

ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА

доктора экономических наук, профессора Джухи Владимира Михайловича
на диссертацию Нджороге Парменаса Кимани на тему
«Совершенствование инструментария управления формированием
рыночной стоимости корпорации», представленную на соискание учёной
степени кандидата экономических наук
по специальности 5.2.6 Менеджмент

Актуальность темы диссертационного исследования

Современная корпоративная среда характеризуется значительной макроэкономической волатильностью, системными операционными рисками и фундаментальным изменением парадигмы в сторону приоритета экологических, социальных и управленческих (концепция ESG – Environmental; Social; Governance) требований, а также взаимодействия с различными заинтересованными сторонами - стейкхолдерами. Необходимость разработки новых стратегических моделей, позволяющих согласовать традиционный приоритет максимизации рыночной стоимости с этими возникающими требованиями, подчеркивает исключительную актуальность работы автора. В рамках этой новой парадигмы устойчивой рыночной стоимости управленческие полномочия должны выходить за рамки учета исключительно интересов акционеров и уделять приоритетное внимание постоянной интеграции комплексных интересов всех заинтересованных сторон, обеспечивая стратегическую согласованность с их меняющимися ожиданиями. Для

достижения этой цели необходимо интегрировать ESG-факторы в основные бизнес-задачи, создать условия для формирования долгосрочной рыночной стоимости.

В диссертации предложена концептуальная модель интеграции ESG-факторов в систему управления стоимостью VBM (Value-Based Management), охватывающая три аналитических уровня: стратегический, организационный и уровень интеграции ESG-инициатив в основные бизнес-процессы. Такой комплексный подход позволяет учитывать интересы внешних стейкхолдеров и одновременно укреплять внутренний потенциал в области устойчивого развития. Практическая реализация данной концепции опирается на систему ключевых показателей эффективности (KPI), которая выступает не просто как механизм мониторинга, а как динамичный инструмент достижения целей, ориентированных на рыночную стоимость, на всех уровнях организации.

Существующая литература по вопросам устойчивого развития страдает одним существенным недостатком: в ней зачастую игнорируется экономический аспект корпоративной устойчивости. С точки зрения системы управления стоимостью (VBM), для того чтобы устойчивое развитие было признано основным фактором, определяющим рыночную стоимость, его необходимо количественно оценивать с помощью показателей, отражающих базовую экономическую динамику корпорации. В диссертации представлен и операционализирован индекс корпоративной внутренней устойчивости (CIS), апробация которого была проведена на основе эмпирических данных российских корпораций. Этот показатель позволяет проанализировать связь между факторами ESG и внутренним экономическим состоянием. Эмпирический анализ, проведенный в исследовании, подтверждает наличие прочной положительной корреляции между показателями ESG и корпоративной внутренней устойчивости CIS. В частности, в условиях рыночной волатильности, характерной для развивающихся рынков, внедрение практик ESG повышает

корпоративную устойчивость за счет снижения риска неплатежеспособности и уменьшения волатильности прибыли. Таким образом, полученные результаты подчеркивают стратегическую необходимость систематического учета факторов ESG как в процессе корпоративного стратегического планирования, так и в рамках систем управления рисками корпораций.

Предлагаемый автором алгоритм прогнозирования использует передовые методы машинного обучения для раскрытия данных по ESG, тем самым способствуя принятию решений на основе фактических данных для широкого круга участников рынка и заинтересованных сторон. Кроме того, внедрение таких инструментов позволяет обеспечить многоаспектную интеграцию показателей ESG в деятельности корпораций, способствуя повышению прозрачности раскрытия информации и совершенствованию практик в области устойчивого развития. В конечном итоге этот подход укрепляет долгосрочную устойчивость и способствует формированию рыночной стоимости корпорации.

В работе Нджороге П.К. предлагается трехэтапный процесс повышения рыночной стоимости, основанный на проведении непрерывной организационной диагностики с целью выявления и устранения структурной неэффективности. Подтверждение эффективности разработанной автором диссертации методологии в ходе практического внедрения в двух крупных корпорациях (ПАО Банк ПСБ и в ПАО КБ «Центр-инвест») свидетельствует о её практической применимости.

