

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

На правах рукописи

Павлика Алёна

РАЗВИТИЕ МЕТОДОВ
ESG-РЕЙТИНГОВАНИЯ НА РОССИЙСКОМ
ФОНДОВОМ РЫНКЕ

5.2.4. Финансы

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Куликова Елена Ивановна,
кандидат экономических наук, доцент

Москва – 2026

Оглавление

Введение.....	4
Глава 1 Теоретические основы и методы, применяемые при построении ESG-рейтингов на международном и российском рынках	13
1.1 Концептуальные основы оценки устойчивого развития в системе финансовых рынков.....	13
1.2 Сравнительная характеристика, виды и типология современных методов ESG-рейтингования в международной и российской практике	27
1.3 Методологические подходы, этапы и показатели присвоения и мониторинга ESG-рейтингов.....	43
Глава 2 Анализ практики ESG-рейтингования на российском и международном фондовых рынках	61
2.1 Характеристика ведущих международных методик ESG-рейтингования.....	61
2.2 Практика и развитие ESG-рейтингования на российском фондовом рынке.....	76
2.3 Оценка сопоставимости методов ESG-рейтингования, применяемых в российской и международной практике.....	95
Глава 3 Применение рейтингового подхода на российском фондовом рынке: проблемы и перспективы развития.....	110
3.1 Текущее состояние и проблемы рынка ESG-рейтингов, востребованность ESG-повестки как инструментария ответственного инвестирования.....	110
3.2 Рекомендации по совершенствованию методов ESG-рейтингования на российском фондовом рынке	123
3.3 Методика ESG-рейтингования на российском фондовом рынке	134
Заключение	144
Список сокращений и условных обозначений.....	147

Список литературы	149
Приложение А Обзор концептуальных подходов к интеграции ESG-факторов в финансовую оценку бизнеса.....	182
Приложение Б Сравнительная характеристика ESG-индексов различных поставщиков данных.....	184
Приложение В Критерии методов ESG-рейтингования	185
Приложение Г Интегративная ESG-матрица	186
Приложение Д Процедура присвоения и мониторинга ESG-рейтингов	189
Приложение Е Динамика и структура рынка GSS+ облигаций и устойчивых инвестиций.....	192
Приложение Ж Сравнительный анализа критериев, учитываемых в западных ESG-рейтингах и российских ESG-рейтингах	193
Приложение И Обзор научной литературы: взаимосвязь ESG-рейтингов и финансовых показателей активов	194
Приложение К Детальные расчеты и эмпирические данные анализа ESG-рейтингов	196
Приложение Л Аналитика ESG-сегмента российского фондового рынка (2020-2025 года): доходность индексов, облигации, регрессионный анализ.....	198
Приложение М Эконометрический анализ влияния ESG-рейтингов на финансовые показатели компаний.....	199
Приложение Н Эмпирический анализ влияния ESG-рейтингов на риск-скорректированные показатели (VaR, ES) и портфельные стратегии	204
Приложение П Результаты расчетов за период с января 2022 по сентябрь 2024; поставщик: Sustainalytics; модель: ASCAViaR; $t = 0,05$	205
Приложение Р Анализ портфеля за период с января 2022 г. по сентябрь 2024 г.; $t = 0.005$	206

Введение

Актуальность темы исследования. Одной из важнейших тенденций развития мировой экономики является внедрение ESG-принципов в деятельность ее субъектов. ESG-рейтинг является внешней независимой оценкой деятельности организации, который позволяет инвесторам оценить, насколько она соответствует требованиям ESG-повестки.

Анализ существующих методов ESG-рейтингования зарубежных и российских компаний показал значительные расхождения между отдельными агентствами и несопоставимость их оценок. В последние годы наметился определенный прогресс в области унификации подходов (развитие стандартов ISSB, рекомендаций Банка России, требований Московской биржи). Однако несмотря на этот прогресс, текущие методики ESG-оценки, преимущественно экспертно-нормативные, продолжают игнорировать финансовую существенность ESG-факторов и демонстрируют низкую адаптивность к различным стадиям жизненного цикла компаний.

Актуальность данного исследования обусловлена низкой сопоставимостью ESG-рейтингов, присваиваемых российским компаниям различными рейтинговыми агентствами, что является следствием существенной дивергенции в их методологиях. В этих условиях представляется возможной разработка риск-ориентированного подхода к ESG-рейтингованию российских публичных компаний, ориентированного не на репутационную оценку, а на анализ нефинансовых рисков для учета их финансовых последствий и динамики изменения во времени. Решение данной задачи имеет существенное значение как для развития теоретических основ финансовых рынков, так и для повышения качества инвестиционных решений на российском фондовом рынке.

