

В диссертационный совет

ФГАОУ ВО «Южный федеральный университет»

802.03.10

ОТЗЫВ

на диссертацию Нджороге Парменас Кимани на тему:

«Совершенствование инструментария управления формированием рыночной стоимости корпорации», представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.6 «Менеджмент»

Актуальность темы диссертационного исследования.

Диссертационная работа Нджороге П.К. посвящена решению актуальной научной и практической проблемы: разработке и совершенствованию инструментария управления рыночной стоимостью корпорации в условиях трансформации критериев эффективности бизнеса. Учитывая международный тренд на рост внимания к устойчивости бизнеса, оцениваемой с позиции ESG-факторов, включающих экологические и социальные аспекты, необходимо усовершенствовать традиционные модели определения рыночной стоимости для более полного учета интересов различных заинтересованных сторон.

Поиск детерминант стоимости компаний актуален в контексте поставленной Президентом России В.В. Путиным задачи - увеличение капитализации фондового рынка до 66% ВВП к 2030 году (закреплена в Указе от 07.05.2024 № 309). Повышение капитализации компаний важно, так как рост стоимости бизнеса привлекает новых инвесторов, снижает затраты на привлечение капитала, способствует инвестициям и укрепляет финансовую устойчивость. Важную роль в формировании стоимости компаний играют не только финансовые факторы, но и нефинансовые факторы.

ESG-повестка получила широкое распространение за рубежом, в российской практике до недавнего времени наблюдалось некоторое отставание в данной области в связи с давлением санкций недружественных стран. Однако позднее произошла институционализация требований, усилилось государственное регулирование устойчивого развития. В настоящее время развивается углеродное регулирование; Мосбиржа ввела обязательное требование наличия отчета об устойчивом развитии для компаний 1 и 2

уровней листинга; принята таксономия приоритетных направлений зеленых проектов; стандарт общественного капитала; Банк России разработал таксономию XBRL для цифрового раскрытия показателей устойчивого развития и т.д. Однако все еще остается открытым вопрос финансовой существенности ESG-практик. Актуальность данной работы заключается в совершенствовании инструментария управления стоимостью компании на основе учета ESG-факторов.

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

Научная обоснованность результатов, представленных в диссертации П.К. Нджороге обеспечена синтезом библиографического, теоретического, методологического и эмпирического анализа.

Теоретико-методический фундамент диссертационного исследования выстраивается на анализе положений концепций: управления акционерной стоимостью, заинтересованных сторон, корпоративной социальной ответственности, устойчивого развития, ESG, «тройного итога» и пр. В рамках исследования осуществлен систематический анализ организационных факторов, детерминирующих процесс принятия стратегических решений по приращению стоимости с учетом ESG-факторов (с. 49–68).

В эмпирическом блоке второй главы осуществлена верификация гипотезы о наличии положительной корреляции между показателями ESG и предложенным автором индексом внутренней устойчивости корпорации (CIS). Методология конструирования индекса CIS, базирующаяся на адаптации модели В. Гляйснера и соавторов (2022), интегрирует четыре ключевые компоненты: темп прироста чистой прибыли, вероятность неплатежеспособности, коэффициент вариации прибыли и показатели рентабельности (стр. 81-83). Методически обоснованным представляется обращение к алгоритмам машинного обучения. Достоверность полученных оценок подтверждается применением процедуры кросс-валидации (K-fold, K=10) и анализом значимости предикторов (Feature Importance). Достигнутый уровень точности прогнозирования, составивший $R^2 = 0,857$ для задачи ранжирования и 83,5% для предсказания рейтинга, свидетельствует о высокой прогностической силе модели и подтверждает эмпирическую состоятельность разработанного инструментария.

Научной новизной и отличительной особенностью является системный взгляд соискателя на инструментарий управления формированием рыночной стоимости корпорации путем интеграции в управление компаний ESG-критериев, обеспечивающих баланс между прибыльностью, риском и долгосрочным развитием – все это определяет более глубокую теоретическую основу исследования.

Среди основных результатов, обладающих элементами научной новизны, можно отметить:

- углублена и дополнена концепция управления компанией на основе стоимости (Value-Based Management (VBM)) путем выделения пяти циклов управления стоимостью (стр. 35-37). На основе анализа существующих концепций к оценке стоимости компаний с позиции процессного подхода управление стоимостью представлено как синтез трех направлений процессов: стратегические, организационные и ESG (стр. 37); предложена систематизация драйверов рыночной стоимости (стр. 43-46);

- обоснована необходимость интеграции ESG-критериев в систему корпоративного управления на основе анализа исследований российских и зарубежных авторов в бизнес-процессы компании, что позволяет повышать стоимость компании за счет роста операционной эффективности, снижения рисков, улучшения репутации и привлечения инвесторов путем (стр. 49- 57). Раскрыто содержание управленческих функций по формированию рыночной стоимости корпорации с позиции функционального подхода к (рис. 1.6., стр. 66), синергетический эффект от взаимодействия которых отражается на ожидаемых в денежных потоках;

- предложен индекс внутренней устойчивости (corporate internal sustainability index, CIS) как основа механизма управления формированием рыночной стоимости (рис. 22 на стр. 95). Предложенный и эмпирически проверенный индекс внутренней устойчивости интегрирует 4 фактора: темп рост чистой прибыли компании, вероятность неплатежеспособности компании, уровень подверженности риску прибыли и отношение балансовой прибыли к балансовой стоимости активов (величина доходной способности) (стр. 81-94).

