

В Диссертационный совет ФГБОУ ВО  
«Российская академия народного хозяйства и  
государственной службы при Президенте  
Российской Федерации»

119571, г. Москва, проспект Вернадского, д.82

## **ОТЗЫВ**

официального оппонента

по диссертации Козлова Владислава Михайловича

«Финансовые и нефинансовые механизмы обеспечения устойчивого развития  
компаний в условиях новой геополитической реальности»

по специальности 5.2.4 «Финансы», представленной на соискание учёной  
степени кандидата экономических наук, выполненной в

Российской академии народного хозяйства и государственной службы при  
Президенте Российской Федерации

### **Актуальность темы диссертации**

Актуальность темы диссертационного исследования В.М. Козлова обусловлена совокупностью факторов, кардинально изменивших условия ведения бизнеса в России. Санкционное давление, достигшее беспрецедентного масштаба после начала СВО в 2022 году (Евросоюз принял 16 пакетов антироссийских санкций), закрыло доступ к западным рынкам капитала, отключило крупнейшие банки от SWIFT и заморозило значительную часть российских активов. В сложившейся ситуации менеджмент российских компаний нуждается в стратегических рекомендациях по обеспечению финансовой устойчивости и компенсации нефинансового вреда, наносимого их репутации.

Одновременно возрастает значение ESG-повестки: её внедрение имеет самостоятельную ценность для перехода к «зелёной» экономике и отвечает прежде всего национальным интересам России. В России с 2021 года формируется собственная нормативная база: утверждены критерии признания проектов «зелёными» и требования к их верификации; к 2024 году совокупный объём рынка корпоративных облигаций достиг 53,1 трлн руб., составив 26,5% ВВП». Вместе с тем вопрос о реальном влиянии ESG-принципов на финансовую устойчивость российских компаний остаётся дискуссионным: как убедительно показывает автор, существующие исследования ориентированы преимущественно на данные западных рынков и развитых стран, тогда как постсоветское пространство практически полностью находится вне поля зрения мировой науки.

### **Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, представленных в диссертации**

Обоснованность научных положений и рекомендаций диссертации подтверждается рядом факторов.

Во-первых, в параграфе 1.2 выполнен строгий систематический обзор 94 статей из 22 журналов первого квартала базы Scopus по тематике «Финансы» за 2015-2025 гг. В исследовании рассмотрены только статьи с собственными количественными оценками связи ESG и финансовой устойчивости компаний, где ESG выступает независимой переменной. Результаты систематизированы по географии, отраслям, методам и зависимым переменным (ROA, ROE, Tobin's Q и др.), что позволяет обоснованно выявлять лакуны в мировой литературе.

Во-вторых, алгоритм оценки оптимального размера государственной поддержки ESG-проектов апробирован на расчётном примере в виде проекта строительства Комплекса по утилизации и переработке ТБО. Сравнительный анализ четырёх сценариев показывает, что максимальная коммерческая,

бюджетная и общественная эффективность достигается при совместном учёте мультипликативных эффектов и «гринума». В-третьих, рекомендации по ESG-рейтингам содержат конкретную альтернативу позиции Банка России: вместо трёх отдельных суб-индексов представлен единый интегральный индекс с дифференциацией весов E, S и G по ОКВЭД.

### **Достоверность изложенных в диссертации результатов**

Достоверность результатов обеспечивается комплексом взаимодополняющих факторов. Теоретическая и эмпирическая база включает 406 источников, данные Банка России, Московской биржи, Министерства экономического развития, Министерства финансов и международных рейтинговых агентств. По результатам исследования опубликовано восемь научных работ в рецензируемых изданиях ВАК; апробация проведена на четырёх международных и всероссийских научно-практических конференциях в 2022-2025 гг. Практическая значимость подтверждена внедрением рекомендаций в информационно-аналитическое обеспечение деятельности Правительства Российской Федерации, что зафиксировано соответствующей справкой.

