).

Заведующий кафедрой банков, финансовых рынков и страхования
ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет»
Д.Э.Н., доцент

«13» декабря 2025 г.

Орлова Ольга Юрьевна
РУКИ ЗАВЕРЯЮ
УПРАВЛЕНИЯ КАДРОВ
Л.В. ЛИТУСОВА

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования "Санкт-Петербургский государственный экономический университет"
Адрес: Россия, 191023, город Санкт-Петербург, наб. канала Грибоедова, д. 30-32, литер А.
Телефон: (812) 458-97-30.
Адрес электронной почты: dept.kbd@unecon.ru
Адрес официального сайта в сети «Интернет»: <https://unecon.ru>.