Проведена эмпирическая верификация CIS на панельных данных 70 российских корпораций за три года с 2021 по 2023 гг. (стр. 83). Введение

количественного измерителя экономической устойчивости восполняет существовавший методический пробел в теории корпоративного управления и управления стоимостью компании;

- разработан инструмент принятия решений по формированию рыночной стоимости компаний, основанный на использовании алгоритма Extra Tree Regressor машинного обучения для прогнозирования ESG-рейтинга. С помощью алгоритма машинного обучения анализируется 41 параметр (13 финансовых и 38 ESG). Расчеты проведены на данных 100 российских компаний (стр. 101- 102). Использование алгоритма Extra tree regressor позволяет прогнозировать значение ESG-рейтинга с точностью в 83%. Предложенный инструмент позволяет учитывать влияние оцениваемых финансовых и нефинансовых критериев на рыночную стоимость компаний. Его применения особенно важно для компаний, которые не охвачены ESG-рейтингами российских рейтинговых агентств;

- предложен алгоритм трехэтапного процесса управления формированием рыночной стоимостью компании: оценка внутренними экспертами по 6 ключевым направлениям; разработка рекомендаций по совершенствованию выявленных функций; постановка целевых показателей, поддающихся измерению, и постоянная оценка совершенствования организационных функций (рис. 3.3 на стр. 149). Разработанный алгоритм процесса управления стоимостью позволяет проводить корректировку управленческих решений и поддерживать высокий уровень устойчивой рыночной стоимости корпорации. Практическая апробация данной модели, проведенная на примере двух корпораций - ПАО «Банк ПСБ» и ПАО КБ «Центр-инвест», позволила выявить меры, необходимые для повышения рыночной стоимости рассмотренных компаний (стр. 130-150).

Теоретическая значимость полученных результатов для развития науки диссертационной работы заключается в углублении концепции управления стоимостью компании (Value-Based Management, VBM). Авторская трактовка выходит за рамки традиционных моделей оценки, ориентированных на акционеров, предлагая ориентированный на заинтересованные стороны подход к созданию и управлению стоимостью компании с учетом финансовых и нефинансовых показателей.

Практическая значимость диссертационного исследования заключается в разработке индекса корпоративной внутренней устойчивости (CIS), базирующегося на алгоритме машинного обучения Extra Trees Regressor, позволяющего делать прогнозы ESG-рейтинга компании, предложенной моделью трехэтапного процесса управления стоимостью компании.

Тем не менее, можно выделить ряд **дискуссионных моментов и замечаний** к диссертационной работе Нджороге П.К

1. Автор предлагает инструмент принятия решений по формированию рыночной стоимости (пункт 4 новизны), основанный на алгоритме Extra Tree Regressor машинного обучения, включающем оценку 41 фактора (13 финансовых факторов и 38 ESG факторов). Однако в работе отсутствует детальный перечень 41 показателя, применяемых при расчетах прогноза значения ESG-рейтинга. На рисунке 2.6 на стр. 109 их названия приведены в общем виде. Например, такой показатель как охрана труда. Из рисунка не следует какой конкретно показатель применялся. Если речь идет о травматизме, то какой именно коэффициент применялся. Когда речь об энергоснабжении или биоразнообразии, то какие конкретно показатели применялись.
2. Автор проводит апробацию алгоритм Extra Tree Regressor машинного обучения на данных 100 российских компаний за 2021 год (стр. 101- 102), (приложение Б1 и Б2 на стр. 176- 187). Необходимо было использовать более свежие данные либо пояснить причины выбора данных 2021 года. Возможно, что некоторые компании не публиковали отчеты или в течение какого-то периода не раскрывали финансовую и нефинансовую информацию.
3. Следовало указать на ограничения предложенной модели трёхэтапного процесса управления формированием рыночной стоимости. Описанный в работе процесс представляет собой логически непротиворечивый набор диагностических инструментов и инструментов корректирующего воздействия, однако он не учитывает особенности внешней среды российских компаний, характеризующейся высоким влиянием геополитических и экономических факторов, которые находятся вне зоны управленческого контроля (санкции, волатильность мировых цен на сырьё, ключевая ставка). Эти факторы ограничивают использование отдельных KPI в том числе при расчете индекса корпоративной внутренней устойчивости (CIS).

Указанные замечания имеют дискуссионный, рекомендательный характер и не умаляют общей научной ценности и практической значимости выполненного диссертационного исследования.

Соответствие диссертации требованиям, предъявляемым к работам данного вида.

На основании изложенного полагаю, что диссертация Нджороге П.К. на тему «Совершенствование инструментария управления формированием рыночной стоимости корпорации» по своему содержанию, объекту, предмету исследования, теоретическому уровню, научной новизне и практическому значению соответствует требованиям «Положения о присуждении учёных степеней ФГАОУ ВО Южный федеральный университет», предъявляемым к диссертациям на соискание учёной степени кандидата наук, а её автор – Нджороге Парменас Кимани – заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.6 «Менеджмент».

Официальный оппонент

профессор Кафедры корпоративных финансов и
корпоративного управления

Факультета экономики и бизнеса

федерального государственного образовательного бюджетного
учреждения высшего образования

«Финансовый университет при

Правительстве Российской Федерации»

доктор экономических наук, профессор



Бэла Саидовна Батаева

125167, г. Москва, Ленинградский просп., 49/2

телефон: +7(499)2704638; E-mail: bbataeva@fa.ru



Батаевой Б.С.

ЗАВЕРЯЮ

Заведующий секрета́р Ученого совета
Финансового университета

Звез-

Б.В. Звягинцева

«24» августа 2026 г.