

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

СОВЕТ ПО ЗАЩИТЕ ДИССЕРТАЦИЙ
НА СОИСКАНИЕ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ КАНДИДАТА НАУК,
НА СОИСКАНИЕ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ ДОКТОРА НАУК
(ДИССЕРТАЦИОННЫЙ СОВЕТ)
Д 505.001.101

Решение диссертационного совета
от 09.09.2026
№ 13-26/101

Аттестационное дело № 52(1013-26)/41-07

З А К Л Ю Ч Е Н И Е

диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101
по диссертации на соискание ученой степени кандидата наук
о присуждении Кушниренко Марии Руслановне,
гражданке Российской Федерации,
ученой степени кандидата экономических наук

Диссертация «Разработка инструментария оценки стоимости бизнеса в условиях ESG-трансформации» по научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки), профиль научной специальности, установленный в Финансовом университете «Оценочная и инвестиционная деятельность», принята к публичному рассмотрению и защите 24.06.2026 (протокол заседания № 10-26/101) диссертационным советом Д 505.001.101, созданным Финансовым университетом в соответствии с правами, предусмотренными в пункте 3.1. статьи 4 Федерального закона «О науке и государственной научно-технической политике» от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ, приказом Финуниверситета от 04.09.2018 № 1634/о. Изменения в полномочия и персональный состав совета внесены приказами Финуниверситета от 26.11.2018 № 2248/о; от 19.02.2021 № 0345/о; от 28.06.2021 № 1528/о; от 27.04.2022 № 1053/о; от 26.05.2022 № 1345/о; от 01.07.2022 № 1708/о; от 23.10.2023 № 2421/о; от 09.01.2024 № 0003/о; от 10.09.2024 № 1990/о.

Соискатель Кушниренко Мария Руслановна, 1999 года рождения, в 2023 году освоила программу магистратуры по направлению подготовки 38.04.01 Экономика с присвоением квалификации «Магистр» федерального

государственного образовательного бюджетного учреждения высшего образования «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации». С октября 2023 года по настоящее время Кушниренко М.Р. является аспирантом Кафедры корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса Финансового университета. В настоящее время Кушниренко М.Р. работает в должности эксперта направления финансового планирования и анализа Отдела финансового планирования и анализа доходности безрисковых продуктов и клиентской базы малого и микробизнеса Дирекции финансового планирования и анализа малого и микробизнеса Финансового департамента АО «Альфа-Банк» (Москва, самостоятельная организация).

Диссертация Кушниренко М.Р. выполнена на Кафедре корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» (Москва, Правительство Российской Федерации).

Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор Косорукова Ирина Вячеславовна, ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Факультет экономики и бизнеса, Кафедра корпоративных финансов и корпоративного управления, профессор кафедры.

По месту выполнения диссертации выдано положительное заключение по диссертации от 18.05.2026 № 0017/02.01-08.

Соискатель имеет 11 научных работ по теме диссертации, в том числе 5 работ общим объемом 4,46 п.л. (весь объем авторский), опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

В опубликованных научных работах раскрыты основные положения научной новизны, отраженные в диссертационном исследовании и выносимые на защиту. В них представлены авторская классификация ESG-факторов, дополненные принципы оценки стоимости бизнеса, система показателей для компаний с ESG-профилем по шести отраслям, модифицированный метод

дисконтированных денежных потоков с введением интегрального ESG-показателя, а также практические рекомендации по применению разработанного инструментария.

К наиболее значимым работам соискателя следует отнести: Кушниренко, М.Р. Факторы ESG и их классификация в целях оценки стоимости бизнеса / М.Р. Кушниренко // Экономика строительства. – 2024. – № 12. – С. 213-217. – ISSN 0131-7768 (K2); Кушниренко, М.Р. Методика определения степени влияния ESG-факторов на стоимость бизнеса с учетом отраслевой принадлежности / М.Р. Кушниренко // Финансовые рынки и банки. – 2025. – № 4. – С. 562-570. – ISSN 2658-3917 (K2); Кушниренко, М.Р. Инструментарий для учета ESG-факторов при определении стоимости бизнеса с применением доходного подхода / М.Р. Кушниренко // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2025. – № 11 (290). – С. 61-68; № 12 (291). – С. 54-61. – ISSN 2072-4098 (K1); Кушниренко, М.Р. Сравнительный анализ понятийного аппарата концепции устойчивого развития / М.Р. Кушниренко // Российский экономический интернет-журнал. – 2024. – № 1. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.e-rej.ru/upload/iblock/286/93yuxyz48gymqy30urfw0vyguoonc5cs.pdf> (дата обращения: 14.02.2024) (K3).