Степень разработанности темы исследования. Анализ литературы показывает, что тема ESG-рейтингования активно исследуется как на международном, так и на российском уровне, однако остаются значительные

пробелы: в стандартизации методологий ESG-рейтингования, в оценке влияния самих рейтингов на финансовые показатели компаний, а также в адаптации существующих подходов к специфике российского фондового рынка. Данная работа направлена на восполнение этих пробелов.

Теоретические и прикладные аспекты ESG-оценки получили широкое освещение в зарубежной экономической литературе. Существенный вклад в исследование взаимосвязи ESG-факторов и финансовых результатов компаний внесли такие авторы, как M. Porter, G. Serafeim, R. Eccles, I. Ioannou, J. Krüger, S. Khan, C. Flammer, S. El Ghoul, R. Albuquerque, E. Dimson, L. Bassen, A. Dorfleitner, J. Sharfman.

Вопросы финансовой существенности ESG-факторов и отраслевой дифференциации их влияния рассматриваются в работах S. Khan, G. Serafeim, A. Yoon, L.H. Pedersen, S. Fitzgibbons, L. Pomorski. Ряд исследований, проведенных как на международном, так и на российском уровне, подчеркивают важность ESG-факторов для привлечения инвестиций и управления финансовыми рисками: S. El Ghoul, R. Albuquerque, И.С. Белик, А.С. Дуцинин, Н.Л. Никулина, Т.А. Саадулаева. В то же время, некоторые работы указывают на недостаточную интеграцию ESG-рейтингов в инвестиционные стратегии и неоднозначность корреляции между высокими рейтингами и финансовыми показателями компаний: В. Berg, J. Kölbel, R. Rigobon, С. Бик.

Существенный вклад в изучение российской ESG-практики и рынка зеленых облигаций внесли также С.Д. Смирнов, Б.Б. Рубцов, Н.Е. Анненская, Л.Н. Андрианова, С.А. Панова, И.А. Гусева, Е.П. Симаева, А.А. Шайдурова, А.Е. Абрамова, Ю.В. Вымятина, А.А. Черных, О.Г. Аркадьева, К.С. Трофимова, М. Ковтуненко, А. Коломыцева, И. Болгова, Т.А. Саадулаева, М.С. Шальнева, С.Б. Васильева.

С позиции институционального подхода в публикациях перечисленных исследователей рассматривается широкий круг вопросов: от роли надзорных органов и специфики выпуска «зеленых» долговых инструментов до

воздействия ESG-повестки на корпоративные стратегии и проблематики раскрытия нефинансовых данных. Однако в российской научной литературе обнаруживается явный дефицит материалов, касающихся внедрения экологических, социальных и управленческих критериев в процессы инвестиционного анализа. В частности, слабо формализованы процедуры определения весов таких критериев на базе их финансовой значимости. Помимо этого, недостаточно проработана увязка ESG-оценок с этапами жизненного цикла предприятий. Однако, несмотря на значительное количество исследований, остается методологический разрыв между существующими ESG-рейтингами и задачами риск-ориентированного анализа на российском фондовом рынке, что обуславливает необходимость настоящего диссертационного исследования.

Цель и задачи исследования. Цель настоящего диссертационного исследования заключается в разработке и обосновании риск-ориентированного подхода к ESG-рейтингованию российских публичных компаний, учитывающего вариативность входящих данных, адаптированных к специфике российского фондового рынка, с акцентом на прозрачность, сопоставимость рейтингов, рассчитанных по различным национальным, в том числе российским, и международным методикам рейтингования, а также интеграцию ESG-факторов в инвестиционные стратегии компаний.

