

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 актуальной научной задаче – разработке инструментария учёта экологических, социальных и управленческих факторов при оценке стоимости российских компаний. Актуальность исследования подтверждается стратегическими Указами Президента Российской Федерации о снижении выбросов парниковых газов и национальными целями развития до 2030 года, что требует от корпоративного сектора интеграции ESG-принципов в бизнес-модели. Автор справедливо отмечает недостаточную разработанность конкретных методик прямой интеграции ESG-факторов в стоимостную оценку бизнеса, что делает работу своевременной, теоретически и практически значимой.

Научная новизна и степень разработанности темы работы характеризуются значительным вкладом автора в развитие теории и практики оценки стоимости бизнеса. Теоретическая и методологическая основа исследования демонстрирует высокий уровень научной компетентности автора, особого внимания заслуживают:

- классификация ESG-факторов по характеру их влияния на стоимость бизнеса с разделением на ESG-фундаментальные (непосредственно влияющие на денежный поток или ставку дисконтирования) и G-нефундаментальные (оказывающие косвенное влияние через структуру собственности, стратегическое управление, политику ответственного инвестирования и управление рисками);
- принципы оценки стоимости бизнеса с учётом ESG-трансформации: принцип ESG-ответственного управления (наличие стоимостной премии для ESG-активных компаний), принцип стоимостно-сбалансированного ESG-развития (необходимость глубокой интеграции ESG на всех уровнях) и

принцип ESG-диверсифицируемости (учёт двух компонентов – фундаментальной стоимости и стоимости «зелёного» сегмента).

Практическая значимость работы проявляется в следующих научных результатах - автором разработаны и апробированы:

- система показателей для компаний с ESG-профилем в разрезе факторов, влияющих на стоимость. На основе авторского алгоритма определения существенных факторов (с применением корреляционно-регрессионного анализа) для шести отраслей (добыча и переработка, ритейл, химическая промышленность, транспорт, электроэнергетика, прочие) отобрано от 20 до 58 показателей по 13 направлениям деятельности;
- инструментарий оценки стоимости бизнеса, включающий: карту показателей ESG-фундаментальных и G-нефундаментальных факторов с вектором их влияния на денежный поток; скорректированный темп роста бизнеса с учётом ESG-трендов; модифицированную формулу в методе дисконтированных денежных потоков, где в расчёт денежного потока и ставки дисконтирования вводится интегральный показатель ESG-score с нормировкой по максимальному отраслевому значению;
- комплекс научно-практических рекомендаций, включающий методику нивелирования рисков некорректного учёта факторов, шкалу отклонений, систему сбалансированных показателей для контроля ESG-эффективности и технологию финансово-стоимостного управления. Эмпирическая апробация проведена на выборке из 41 российской компании за 2022–2024 годы, включая детальные расчёты для шести публичных компаний (ММК, ФОСАГРО, ГАЗПРОМ, АЛРОСА, X5 Group, Фикс Прайс) по трём сценариям (стандартная оценка, без учёта ESG-роста, с учётом ESG-роста).

Вместе с тем необходимо отметить, 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.

Отмеченные замечания носят конструктивный характер и могут быть учтены в дальнейших исследованиях, не снижая общей ценности

представленной работы. 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).

Заведующий кафедрой оценки и
управления собственностью
Института экономики и менеджмента
ФГАОУ ВО НИ ТГУ,
доктор экономических наук, доцент

Дмитрий Михайлович Хлопцов

21 августа 2026 г.

ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский Томский государственный университет»
634050, Томск, пр. Ленина, д. 36,
телефон: +7 (382-2) 785-648
e-mail: mail@tokko.tomsk.ru

ПОДПИСЬ УДОСТОВЕРЯЮ
ЗЕД
В.

ФЕДЕРАЦИИ
ОБРАЗОВАНИЯ

От
утв

ИИ,
ТОВ

Ф
Вх
«

Г