В диссертации Кушниренко М.Р. отсутствуют недостоверные сведения об опубликованных работах, в которых изложены научные результаты диссертации.

Лица, включенные в состав диссертационного совета, представили 10 письменных отзывов на диссертацию, из них 10 положительных, 0 отрицательных. Член диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101, д.э.н., профессор Косорукова Ирина Вячеславовна, является научным руководителем Кушниренко М.Р., представила отзыв научного руководителя согласно второму абзацу п. 6.12 «Положения о присуждении в Финансовом университете ученой степени кандидата наук, ученой степени доктора наук».

На диссертацию и автореферат диссертации поступили отзывы от:

1. Хлопцова Д.М. (ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский Томский государственный университет», д.э.н., доцент). Отзыв положительный. Отмечено, что предложенный алгоритм определения существенных факторов основан на корреляционно-регрессионном анализе, но в автореферате не приведены инструменты проверки причинно-следственных связей (например, Granger-тесты или инструментальные переменные), что оставляет риск смещения оценок из-за эндогенности – высокая корреляция между ESG-показателями и стоимостью может отражать влияние общего качества менеджмента, а не собственно ESG-факторов.

2. Захматова Д.Ю. (ФГБОУ ВО «Казанский (Приволжский) федеральный университет», д.э.н.). Отзыв положительный. В качестве замечания отмечено, что работа опирается на корреляционно-регрессионный анализ связи ESG и стоимости бизнеса (страница 6), однако высокая корреляция не всегда означает причинность — компании-лидеры часто одновременно улучшают и финансовые результаты, и ESG-практики за счет избыточного капитала, а инструменты эконометрической проверки, отделяющие эффект ESG от влияния качества менеджмента и «финансового здоровья» компании, в автореферате не раскрыты; предложенный инструментарий экстраполирует текущие позитивные ESG-тренды в прогнозные потоки, не учитывая стресс-сценарии, характерные для российского рынка с его регуляторными рисками и риском гринвошинга (недостоверность нефинансовых данных, принудительный делистинг «зеленых» облигаций, отмена налоговых льгот), из-за чего модель выглядит излишне оптимистичной; наконец, алгоритм отбора существенных факторов использует экспертные оценки для показателей без количественных данных (значения 1, 0, -1, страница 15), а модифицированная формула DCF вводит коэффициенты, для которых не обоснованы ни методика расчета максимального значения по отрасли, ни процедура нормировки разнородных

величин (тонны выбросов, проценты удовлетворенности персонала, рубли благотворительности) к единой шкале, ни веса внутри интегрального показателя и их чувствительность к изменению.

3. Школьников Ю.В. (Ассоциация саморегулируемая организация «Национальная коллегия специалистов-оценщиков», к.э.н.). Отзыв положительный. Замечания: автор не рассматривает возможность использования модели для компаний, которые еще не публикуют нефинансовую отчетность, что ограничивает ее универсальность и требует разработки дополнительных показателей.

4. Шуваловой Е.Б. (ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», д.э.н., профессор). Отзыв положительный. В качестве замечания отмечено, что модель не учитывает возможность резкого ухудшения ESG-рейтинга (например, из-за экологических скандалов), что важно для стресс-тестирования стоимости бизнеса; отсутствует сравнительный анализ с альтернативными подходами (например, мультипликатором EV/EBITDA с ESG-корректировкой), что ограничивает выбор методов для оценщика; кроме того, расчет интегрального ESG-score использует экспертные веса, что может восприниматься как субъективное, а для институциональных инвесторов требуется более формализованный подход со статистическим обоснованием.