Для достижения поставленной цели в работе ставятся следующие **задачи**:

1) выявить и охарактеризовать двухуровневую структуру институциональной среды российского ESG-рынка, включающую централизованный регулятивный уровень и децентрализованный рыночный уровень, а также доказать необходимость формирования «автономного контура» ESG-оценки, выражающегося в росте числа отечественных методик и переориентации на внутренние критерии в условиях санкционных ограничений и регуляторных инициатив Банка России с целью обеспечения сопоставимости различных (национальных и международных) методик

рейтингования;

2) систематизировать теоретические подходы к ESG-рейтингованию на глобальном и национальном уровнях и научно обосновать несоответствие существующих ESG-рейтингов задачам риск-ориентированного инвестиционного анализа, а также выявить «слепые зоны» в системе управления нефинансовыми рисками российских публичных компаний;

3) разработать авторскую классификацию российских ESG-методик по типологическим уровням и количественно оценить степень их расхождения с международными практиками через введение коэффициента методологической дивергенции (КМД);

4) сформировать риск-ориентированный механизм определения финансовой существенности ESG-факторов и предложить эндогенный метод расчета весов ESG-показателей, при котором веса не задаются экспертно или нормативно, а определяются эмпирически - на основе регрессионного и факторного анализа их фактического влияния на финансовую результативность и рыночные риски компаний;

5) разработать интегральную архитектуру ESG-рейтингования (Интегративная ESG-матрица), обеспечивающую адаптацию оценки к отраслевой специфике, стадиям жизненного цикла компаний и динамике изменения их ESG-профиля.

Объектом исследования являются российские публичные компании, акции которых обращаются на фондовом рынке.

Предметом исследования являются методы, модели и инструменты ESG-рейтингования, применяемые для оценки устойчивости и рисков эмитентов.

Область исследования диссертации соответствует п. 23 «Финансовые инвестиции и финансовые инновации. Финансы устойчивого развития. «Зеленые» финансы и экологические инвестиции» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Теоретическая значимость работы обусловлена новизной

рассмотренных проблем и полученных результатов. Основные положения и выводы, сформулированные в работе, дополняют и развивают сложившуюся теоретическую базу присвоения ESG-рейтингов, углубляют методологические основы исследования структуры и инструментов ESG-рынка, а также вносят вклад в развитие соответствующих разделов финансовой науки, как теория финансовых рынков, финансовый риск-менеджмент, инвестиционный анализ и корпоративные финансы.

Практическая значимость работы определяется широтой привлеченного эмпирического материала и возможностью использования полученных обобщений и оценочных суждений для доказательной поддержки решений государственных органов, рейтинговых институтов и организаций, занятых совершенствованием политики в сфере устойчивого развития. Содержащиеся в диссертации выводы создают основу для повышения качества и сопоставимости ESG-оценок на российском фондовом рынке.

Методология и методы исследования. В основу диссертационного исследования заложен диалектический подход, позволяющий рассматривать экономические законы, явления и процессы сквозь призму непрерывной эволюции и внутренней взаимосвязи. Методологическая база сформирована на основе обобщения теоретических положений, принадлежащих разным экономическим школам, в том числе институциональной теории, неоклассической теории финансов, поведенческой экономики и теории агентских отношений. В ходе исследования применялись техники экономико-статистического анализа, регрессионное моделирование, процедуры многокритериальной оценки и сравнительный анализ.

Информационную базу исследования составили российские законодательные и нормативно-правовые акты, включая указы Президента, постановления и приказы Правительства и Минфина России; а также нормативные и информационные документы Банка России (включая рекомендации в области ESG-кредитования и раскрытия информации) и

требования Московской биржи к эмитентам в части нефинансовой отчетности. В работе также использовались отчетные документы (финансовые и нефинансовые) отечественных компаний, сведения национальных ESG-рейтинговых агентств, официальные публикации регуляторов и открытые аналитические материалы. Дополнительно привлекались данные Росстата, обзорно-статистические и справочные ресурсы сети Интернет (обработанные нами), а также экспертные оценки и выполненные лично соискателем расчеты.

В качестве исходной гипотезы в диссертации выдвигается следующее предположение: внедрение авторской методики присвоения ESG-рейтингов будет способствовать унификации соответствующих оценочных процедур, снижению информационной асимметрии между стейкхолдерами, а также повышению прозрачности расчетных алгоритмов и достоверности применяемых первичных данных.

Научная новизна исследования заключается в разработке авторской методики, позволяющей на основе интегративной ESG-матрицы как аналитического индикатора сформировать дифференциальные оценки, демонстрирующие статистически значимую связь ESG-рейтинга с регуляторными требованиями, отраслевыми особенностями, стадиями жизненного цикла компании и уровнем информационной асимметрии через систему корректирующих коэффициентов, обеспечивающих сопоставимость показателей компаний различного уровня раскрытия данных, и позволяющей обеспечить интеграцию ESG-факторов в инвестиционные стратегии компаний.