Кроме того, актуальность данного исследования подчеркивается национальными стратегическими задачами, направленными на укрепление глобальной конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности российских корпораций, а также на системную интеграцию принципов устойчивого развития в корпоративное управление.

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

Теоретико-методологическая база исследования опирается на сочетание положений нескольких научных школ: гипотезы эффективного рынка (Ю. Фама), концепции управления стоимостью (VBM) (Дж. Стюарт, А. Раппапорт) и теории стейкхолдеров (Р. Фримен). Такой синтез позволяет автору обосновать многомерную трактовку рыночной стоимости корпорации, не ограничивающуюся одним показателем, а ориентированную на удовлетворение потребностей различных групп заинтересованных сторон.

Особого внимания заслуживает эмпирическая часть второй главы, в которой проверяется гипотеза о положительной взаимосвязи между ESG-показателями и предложенным автором индексом внутренней устойчивости корпорации (CIS). Построение индекса CIS с интеграцией четырёх компонентов выполнено технически грамотно, с приведением обоснованного математического аппарата преобразования и нормализации показателя (формулы 2.2–2.6).

Использование алгоритмов машинного обучения (Extra Trees Regressor) для прогнозирования ESG-рейтинга и ранжирования российских корпораций по 41 параметру методологически обосновано и сопровождается корректной процедурой кросс-валидации (K-fold, K=10) и анализом важности признаков (Feature Importance). Достигнутая точность прогнозирования ($R^2 = 0,857$ для ранжирования и 83,5% для рейтинга) представляется убедительным эмпирическим результатом.

Апробационная состоятельность результатов подкреплена их публичным обсуждением на научно-практических конференциях в период 2018-2026 гг., а также публикацией 6 статей в рецензируемых журналах из перечня ВАК РФ по специальности 5.2.6 Менеджмент (квартили K-1; K-2).

Совокупность приведенных аргументов позволяет сделать однозначный вывод о том, что научные положения, выводы и рекомендации,

сформулированные в диссертации П.К. Нджороге, являются в полной мере обоснованными. Работа соответствует критериям, предъявляемым к кандидатским диссертациям, в части доказательности и аргументированности выносимых на защиту научных результатов.

Достоверность и новизна научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации.

Научная новизна диссертации П.К. Нджороге выражается в ряде взаимосвязанных положений, каждое из которых находит теоретическое и эмпирическое обоснование на протяжении всей работы.

Автор обосновывает необходимость многомерного подхода к формированию рыночной стоимости, который заключается в синергетической координации стратегических, управленческих и ESG-процессов в рамках концепции управления стоимостью VBM. Этот подход выходит за рамки традиционных моделей, основанных на изолированных показателях (стр. 31–37, рис. 1.2). Он учитывает интересы различных групп заинтересованных сторон и интегрирует факторы, определяющие рыночную стоимость, на всех организационных уровнях.

Работа демонстрирует необходимость интеграции ключевых управленческих функций (а именно, стратегического финансового планирования, управления человеческим капиталом, корпоративной отчетности, внутреннего контроля и ESG-стратегии) для обеспечения устойчивых конкурентных преимуществ и стабильной рыночной оценки корпораций (стр. 49–67, рис. 1.6).

В исследовании вводится понятие индекса внутренней устойчивости корпорации (*corporate internal sustainability index* CIS), который позволяет оценить экономический аспект устойчивости, отражающий способность корпорации поддерживать формирование стоимости в течение длительного

времени в условиях неопределенности. Этот индекс служит надежным диагностическим инструментом для выявления корпораций с высоким потенциалом роста рыночной стоимости (стр. 79–96, рис. 2.2)

В диссертации разработан собственный алгоритм прогнозирования данных ESG, позволяющий принимать более обоснованные управленческие и инвестиционные решения, направленные на определение рыночной стоимости компаний. Инновационным решением автора стало применение метода машинного обучения для прогнозирования рейтингов ESG российских компаний с точностью прогнозирования более 83% (стр. 96–114).