5. Воловича Н.В. (ООО «Институт оценки собственности и финансовой деятельности», д.э.н.). Отзыв положительный. Замечания: не проверялось наличие сильной взаимозависимости между используемыми факторами (мультиколлинеарность) и устойчивость разброса ошибок прогноза к масштабу данных (гетероскедастичность), что снижает статистическую надежность выводов; кроме того, не проведен анализ устойчивости итоговых оценок к изменению прогнозного периода (например, 3 года вместо 5), необходимый для понимания того, насколько выводы устойчивы при разных горизонтах планирования.

6. Зизина А.С. (ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», к.э.н.). Отмечено, что 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 ее относительной эффективности и препятствует международному сопоставлению результатов.

7. Динец Д.А. (ФГАОУ ВО «Российский университет дружбы народов имени Патриса Лумумбы», д.э.н., доцент). Отзыв положительный. Замечания: а) в автореферате отсутствует готовая реализация модели в виде электронной таблицы (Excel) с предустановленными формулами и примерами расчета, что упростило бы внедрение; б) не приведены рекомендации по работе с неполными данными – многие российские компании до сих пор не публикуют нефинансовую отчетность, и для таких случаев нужны четкие указания по использованию прокси-показателей; в) не рассмотрена возможность автоматизации расчетов на основе регулярно обновляемых баз данных ESG-показателей, что важно для регулярных переоценок.

В процессе защиты соискателем даны исчерпывающие ответы и необходимые разъяснения на замечания, содержащиеся в полученных отзывах.

В результате публичного рассмотрения и защиты диссертации Кушниренко М.Р. на тему «Разработка инструментария оценки стоимости бизнеса в условиях ESG-трансформации» диссертационный совет установил, что:

1. Соискатель ученой степени Кушниренко М.Р. соответствует установленным требованиям, предъявляемым к соискателям ученой степени, как лицо, имеющее высшее образование – магистратуру и подготовившее диссертацию на соискание ученой степени кандидата наук в период освоения программы подготовки научных и научно-педагогических кадров в аспирантуре.

2. Название темы и содержание диссертации Кушниренко М.Р. соответствуют научной специальности 5.2.4. Финансы и отрасли науки – экономические науки, по которым проводятся публичное рассмотрение и защита диссертации в диссертационном совете.

3. Соискатель ученой степени Кушниренко М.Р. предложила значимое для науки и практики решение актуальной научной задачи – разработку инструментария для количественного учета экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления (ESG) при оценке стоимости бизнеса в рамках доходного подхода, имеющее важное народно-хозяйственное значение, что позволит повысить точность оценки стоимости российских компаний, внедряющих принципы устойчивого развития, будет способствовать обоснованному принятию инвестиционных решений и повышению эффективности корпоративного управления в условиях ESG-трансформации экономики.

4. Соискатель ученой степени Кушниренко М.Р. ввела в научный оборот следующие новые научные результаты:

теоретические:

– разработана классификация ESG-факторов в зависимости от характера их влияния на стоимость бизнеса с разделением на ESG-фундаментальные (непосредственно влияющие на денежный поток и ставку дисконтирования) и G-нефундаментальные (влияющие опосредованно через структуру собственности, стратегическое управление, политику ответственного инвестирования и управление рисками), что позволило учесть указанные факторы при разработке системы и карты показателей в разрезе отраслевой принадлежности компании;

– дополнены принципы оценки стоимости бизнеса, ориентированные на ESG-трансформацию: принцип ESG-ответственного управления, принцип стоимостно-сбалансированного ESG-развития и принцип ESG-диверсифицируемости бизнеса. Дополненные принципы оценки стоимости бизнеса являются теоретической основой разработки

методического инструментария оценки стоимости бизнеса с ориентиром на трансформацию в условиях внедрения экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления;

практические:

- на основе ранее разработанной классификации ESG-факторов разработана система показателей для российских компаний с ESG-профилем по шести отраслям экономики (добыча и переработка, ритейл, химическая промышленность, транспорт, электроэнергетика, прочие) с выделением статистически значимых индикаторов;