Положения, выносимые на защиту:

1) Выявлена двухуровневая структура институциональной среды российского ESG-рейтингования, которая обуславливает наличие различных подходов к рейтингованию, с превалированием ориентации на отраслевую структуру и практики корпоративного управления в ущерб оценкам климатической повестки, углеродного следа и долгосрочных переходных

рисков. Доказана устойчиво-дивергентная модель российского ESG-рынка, развивающаяся в стороне от универсалистской парадигмы, но демонстрирующая собственную логическую целостность (С. 84-86).

2) Введено понятие отраслевого ESG-вектора, количественно оценены на базе эмпирических данных отраслевые различия в структуре ESG-факторов, а также выявлены «слепые зоны» в российском риск-менеджменте (климатическая политика, этика и антикоррупция) по сравнению с западными практиками, на основе научного обоснования того факта, что существующие ESG-рейтинги российских публичных компаний в текущем виде не обеспечивают адекватной оценки нефинансовых рисков, релевантной для инвестиционного анализа, что выражается в слабой связи интегральных ESG-оценок с финансовыми показателями и рыночной стоимостью эмитентов (С. 88-89; 112-116; 123).

3) Количественно оценено расхождение отечественных практик с международными, выявлен системный перекоп в сторону компонента G (управление) в российских агентских методиках, объясняющий до 60% расхождений с международными оценками путем введения понятие «коэффициент методологической дивергенции ESG-рейтинга» (КМД), рассчитываемого как отношение среднеквадратичного отклонения позиций компании по трем независимым рейтингам к среднему значению позиции. Установлено, что для российского рынка КМД составляет 0.27, что свидетельствует о высокой вариативности и низком уровне согласованности оценок между агентствами. Обоснована концепция вторичного ESG-сигналирования для биржевых рейтингов, отражающих информационно-репутационную и институционально-поведенческую функции (С. 87-91).

4) Предложен эндогенный механизм определения весов ESG-факторов на основе эмпирического анализа чувствительности доходности и риска к изменениям соответствующих показателей (С. 125-126).

5) Разработана авторская архитектура ESG-рейтингования на основе интегративной ESG-матрицы, обеспечивающей адаптацию ESG-оценки к

регуляторным требованиям, отраслевым особенностям, стадии жизненного цикла компании и уровню информационной асимметрии. Сформировано ESG-ядро – набор показателей, имеющих статистически верифицированное влияние на финансовые показатели компаний (E1, E2, S1, G1, G3) (С. 50-54; 125).

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Подтверждением надежности выдвигаемых на защиту тезисов служит правомерное применение эконометрических инструментов при моделировании и аналитической обработке, а также опора на данные, извлеченные из официальных источников.

В период выполнения диссертационного исследования ключевые результаты работы были представлены автором на ряде научных конференций: на Международной научно-практической конференции «Трансформация финансовых рынков и банков: финансирование приоритетных направлений экономического развития» (Москва, Финансовый университет, 1 марта 2024 года); на Международной научно-практической конференции «Трансформация финансовых рынков и финансовых систем в условиях цифровой экономики: перспективы рынка цифровых активов в России» (Москва, Финансовый университет, 24-25 октября 2024 года); на Международной научно-практической конференции «Трансформация финансовых рынков и финансовых систем в условиях цифровой экономики: цифровые активы: соединяя возможности» (Москва, Финансовый университет, 23-24 октября 2025 года); на Открытом научном мероприятии «Межвузовский научный конгресс «Высшая школа: научные исследования»» (Москва, издательство Инфинити, 13 ноября 2025 года).

Материалы исследования внедрены в практическую деятельность Департамента корпоративной отчетности Финансового блока ПАО «МТС». Автором разработана и передана для использования модифицированная методика ESG-оценки российских эмитентов, сопоставляющая E-, S- и G-

показатели с WACC, ROA и рыночной капитализацией. Методика применяется при подготовке выпусков экологических и социальных облигаций: на ее основе формируется ESG-профиль эмитента, обосновываются параметры эмиссии, а также раскрывается информация для инвесторов. Внедрение результатов позволило повысить обоснованность эмиссионных решений и прозрачность нефинансовой отчетности.

Результаты диссертационного исследования используются в учебном процессе Кафедрой финансовых рынков и финансового инжиниринга Финансового факультета ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебной дисциплины «Финансовые технологии и финансовый инжиниринг» для направления подготовки 38.04.01 «Экономика» (магистратура) профиля «Международный энергетический бизнес».