Также значимым элементом новизны является разработка и эмпирическая проверка трехкомпонентного процесса управления формированием рыночной стоимости, который систематически интегрирует требования ESG и принципы корпоративного управления в рамках парадигмы управления стоимостью. Этот процесс включает в себя функциональную диагностику архитектуры корпоративного управления, разработку целевых рекомендаций по повышению рыночной стоимости и оценку эффективности принимаемых мер с помощью динамических ключевых показателей эффективности (стр. 126–150, рис. 3.3). Данный результат представляет собой новаторскую формализацию трехэтапного процесса управления рыночной стоимостью с интеграцией в сам процесс ESG-факторов.

Теоретическая и практическая значимость полученных результатов для развития науки и практики

Теоретическая значимость данного исследования заключается в концептуальном расширении и операционализации концепции управления стоимостью. Во-первых, в исследовании предлагается новая содержательная интерпретация данной концепции, в рамках которой она переосмысливается как динамичный, многомерный подход, являющийся результатом координации

стратегических, управленческих и ESG-процессов и интегрирующий интересы различных групп заинтересованных сторон, создающих стоимость. Такой подход позволяет выйти за рамки традиционных моделей, ориентированных на акционеров, и перейти к более целостному, ориентированному на стейкхолдеров подходу к стимулированию роста рыночной стоимости. Во-вторых, демонстрируя необходимость интеграции ключевых управленческих функций в единую систему взаимосвязанных процессов, теоретически установлена связь между управленческой инфраструктурой и формированием устойчивой рыночной стоимости.

Практическая значимость исследования проявляется в широких возможностях прикладного использования полученных результатов, их непосредственной применимости в сфере корпоративного управления, инвестиционного анализа и взаимодействия с заинтересованными сторонами. Предлагаемый трехэтапный процесс управления рыночной стоимостью, интегрирующий факторы ESG и принципы корпоративного управления в рамках концепции VBM, служит практическим инструментом управления. Дополнительным аргументом в пользу прикладного характера рекомендаций служат справки о внедрении полученных результатов в практическую деятельность, а также их использование в учебном процессе Южного федерального университета.

Процесс управления рыночной стоимостью корпорации с интеграцией воздействия ESG-факторов и принципов корпоративного управления, разработанный с помощью организационной диагностики, проведенной экспертами на всех уровнях управления, был проверен в ПАО Банк ПСБ и в ПАО КБ «Центр-инвест» (стр. 24-26). Изложенное позволяет заключить, что диссертационное исследование выполнено с учетом перспективы практического внедрения его результатов и предлагает четкую «дорожную карту» по решению актуальной проблемы повышения рыночной стоимости корпораций.

Замечания и критические элементы в диссертации

1. В диссертационном исследовании (стр. 86) автор делает вывод о том, что неизменные во времени характеристики корпораций, такие как качество управления, корпоративная культура и структура активов, играют важную роль в формировании устойчивости. Данный тезис требует более подробного раскрытия, в связи с тем, что, во-первых, совершенно не очевиден постоянный, неизменный характер указанных характеристик, во-вторых, при таких допущениях (неизменность во времени) никак не оценивается вполне возможная взаимозависимость этих характеристик корпораций, и, в-третьих, не вполне раскрыта их роль в формировании устойчивости, в то время, как ряд характеристик зачастую изменяемы во времени
2. Автор выдвигает и последовательно обосновывает тезис о том, что учет ESG-показателей при принятии корпоративных решений стимулирует комплексное формирование стоимости корпорации. Однако, это едва ли не самое главное препятствие на пути реализации ESG-решений: поскольку инициативы в области устойчивого развития требуют существенных ресурсов, перед бизнесом встает непростой вопрос: как соблюсти баланс между ростом рыночной стоимости и высокими операционными издержками на реализацию ESG-стратегий. В исследовании, на наш взгляд, следовало бы уделить особое внимание этому аспекту принятия управленческих решений с позиции стратегического корпоративного управления и комплексного учета разнонаправленных интересов стейкхолдеров.
3. На стр. 136-137 диссертации, а также на стр. 19 автореферата автор демонстрирует трехэтапный процесс управления рыночной стоимостью, апробированный в двух финансовых корпорациях (ПАО «Банк ПСБ» и ПАО КБ «Центр-инвест»). При этом, в работе не обсуждается, насколько