### **Соответствие темы диссертационным требованиям, паспорту специальности ВАК**

Тема и содержание диссертационной работы полностью соответствуют паспорту специальности 5.2.4 «Финансы», а именно:

1) п. 15. Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпорации. Финансовый менеджмент. Разработаны критерии финансовой устойчивости корпораций с учётом ESG-составляющей и обоснования финансовых стратегий в условиях санкционных ограничений.;

2) п. 18. Проектное и венчурное финансирование. Проведен анализ механизмов государственной поддержки ESG-проектов и разработан алгоритм определения оптимального размера субсидирования с учётом мультипликативных эффектов и «гринума»;

3) п. 23. Финансовые инвестиции и финансовые инновации. Финансы устойчивого развития. «Зелёные» финансы и экологические инвестиции. Проведено исследование инструментов «зелёного» финансирования, анализ рынка корпоративных облигаций в условиях санкций и представлены рекомендации по развитию ESG-рейтингов.

### **Новизна научных положений, выводов и рекомендаций диссертационного исследования**

Научная новизна диссертации определяется четырьмя самостоятельными результатами, полученными лично автором.

Во-первых, выявлены и содержательно дополнены критерии определения финансовой устойчивости корпораций на основе модифицированной концепции тройного критерия (Дж. Эллингтон, 1997): финансовый критерий - дополнительные доходы от проектов устойчивого развития, темпы роста которых опережают инфляцию; нефинансовый критерий - снижение стоимости капитала через качественное раскрытие нефинансовой отчётности и прозрачное внедрение ESG-принципов; комплексный критерий - улучшение позиций компании в ESG-рейтингах с учётом факторов E, S и G.

Во-вторых, систематизированы четыре причины расхождений в оценках влияния ESG-принципов на финансовую устойчивость компаний из развитых и развивающихся стран: снижение доверия к западным ESG-стандартам вследствие их недостаточной объективности и изначальной ориентации на компании «золотого миллиарда»; отсутствие учёта исторически сложившихся различий в конкурентоспособности компаний из разных юрисдикций; ориентация исследований на краткосрочные финансовые показатели;

искажение рейтингов вследствие переноса экологически «грязных» производств из развитых стран в развивающиеся.

В-третьих, разработан и апробирован алгоритм количественной оценки оптимального размера государственной поддержки ESG-проектов. Алгоритм основан на совместном учёте мультипликативных эффектов и механизма «гриниума», а также нефинансовых эффектов (при подтверждении их независимой профессиональной экспертизой). Показано, что совместное применение этих факторов одновременно сокращает сроки окупаемости инвестиций и снижает требуемые объёмы государственной поддержки.

В-четвёртых, в качестве альтернативы предложению Банка России об использовании трёх отдельных суб-индексов, диссертантом обоснована целесообразность применения единого ESG-рейтинга с дифференциацией весовых коэффициентов по видам деятельности в соответствии с ОКВЭД: доминирование «S» в сфере услуг, «E» - в сельском хозяйстве и добывающей промышленности, при неизменно высокой значимости «G» для всех видов деятельности.

### **Теоретическая и практическая значимость результатов диссертационного исследования**

Теоретическая значимость работы В.М. Козлова состоит в обосновании и содержательном дополнении критериев финансовой устойчивости корпораций с учётом ESG-составляющей, систематизации причин расхождений в мировой литературе применительно к развивающимся экономикам, а также в разработке подходов к совершенствованию ESG-рейтингования. Постсоветское пространство и Россия под санкционным давлением практически не охвачены существующими мировыми исследованиями, поэтому диссертация вносит реальный вклад в восполнение данного пробела.

Практическая значимость определяется широким спектром адресных рекомендаций: алгоритм оценки оптимального размера господдержки ESG-

проектов с учётом гринума и мультипликативных эффектов; меры по развитию рынка «зелёных» облигаций, включая упрощение регистрации эмиссии для МСБ; стимулирование НПФ через платформу «Зелёные пенсии»; дифференцированное налогообложение экологически «грязных» компаний; гармонизация ESG-стандартов со стандартами БРИКС+ и ШОС. Практическая значимость подтверждена внедрением рекомендаций в информационно-аналитическое обеспечение Правительства Российской Федерации.

### **Дискуссионные вопросы и замечания**

При высокой общей оценке диссертационного исследования представляется целесообразным вынести на обсуждение следующие замечания и вопросы к диссертанту.