Апробация результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения диссертации отражены в 5 научных работах общим объемом 4,42 п.л. (весь объем авторский), в том числе 4 работы авторским объемом 3,8 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации определены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, состоящего из 240 наименований, 14 приложений. Текст диссертации изложен на 207 страницах машинописного текста (включая приложения), содержит 34 таблицы, 11 формул, 18 рисунков.

Глава 1

Теоретические основы и методы, применяемые при построении ESG-рейтингов на международном и российском рынках

1.1 Концептуальные основы оценки устойчивого развития в системе финансовых рынков

Экономическая мысль, предшествовавшая формированию современной концепции устойчивого развития, затрагивала отдельные близкие по смыслу вопросы неравномерно и в разных терминологических рамках. В классической политической экономии XVIII века (А. Смит) [10] и работах экономистов XIX века (Т. Мальтус [41], Д. Рикардо [7], Дж. С. Милль [6]; а также К. Маркс [42]) обсуждались проблемы экономического роста, распределения, ограниченности ресурсов и долгосрочных последствий накопления капитала, однако категория «устойчивого развития» в современном понимании в тот период еще не использовалась. Существенный вклад в экономическую трактовку экологических ограничений был сделан позже - в конце XIX – первой половине XX века – в рамках маржиналистской и неоклассической традиции, а также зарождающейся экономики благосостояния, где получили развитие представления о внешних эффектах, общественных благах и, соответственно, о необходимости государственного регулирования в ситуациях рыночных провалов. Во второй половине XX века на этой основе сформировалась экологическая экономика и современная повестка устойчивого развития, в которой акцент смещается от идеи человека как «управляющего» природными ресурсами к подходу, рассматривающему экономическую систему как часть более широкой природной и социальной среды и требующему баланса экономических, экологических и социальных целей [5].

Изначально понятие «устойчивое развитие» возникло в лесной отрасли,

где под ним понимался комплекс мероприятий по лесоразведению и лесозаготовке, обеспечивающий, чтобы эксплуатация взаимосвязанных лесных массивов не наносила ущерба их естественному восстановлению. Впервые этот термин был упомянут в Стратегии охраны природы и природных ресурсов Международного союза охраны природы, опубликованной в 1980 году (МСОП, 1980) [175]. С момента формирования концепции устойчивого развития она заняла заметное место в научных дискуссиях об окружающей среде и социально-экономическом развитии и получила широкое признание в международной повестке. Первоначально акцент делался преимущественно на экологических ограничениях экономического роста, однако в дальнейшем концепция была расширена и стала рассматриваться как интеграция экологических, социальных и экономических целей развития [1; 20].

Доминирующая до 1970-х годов модель социально-экономического развития, ориентированная преимущественно на ускорение экономического роста, сохранялась до тех пор, пока не стало очевидно, что массовое потребление и расширение производства усиливают антропогенную нагрузку на окружающую среду, приводя к загрязнению и росту экологически обусловленных рисков для здоровья населения, а также усугубляя социальные проблемы. Одновременно с нарастанием масштабов освоения природных ресурсов, прежде всего невозобновляемого сырья и ископаемого топлива, в научной и общественно-политической повестке усилилось внимание к межпоколенческим эффектам и необходимости долгосрочного, рационального использования ограниченных ресурсов [139; 166]. Нарастание противоречия между темпами социально-экономического развития и экологическими ограничениями приводит к усилению экологических рисков и повышает вероятность неблагоприятных последствий, включая необратимые [172].

Стремление развитых стран содействовать улучшению социально-экономического положения и экологической ситуации в

развивающихся странах стало одной из предпосылок создания Римского клуба: в 1968 году в Риме группа ученых, экономистов и представителей гуманитарных наук из десяти стран объединилась для обсуждения актуальных глобальных проблем и долгосрочных вызовов для человечества (ограниченные природные ресурсы, рост населения, экономическое развитие, экологические проблемы и т.д.) [202]. Данные исследователи сформировали автономную международную структуру, получившую наименование Римский клуб. В 1972 году они представили первый из двух отчетов - «Пределы роста» [11], а спустя два года, в 1974 году, - второй, озаглавленный «Человечество на переломе» [202]. В обоих документах содержатся результаты проведенной работы и обращенный к мировому сообществу призыв пересмотреть характер взаимодействия с планетой. Примечательно, что именно в первом докладе произошло уточнение дефиниции «устойчивость» в русле ее современной интерпретации.