- разработаны инструменты оценки стоимости бизнеса: карта показателей ESG-фундаментальных и G-нефундаментальных факторов с указанием вектора их влияния на денежный поток; модифицированная формула расчета стоимости бизнеса методом дисконтированных денежных потоков с введением интегрального ESG-показателя (ESG-score), учитывающего максимальное значение интегрального показателя ESG по отрасли, изменение коэффициента финансового рычага и бета-коэффициента между компаниями, реализующими и не реализующими принципы устойчивого развития; скорректированный темп роста бизнеса с учетом тенденций ESG-развития на составляющие элементы создания стоимости бизнеса в методе дисконтированных денежных потоков с делением на внешние и внутренние векторы влияния, что в совокупности трансформирует применение метода дисконтированных денежных потоков в оценке стоимости бизнеса с учетом ESG-факторов;

- предложены научно-практические рекомендации по использованию разработанного инструментария оценки стоимости бизнеса с учетом применения ESG-факторов, включающие методику количественной оценки вклада каждого значимого фактора в формирование стоимости бизнеса с последующей адаптацией финансово-инвестиционных решений к полученным результатам и систему показателей для контроля ESG-эффективности.

5. Диссертация Кушниренко М.Р. на тему «Разработка инструментария оценки стоимости бизнеса в условиях ESG-трансформации» обладает внутренним единством: все главы и разделы логически связаны, цель исследования декомпозирована на пять взаимосвязанных задач, каждая из которых решена в соответствующих главах; полученные результаты последовательно вытекают друг из друга и служат основой для разработки завершённого инструментария, что подтверждается единой методологической основой и согласованностью теоретических и практических выводов.

6. Обоснованность положений и выводов диссертации Кушниренко М.Р. на тему «Разработка инструментария оценки стоимости бизнеса в условиях ESG-трансформации» подтверждена следующими аргументами:

- классификация ESG-факторов в зависимости от характера влияния на стоимость бизнеса базируется на результатах анализа трудов ученых, анализе теоретических подходов и практики оценочной деятельности, результатах статистического анализа, при этом критерием отнесения факторов к фундаментальным или нефундаментальным служит наличие прямой связи с денежным потоком или ставкой дисконтирования;

- дополненные принципы оценки стоимости бизнеса, ориентированные на ESG-трансформацию экономического развития, основаны на анализе трудов ученых и сформулированы на основе эмпирических исследований о наличии стоимостной премии для ESG-активных компаний и необходимости сбалансированного учета разных компонентов стоимости;

- разработанная система показателей основана на анализе данных 41 компании из шести отраслей с применением авторского алгоритма, выделены релевантные показатели для компаний с ESG-профилем в разрезе факторов ESG, оказывающих влияние на стоимость бизнеса, что подтверждено корреляционным анализом;

- модифицированная формула метода дисконтированных денежных потоков, скорректированный темп роста бизнеса, и карта показателей построены на предыдущих научных результатах, полученных соискателем, на

основе анализа трудов ученых в области оценки стоимости бизнеса и проверены на эмпирических данных; расчеты для шести публичных компаний по трем сценариям демонстрируют работоспособность модели;

– научно-практические рекомендации основаны на результатах проведенного исследования и включают конкретные процедуры внесения корректировок, шкалу отклонений и систему сбалансированных показателей, что подтверждено апробацией в деятельности ООО «КГ «ФЭО» и в учебном процессе Финансового университета.

Достоверность результатов, полученных Кушниренко М.Р., обусловлена использованием репрезентативной выборки из 41 российской компании за 2022–2024 годы, включающей 78 показателей по шести отраслям; применением корректных эконометрических методов (корреляционно-регрессионный анализ); сопоставлением расчетов по трем сценариям; проверкой модели на примерах конкретных компаний (ММК, ФОСАГРО, ГАЗПРОМ, АЛРОСА, X5 Group, Фикс Прайс); согласованностью результатов с существующими теоретическими положениями и нормативными актами; а также апробацией на научно-практических конференциях и внедрением в практическую деятельность.

7. Результаты диссертации Кушниренко М.Р. используются в практической деятельности Общества с ограниченной ответственностью «Консалтинговая группа «Финансы. Экология. Оценка» (ООО «КГ «ФЭО»). По материалам исследования внедрены разработанная методика трансформации метода дисконтированных денежных потоков для целей учета экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления при определении стоимости бизнеса на основании карты показателей фундаментальных и нефундаментальных факторов, методика трансформации метода DCF с учетом определения влияния ESG-факторов на стоимость бизнеса, модифицированная формула расчета стоимости бизнеса, алгоритм определения существенных факторов для разработки системы показателей. Выводы и основные положения исследования используются в практической

работе организации и способствуют повышению точности результатов оценки стоимости компаний, ориентированных на реализацию ESG-принципов.