**1. Ограничения обзора литературы и практическая реализация учёта нефинансовых эффектов.** Обзор в параграфе 1.2 ограничен 104 журналами первого квартиля базы Scopus на английском языке, что, несмотря на немалую выборку, заведомо исключает исследования по постсоветскому пространству. Вместе с тем выводы о причинах расхождений во влиянии ESG на финансовую устойчивость во многом строятся именно на данном обзоре, что требует оговорки об их применимости к российским компаниям. Помимо этого, алгоритм определения размера господдержки предусматривает учёт нефинансовых эффектов при условии их подтверждения «независимой профессиональной экспертизой», однако порядок её проведения и механизм разграничения реально достигнутых и декларируемых эффектов в тексте не раскрыты. Прошу диссертанта пояснить, каким образом данная процедура может быть практически реализована в рамках действующего бюджетного законодательства.

**2. Применимость расчётного примера и нефинансового критерия в современных российских условиях.** Апробация алгоритма выполнена на

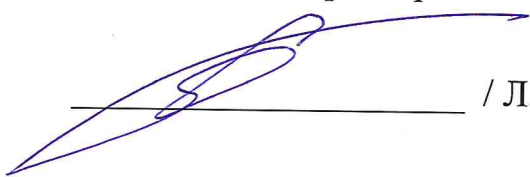
единственном примере - Комплексе по утилизации и переработке ТБО, специфичном по структуре денежных потоков и форме государственного участия. Остаётся неясным, насколько методика применима к иным категориям ESG-проектов, например транспортным, энергетическим, социальным и каковы условия её адаптации. Кроме того, нефинансовый критерий финансовой устойчивости предполагает снижение стоимости привлекаемого капитала через качественное раскрытие ESG-отчётности. Этот механизм убедителен для западных рынков, однако в российских условиях после 2022 года круг инвесторов, принимающих ESG-отчётность во внимание при формировании требований к доходности, существенно сузился. Прошу диссертанта уточнить, для каких типов российских инвесторов и при каких условиях данный механизм остаётся действенным в текущей ситуации.

**3. Верифицируемость количественных параметров и чувствительность алгоритма к уровню процентных ставок.** Диссертация содержит конкретные количественные параметры «гриниума» при различных сценариях государственной поддержки. Вместе с тем методика их расчёта и исходные допущения представлены недостаточно развёрнуто, что затрудняет самостоятельную верификацию. Отдельного внимания заслуживает чувствительность алгоритма к уровню ключевой ставки: как отмечается в тексте диссертации, «сейчас, когда ключевая ставка высока», масштаб «гриниума», необходимый для инвестиционной привлекательности долгосрочных ESG-проектов, может существенно превышать расчётные значения. Прошу диссертанта пояснить, как меняются результаты алгоритма при различных уровнях ключевой ставки, и обозначить границы практической применимости полученных оценок.

Перечисленные замечания носят дискуссионный характер и не снижают научной ценности диссертационного исследования В.М. Козлова

**Заключение.** Диссертация Козлова Владислава Михайловича «Финансовые и нефинансовые механизмы обеспечения устойчивого развития компаний в условиях новой геополитической реальности» является научно-квалификационной работой, в которой содержится решение задачи обоснования механизмов развития ESG-финансирования, обеспечивающих повышение качества разработки и реализации финансовых стратегий российских корпоративных структур, имеющей важное значение для развития экономической науки и практики, что соответствует требованиям Положения о присуждении учёных степеней, утверждённого Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 года № 842 и Порядка присуждения учёной степени кандидата наук, учёной степени доктора наук в Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, утверждённого приказом ректора ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» (в редакции приказа от 30 апреля 2025 года № 02-763, приказ об изм. № 02-1313 от 10.07.2025; приказ об изм. 02-1794 от 17.09.2025), а Козлов Владислав Михайлович заслуживает присуждения ему учёной степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 «Финансы».

Официальный оппонент,  
кандидат экономических наук,  
генеральный директор ООО «Эстейт-инвест»



/ Л.П. Синютин /

«20» мая 2026 г.

107014, г. Москва, ул. Стромынка, д. 2

Тел.: 8(996)966-50-28, sl@metrplus.com

*Получил заверено  
Главный бухгалтер  
ООО "Эстейт-инвест"  
Казкина Т.В.  
Удк 20.05.2026*