Теоретическая основа устойчивого развития сформировалась в период с 1972 по 1992 год в ходе ряда международных конференций и инициатив. Конференция ООН по окружающей человека среде, состоявшаяся в Стокгольме в 1972 году [13], стала первым крупным международным мероприятием, посвященным устойчивому развитию в глобальном масштабе. Конференция придала значительный импульс международному экологическому сотрудничеству и сформировала рекомендации, которые впоследствии привели к созданию Программы ООН по окружающей среде (ЮНЕП), а также к развитию национальных природоохранных институтов. Рекомендации Стокгольмской конференции (Конференции ООН по проблемам окружающей человека среды 1972 года) получили дальнейшее развитие во Всемирной стратегии охраны природы (World Conservation Strategy, 1980 год) [99; 175]. Этот документ был подготовлен в сотрудничестве Международного союза охраны природы (IUCN), Всемирного фонда дикой природы (WWF) и ЮНЕП; его целью было содействие устойчивому развитию путем определения приоритетных

природоохранных вопросов и ключевых вариантов политики. Именно в этой стратегии впервые был сформулирован подход, позднее развитый в докладе Комиссии Брундтланд.

Концепция устойчивого развития получила дальнейшее распространение в международной повестке. В 1983 году Генеральная Ассамблея ООН учредила Всемирную комиссию по окружающей среде [14] и развитию (World Commission on Environment and Development, WCED) под председательством премьер-министра Норвегии Гру Харлем Брундтланд (Комиссия Брундтланд). Комиссия, включавшая представителей как развитых, так и развивающихся стран, была учреждена в ответ на усиливающуюся обеспокоенность «ускоряющимся ухудшением состояния окружающей человека среды и природных ресурсов и последствиями этого ухудшения для экономического и социального развития» [16; 21].

Важнейшие вехи институционализации концепции устойчивого развития связаны с докладом «Наше общее будущее» [12] Международной комиссии ООН по окружающей среде и развитию (1987 г.), Конференцией ООН по окружающей среде и развитию в Рио-де-Жанейро (1992 г.), принятием программы действий «Повестка дня на XXI век» («Agenda 21») [198], а также последующим утверждением Целей устойчивого развития (ЦУР) ООН в 2015 г. [21]. Эти документы закрепили идею необходимости согласования экономического роста, социальной справедливости и сохранения окружающей среды. Возникновение концепции устойчивого развития было обусловлено необходимостью разрешить противоречие, сложившееся между классической парадигмой экономического роста, с одной стороны, и объективно существующей ограниченностью природно-ресурсной базы, а также нарастанием экологических и социальных диспропорций - с другой.

В дальнейшем данная концепция легла в основу масштабных изменений: под ее влиянием оказались корпоративные стратегии, механизмы нормативного регулирования и архитектура финансовых рынков.

«Устойчивое развитие – это развитие, которое удовлетворяет потребности будущих поколений, не ставя под угрозу способность будущих поколений удовлетворять свои собственные потребности» (WCED 1987, стр. 43) [12]. Такое понимание задает долгосрочный горизонт анализа и требует учитывать не только экономические, но и экологические и социальные последствия хозяйственной деятельности.

Развитие идей, заложенных в докладе Брундтланд, а также итогов Стокгольмской конференции ООН по проблемам окружающей среды (1972 г.), привело к новому этапу институционализации устойчивого развития. Рио-де-Жанейрская декларация, принятая по итогам конференции 1992 года, содержит 27 принципов устойчивого развития, включая Принцип 7 «Общая, но дифференцированная ответственность», который гласит: «Учитывая различный вклад в глобальную деградацию окружающей среды, государства несут общую, но дифференцированную ответственность. Развитые страны осознают ответственность, которую они несут в международном стремлении к устойчивому развитию, учитывая давление, которое их общества оказывают на глобальную окружающую среду, а также технологии и финансовые ресурсы, которыми они располагают.» [99].

Логическим продолжением этих идей стало формирование международной климатической повестки, которая конкретизировала экологические обязательства государств и бизнеса [28; 31]. Ключевыми событиями, способствовавшими интеграции ESG-факторов в бизнес, стали принятие Киотского протокола в 1997 году [17] и Парижского соглашения в 2015 году [22]. Эти документы обязали развитые страны сократить выбросы парниковых газов и ограничить глобальное потепление до 1,5–2°C. В таблице 1 подробно рассмотрены основные этапы формирования повестки устойчивого развития.