Результаты исследования используются Кафедрой корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса Финансового университета в преподавании учебной дисциплины «Концепции стоимости и особенности ценообразования на современных рынках» для студентов, обучающихся по направлению подготовки 38.04.01 «Экономика», направленность программы магистратуры «Оценка бизнеса и корпоративные финансы».

8. Диссертация содержит сведения о личном вкладе Кушниренко М.Р. в науку, который выразился в самостоятельной разработке всех основных научных результатов: классификации факторов, принципов оценки, системы показателей, алгоритма отбора факторов, модифицированной формулы DCF, методики корректировок и рекомендаций; в проведении эмпирического исследования на основе данных 41 компании; в апробации результатов на конференциях и их внедрении в практику и учебный процесс. Личный вклад подтверждается единоличным авторством всех пяти публикаций по теме диссертации.

9. Все материалы или отдельные результаты, заимствованные и использованные Кушниренко М.Р. из чужих текстов (работ), оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источников заимствования. Недобросовестное заимствование и некорректное самоцитирование отсутствуют.

Диссертационный совет отмечает, что лично Кушниренко М.Р. получены все результаты, представленные в диссертации:

- классификация ESG-факторов в зависимости от характера влияния на стоимость бизнеса;
- дополненные принципы оценки стоимости бизнеса, ориентированные на ESG-трансформацию экономического развития;

- система показателей для компаний с ESG-профилем в разрезе факторов ESG, оказывающих влияние на стоимость бизнеса, с учетом отраслевой принадлежности;
- инструментарий оценки стоимости бизнеса на основании предложенной системы показателей с учетом ESG-факторов: карта показателей, модифицированная формула расчета стоимости бизнеса методом дисконтированных денежных потоков, скорректированный темп роста бизнеса в методе дисконтированных денежных потоков;
- научно-практические рекомендации применения инструментария оценки стоимости бизнеса с учетом внедрения ESG-факторов в целях нивелирования возможных ограничений их использования в российской практике.

В соавторстве результаты не получены.

10. Основные научные результаты диссертации опубликованы в пяти научных работах в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России в качестве обязательных по научной специальности 5.2.4. Финансы. В тексте диссертации приведены ссылки на данные работы. Все положения диссертации отражены в публикациях, неопубликованные научные результаты защищенной диссертации отсутствуют. Все работы выполнены автором самостоятельно.

11. Соискатель ученой степени Кушниренко М.Р. в ходе работы над диссертацией и ее публичной защиты показала себя как исследователь, способный к самостоятельной научной деятельности: проявила необходимые общие теоретические знания по научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки), овладела общенаучными принципами, логикой и методологией научного познания, продемонстрировала умение применять современные методы экономического анализа (корреляционно-регрессионный анализ, финансовое моделирование), работать с большими массивами данных и специализированными программными средствами

(Python, Excel), формулировать научные выводы и практические рекомендации, а также представлять результаты на научных конференциях; доказала наличие квалификационных способностей к дальнейшей научной деятельности в решении новых научных задач экономической отрасли науки.

На заседании 9 сентября 2026 года диссертационный совет Финансового университета Д 505.001.101 принял решение присудить Кушниренко Марии Руслановне ученую степень кандидата экономических наук.

При проведении тайного голосования диссертационный совет Финансового университета Д 505.001.101 в количестве 11 человек, из них 5 докторов наук по профилю (специализации) научной специальности рассматриваемой диссертации, участвовавших в заседании, из 11 человек, входящих в состав совета, проголосовали: за присуждение ученой степени – 11, против присуждения ученой степени – нет, недействительных бюллетеней – нет.

Председатель диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.101,
доктор экономических наук, профессор

Е.А. Каменева

Ученый секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.101,
доктор экономических наук, доцент

С.Р. Древинг

09.09.2026