

В диссертационный совет Финансового университета  
Д 505.001.101 по защите диссертации на соискание  
ученой степени кандидата наук, ученой степени  
доктора наук

## **ОТЗЫВ**

**на автореферат диссертации Кушниренко Марии Руслановны  
на тему «Разработка инструментария оценки стоимости бизнеса в  
условиях ESG-трансформации», представленной на соискание учёной  
степени кандидата экономических наук по специальности**

### **5.2.4 Финансы**

Диссертационная работа Кушниренко М.Р. представляет собой гармоничное сочетание глубокого теоретического осмысления проблемы интеграции ESG-факторов в стоимостную оценку и детально проработанного практического инструментария, готового к непосредственному применению. Актуальность работы обоснована не только глобальными трендами устойчивого развития, но и конкретными задачами, поставленными в Указах Президента Российской Федерации, что придаёт исследованию как научную, так и практическую значимость. Автору удалось преодолеть разрыв между абстрактными концепциями ESG и конкретными количественными моделями, что является главным достижением работы с точки зрения практико-теоретического подхода.

Научно-теоретическая составляющая работы включает три ключевых нововведения. Во-первых, оригинальную классификацию ESG-факторов, разделяющую их на фундаментальные (прямо влияющие на денежный поток или ставку дисконтирования) и G-нефундаментальные (косвенные). Этот критерий не только имеет строгое теоретическое обоснование, но и служит практическим ориентиром для оценщика, позволяя системно подходить к отбору факторов. Во-вторых, дополненные принципы оценки (ESG-ответственного управления, стоимостно-сбалансированного ESG-развития и ESG-диверсифицируемости), которые расширяют классическую теорию оценки и адаптируют её к современным реалиям. Эти принципы не являются декларативными – они непосредственно легли в основу модифицированной

модели дисконтированных денежных потоков, что подтверждает их теоретическую и практическую значимость.

Практическая составляющая работы не менее значима и органично вытекает из теоретических построений. Автор разработал модифицированную формулу расчёта стоимости, в которой интегральный показатель ESG-score органично вписывается в расчёт как денежного потока, так и ставки дисконтирования, что является новым словом в теории оценочной деятельности и одновременно даёт практикам чёткий алгоритм расчёта, систему отраслевых показателей (от 20 до 58 для каждой из шести отраслей), что даёт оценщику готовый перечень релевантных индикаторов, экономя время и повышая обоснованность выводов. Алгоритм определения существенных факторов на основе корреляционно-регрессионного анализа представляет собой воспроизводимую методику, которую можно применять для новых отраслей – это расширяет границы практического использования работы. Карта показателей с вектором влияния наглядно демонстрирует, как каждый фактор изменяет денежный поток, что позволяет перейти от качественных описаний к количественным корректировкам. Апробация на данных 41 компании с расчётами по трём сценариям (стандартная оценка, без учёта ESG-роста, с учётом ESG-роста) подтверждает работоспособность модели и показывает, что учёт ESG-факторов может изменять стоимость на 5–15%, что является экономически значимым результатом.

Важно подчеркнуть, что теоретические и практические результаты работы взаимно усиливают друг друга. Классификация факторов напрямую определяет структуру карты показателей; принципы оценки служат основой для модификации метода дисконтированных денежных потоков в доходном подходе; алгоритм отбора факторов позволяет формировать систему показателей; а рекомендации по внедрению опираются на результаты апробации. Такая логическая цепочка свидетельствует о высоком уровне внутреннего единства диссертации и о том, что автор владеет как методологией научного исследования, так и навыками прикладной работы.

Вместе с тем, с позиции практико-теоретического подхода, можно высказать несколько замечаний: в работе не рассматриваются сценарии

деградации ESG-рейтинга, что ограничивает применимость модели в условиях нестабильности – это важно как для теории (проверка робастности), так и для практики (стресс-тестирование); автор не проводит сравнительного анализа предложенной модели с существующими зарубежными аналогами, что снижает возможность оценки её относительной эффективности и препятствует международному сопоставлению результатов.

Несмотря на перечисленные замечания, диссертация Кушниренко М.Р. является ярким примером успешного практико-теоретического исследования, в котором научная новизна органично сочетается с прикладной ценностью. Работа вносит весомый вклад в развитие теории оценки стоимости бизнеса и одновременно предлагает готовый инструментарий, который уже внедрён в практическую деятельность и учебный процесс. Содержание автореферата позволяет сделать вывод, что диссертация М.Р. Кушниренко на тему «Разработка инструментария оценки стоимости бизнеса в условиях ESG-трансформации» полностью соответствует требованиям Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 года № 842 «О порядке присуждения ученых степеней», Положения о присуждении в Финансовом университете ученой степени кандидата наук, ученой степени доктора наук, предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата экономических наук, а ее автор, М.Р. Кушниренко заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Заместитель старшего директора по финансовой работе Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»,  
Кандидат экономических наук

Андрей Сергеевич Зизин

24 августа 2026 г.

101000, Москва, Кривоколенный переулок, д. 3А,  
телефон: +7(495) 772 95 90, вн. 23369.

e-mail: azizin@hse.ru

Письмо поступило от организации,  
включенной в список эмитентов

Ф  
В  
«

ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНСТВО  
ПО ТЕХНИЧЕСКОМУ РЕГУЛИРОВАНИЮ  
И МЕТРОЛОГИИ

ТВУ