Страны, присоединившиеся к нему, взяли на себя обязанность сократить или стабилизировать выбросы парниковых газов в атмосферу на уровне, который предотвратил бы вредное антропогенное воздействие на

климатическую систему планеты. В то же время Протокол предоставил этим странам возможность приобретения прав на выбросы у других стран с высокими выбросами [8; 59].

Таблица 1 – Основные события и документы в формировании повестки устойчивого развития

Год	Событие/документ	Описание	Источник
1968	Создание Римского клуба	Международная организация, исследующая глобальные проблемы человечества. Заложила основу для системного анализа ограниченности ресурсов	The Limits to Growth. New York: Universe Books, 1972
1972	Доклад «Передель роста»	Подготовленный командой Массачусетского технологического института под руководством Денниса Медоуза доклад предупредил об опасностях неконтролируемого экономического роста	The Limits to Growth: A Report for the Club of Rome's Project on the Predicament of Mankind. New York: Universe Books, 1972
1972	Стокгольмская конференция ООН	Принятие декларации с 26 принципами сохранения окружающей среды, признание права на здоровую окружающую среду	Конференция ООН по проблемам окружающей человека среды прошла 5–16 июня 1972 г. в Стокгольме (United Nations, 1972)
1983	Всемирная комиссия по окружающей среде и развитию (Комиссия Брундтланд)	Впервые официально использован термин «устойчивое развитие»	United Nations General Assembly. (1983). Resolution 38/161. Process of preparation of the Environmental Perspective to the Year 2000 and Beyond
1987	Доклад «Наше общее будущее»	Определение устойчивого развития как модели, удовлетворяющей потребности настоящего без ущерба будущим поколениям	World Commission on Environment and Development (WCED). (1987). <i>Our Common Future</i> . Oxford: Oxford University Press
1992	Конференция в Рио-де-Жанейро	Принятие ключевых документов: Повестка дня на XXI век, Рамочная конвенция ООН об изменении климата	United Nations. (1993). Report of the United Nations Conference on Environment and Development, Rio de Janeiro, 3–14 June 1992. New York: United Nations
2004	Доклад «Who Cares Wins»	Кофи Аннан представил концепцию ESG, заложившую основу для ответственного инвестирования	International Finance Corporation (IFC). Who Cares Wins : IFC Brief [Электронный ресурс]. — Washington, DC: World Bank Group (IFC), (2024)

Источник: составлено автором на основании материалов [11-14; 7; 99].

Теоретико-методологические предпосылки ESG-подхода формировались в исследованиях по экологической экономике, устойчивому развитию и ответственному инвестированию, где рассматривались проблемы внешних эффектов, общественных благ [3; 21], ограниченности природного капитала и необходимости учета нефинансовых факторов в экономических

решениях [8; 26]. Существенный вклад в развитие экологической экономики и смежных направлений внесли Э. Дж. Мишан [205], Э. Ф. Шумахер [222], К. Боулдинг [139], Н. Жоржеску-Роеген [166], Г. Дэйли [153], а также ряд исследователей, анализировавших экологические ограничения экономического роста и институциональные аспекты природопользования (Г. Хардин [172], П. Эрлих, Д. Холдрен [160] и др.).

В то же время, применительно к задачам настоящего исследования ключевое значение имеют работы, рассматривающие устойчивое развитие и ESG уже в логике финансового рынка: как систему показателей, процедур раскрытия нефинансовой информации и инструментов оценки рисков [8; 33]. В этой части особый интерес представляют исследования по нефинансовой отчетности, устойчивому финансированию и экологическому/ответственному инвестированию [27; 78], в том числе выполненные на российском материале (А.А. Абрамов [80], Л.Н. Андрианова [84], М.Д. Дубровина [100]). Указанные направления сформировали основу для последующего развития практик ESG-оценки и рейтингования, однако вопросы методического построения ESG-рейтингов (выбор индикаторов, нормирование, взвешивание, агрегирование и сопоставимость результатов) требуют дальнейшей проработки с учетом российских условий.

