

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. посвящена решению важной научно-прикладной задачи – интеграции факторов устойчивого развития (ESG) в стоимостную оценку российских компаний. Актуальность темы не вызывает сомнений: она обусловлена как глобальными трендами перехода к ответственному инвестированию, так и стратегическими приоритетами Российской Федерации в области устойчивого развития, а также необходимостью адаптации классических оценочных моделей к современным вызовам. Исследование выполнено корректно: цель и задачи, объект и предмет четко сформулированы, научная новизна верифицируема, а апробация на реальных данных подтверждает практическую состоятельность предложенных решений.

Научная новизна работы заключается в попытке формализовать качественные характеристики устойчивого развития для их включения в классические финансовые модели.

В качестве несомненных достоинств исследования следует выделить:

1. Разработку развернутой классификации ESG-факторов с делением на фундаментальные (прямо влияющие на денежный поток или ставку дисконтирования) и нефундаментальные. Такое разграничение позволяет избежать двойного счёта и делает модель более прозрачной для практического применения – это значимый шаг вперёд по сравнению с существующими подходами, где ESG-факторы часто учитываются агрегированно без учёта их экономической сущности.
2. Создание отраслевого алгоритма отбора существенных показателей из широкого перечня метрик отчетности об устойчивом развитии. Автор обоснованно

доказывает, что значимость разных ESG-компонентов варьируется в зависимости от отрасли, и предлагает процедуру идентификации ключевых драйверов стоимости для каждой конкретной компании. Это повышает точность оценки и устраняет субъективизм, присущий многим существующим методикам, где все факторы считаются равнозначными.

3. Предложенную модификацию метода дисконтированных денежных потоков (DCF), включающую корректировку темпов роста, элементов денежного потока и ставки WACC через интегральный показатель ESG-score. Такой комплексный учёт ESG-рисков и возможностей позволяет более адекватно отражать влияние устойчивого развития на стоимость бизнеса, что ранее не было системно реализовано в трудах российских ученых.

4. Практическую апробацию методики на выборке из 41 российской компании за период 2022–2024 годов, что подтверждает достоверность предложенного подхода. Полученные эмпирические результаты показывают, что учёт ESG-факторов приводит к изменению итоговой стоимости в среднем на 5–15%, что является статистически и экономически значимым. Это свидетельствует о прикладной ценности разработки для целей оценки стоимости бизнеса.

Таким образом, представленные в автореферате основные научные положения и результаты исследования, выносимые на защиту, позволяют сделать вывод о существенном вкладе соискателя в развитие теории и практики финансов. При общей положительной оценке рецензируемого исследования следует отметить и выявленные недостатки:

работе используется корреляционно-регрессионный анализ для выявления зависимости между показателями ESG и стоимостью бизнеса (стр. 6). Однако высокая корреляция не всегда означает наличие прямой причинно-следственной связи. Компании-лидеры рынка часто обладают избыточным капиталом, который они направляют одновременно и на улучшение финансовых результатов, и на развитие практик устойчивого развития. В автореферате не раскрыты инструменты эконометрической проверки гипотез, позволяющие отделить влияние самих ESG-факторов от влияния общего качества менеджмента и «финансового здоровья» компании. Предложенный инструментарий ориентирован на экстраполяцию текущих

положительных трендов ESG-развития в прогнозные денежные потоки. Однако специфика российского рынка характеризуется высокими регуляторными рисками и риском имитации экологической деятельности (гринвошинг). При этом автореферат не содержит стресс-тестов модели: как изменится оценка стоимости, если выяснится недостоверность предоставленных компанией нефинансовых данных, произойдет принудительный делистинг «зеленых» облигаций или будут отменены налоговые льготы для экологически чистых проектов. Игнорирование сценария деградации ESG-рейтинга делает модель излишне оптимистичной.

азработанный автором алгоритм определения существенных факторов предполагает экспертную оценку значимости тех показателей, для которых отсутствуют количественные данные (присвоение значений 1, 0, -1, стр. 15). Кроме того, модифицированная формула DCF вводит коэффициенты, по которым в тексте автореферата отсутствует обоснование методики расчета максимального значения по отрасли и процедуры нормировки разнородных натуральных величин (тонны выбросов, проценты удовлетворенности персонала, рубли благотворительности) к единой безразмерной шкале. Неясно, каким образом определялись веса внутри интегрального показателя и проводилась ли проверка чувствительности итоговой оценки стоимости к изменению этих субъективных весов.

Несмотря на высказанные замечания, имеющие преимущественно дискуссионный характер, диссертационная работа М.Р. Кушниренко представляет собой завершенное научное исследование, обладающее высокой степенью актуальности, научной новизны и практической значимости. Основные положения автореферата отражают личный вклад автора в развитие теории оценки стоимости бизнеса. Выявленные недостатки не снижают общей положительной оценки труда и могут быть устранены в ходе подготовки окончательного текста диссертации к защите.

На основании изложенного считаю, что диссертационная работа Кушниренко Марии Руслановны на тему «Разработка инструментария оценки стоимости бизнеса в условиях ESG-трансформации» представляет собой завершенное научное исследование, отвечающее всем 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 директора по научной деятельности Института управления, экономики и финансов, доцент Высшей школы бизнеса ФГБОУ ВО «Казанский (Приволжский) Федеральный университет»,
доктор экономических наук

Дмитрий Юрьевич Захматов

18 августа 2026 г.

ФГБОУ ВО «Казанский (Приволжский) Федеральный университет»,
420012, г. Казань, ул. Бутлерова, 4
тел.: +7(987) 424-72-22,
e-mail: DJZahmatov@kpfu.ru

Ф
В
«

Т
Л.
Г.

РАЦИИ
ЕТ
я ю
ова
т

О
УТ

Л,
В

МИНИСТЕРСТВО
ОБРАЗОВАНИЯ
И НАУКИ
РОССИЙСКОЙ
ФЕДЕРАЦИИ
УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКИЙ
ЦЕНТР
ПОСРЕДСТВО
ОБЩЕСТВЕННОГО
СЛУЖЕНИЯ
УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКИЙ
ЦЕНТР
ПОСРЕДСТВО
ОБЩЕСТВЕННОГО
СЛУЖЕНИЯ