предложенный процесс и, в частности, метод функциональной диагностики, могут быть распространены на корпорации нефинансового сектора, имеющие принципиально иную структуру активов и бизнес-процессов.

4. В таблицах 3.8 и 3.9 представлены результаты экспертной диагностической оценки организационных функций, проведенной для банков ПАО «Банк ПСБ» и ПАО КБ «Центр-инвест» соответственно. Известно, что анализируемые экспертные мнения, как правило, требуют оценки их на сводимость, согласованность, конкордацию. В частности, и результаты экспертной диагностики на примере указанных банков следовало бы проанализировать для выявления функций, получивших особо низкие или, напротив, исключительно высокие оценки. Это позволило бы оценить согласованность экспертных оценок, а также определить, насколько подобные отклонения могут указывать на области потенциальной функциональной недостаточности, избыточного акцентирования или структурного дисбаланса, а, значит, требуют дополнительного анализа.

Соответствие диссертации требованиям, предъявляемым к работам данного вида

Содержание диссертации соответствует паспорту научной специальности 5.2.6 Менеджмент (п. 12 «Корпоративное управление. Формы и методы корпоративного контроля. Управление стоимостью компании» и п.13 «Корпоративная социальная ответственность. Социальная и экологическая ответственность бизнеса. Управление устойчивым развитием организации»). Объект и предмет исследования определены корректно и соответствуют направленности работы. Цель исследования достигнута, поставленные задачи решены: обоснована концептуальная интерпретация управления формированием рыночной стоимости корпорации; доказана роль скоординированной интеграции

управленческих функций; дополнен и эмпирически проверен индекс внутренней устойчивости корпорации; разработан методический инструментарий ESG-ориентированного прогнозирования с применением машинного обучения; предложен трёхэтапный процесс управления формированием рыночной стоимости корпорации.

Достоверность результатов подтверждается значительным объёмом эмпирической базы, а также публикациями автора (14 научных работ, в т.ч. 6 публикаций в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК России, 3 статьи в журналах, индексируемых в РИНЦ, 2 монографии в изданиях, индексируемых в международных базах данных, 3 публикации в сборниках трудов научных, в т.ч. международных, конференций).

Текст диссертации и автореферата написан научным языком, иллюстрирован достаточным количеством таблиц и рисунков (свыше 30), что способствует наглядности представленного материала.

Диссертационная работа Нджороге Парменаса Кимани «Совершенствование инструментария управления формированием рыночной стоимости корпорации» является завершённым самостоятельным научным исследованием, выполненным на высоком методическом уровне и обладающим несомненной научной новизной и практической значимостью. Сформулированные замечания не носят принципиального характера и не подвергают сомнению обоснованность основных научных положений и выводов диссертации.

На основании изложенного можно заключить, что диссертация «Совершенствование инструментария управления формированием рыночной стоимости корпорации» соответствует требованиям «Положения о присуждении учёных степеней в ЮФУ», 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

Джуха Владимир Михайлович

доктор экономических наук (08.00.05 –
Экономика и управление народным хозяйством),
профессор,

Заслуженный работник высшей школы РФ,

декан факультета экономики и финансов,

ФГБОУ ВО «Ростовский государственный
экономический университет (РИНХ)

Российская Федерация, 344002, г. Ростов-на-Дону, ул. Б. Садовая, д. 69, каб. 420

Телефон +7 (863) 267-11-85

Адрес электронной почты dvm58@yandex.ru

Адрес сайта организации основного места работы <https://rsue.ru/>