Согласно Федеральному закону Российской Федерации от 10 января 2002 г. № 7 «Об охране окружающей среды», глава 1, статья 3, принцип устойчивого развития отмечен в [19]. Указом Президента РФ от 1 апреля 1996 г. № 440 «О Концепции перехода Российской Федерации к устойчивому развитию» была одобрена одноименная концепция, утвержденная Правительством РФ [15]. Главная задача этого документа заключалась в том, чтобы обеспечить сбалансированное развитие общества по трем направлениям: экологическому, экономическому и социальному. При этом акцент делается на приоритете долгосрочных интересов перед сиюминутной выгодой, а также на необходимости учитывать экологические ограничения

при экономическом росте.

Переход от ранних концепций устойчивого развития к внедрению термина ESG произошел в 2004 году благодаря активности Кофи Аннана, занимавшего тогда пост генерального секретаря ООН. Он обратился к ведущим корпорациям и участникам финансового рынка с призывом включать экологические, социальные и управленческие аспекты в стратегии и практики корпоративного управления [78].

Истоки современной систематизации ESG-критериев связывают с докладом «Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World», подготовленным в рамках инициативы UN Global Compact совместно с более чем 20 крупнейшими международными финансовыми институтами [78]. Этот документ заложил основы для встраивания трех групп факторов в бизнес-стратегии компаний и содержал рекомендации по внедрению механизмов ответственного инвестирования, которые позже легли в основу многих методологий оценки ESG-компонентов [8; 26].

На основе доклада «Who Cares Wins» были разработаны Принципы ответственного инвестирования (PRI – Principles for Responsible Investment) [26], призывающие инвесторов учитывать ESG-факторы при принятии инвестиционных решений [137]. Вместе с тем первые попытки упорядочивания этой сферы столкнулись с рядом трудностей - в частности, с многообразием трактовок ключевых понятий и отсутствием унифицированных стандартов.

Термин ESG (Environmental, Social, Governance) был институционализирован в середине 2000 годов именно благодаря этим инициативам ООН [26; 78]. Он отражает три ключевых блока факторов: экологические (E), социальные (S) и корпоративного управления (G), которые в совокупности формируют нефинансовый профиль компании и ее устойчивость к внешним и внутренним шокам. В дальнейшем развитие финансовых рынков, глобализация и рост значимости нефинансовых факторов обусловили формирование ESG-подхода как прикладного

инструмента реализации устойчивого развития на уровне корпораций и инвестиционных решений (Eccles, Klimenko, 2019 [159]; Kotsantonis, Serafeim, 2019 [188]).

Составляющая E (экологическая) характеризует то, каким образом деятельность корпорации сказывается на природной среде. Сюда относятся: объемы выбросов парниковых газов, практики обращения с отходами, рациональность потребления энергоресурсов и воды, использование земель, а также степень вовлеченности эмитента в «углеродоинтенсивные» и экологически уязвимые виды хозяйствования [27; 28; 133]. В свою очередь, социальный блок (S) показывает [33], как компания выстраивает отношения с сотрудниками (включая условия и охрану труда), соблюдает права человека, взаимодействует с локальными сообществами, партнерами и потребителями. Дополнительно данный компонент учитывает вклад бизнеса в наращивание человеческого капитала [2; 5; 163]. Компонент корпоративного управления (G) характеризует структуру и эффективность органов управления [70; 215], распределение прав и обязанностей между акционерами и менеджментом, наличие независимых директоров, прозрачность и подотчетность, качество системы внутреннего контроля и управления рисками [212].

Распространение ESG-подхода обусловлено признанием того, что экологические, социальные и управленческие факторы могут выступать источником существенных рисков и возможностей [167], оказывающих прямое воздействие на финансовые результаты, стоимость капитала и устойчивость компаний [158; 164; 168]. Ключевые современные исследования, рассматривающие ESG-рейтинги с позиции фундаментального финансового анализа, систематизированы в приложении А. Экологические инциденты, нарушения трудового законодательства, корпоративные скандалы и конфликты интересов приводят к судебным и регуляторным санкциям, репутационным потерям, снижению капитализации и ухудшению доступа к финансированию. Эмпирические исследования подтверждают, что компании, осуществляющие системную интеграцию ESG-факторов в

стратегическое планирование и операционную деятельность, демонстрируют устойчивые финансово-экономические показатели [130; 148; 168].

На уровне фондового рынка ESG-подход обрел форму развернутой инфраструктуры, обслуживающей сферу ответственного и устойчивого инвестирования. К ее ключевым элементам относятся Принципы ответственного инвестирования (PRI) [26], рекомендации TCFD [28] по раскрытию климатических рисков, стандарты нефинансовой отчетности GRI [27] и SASB [29], а также принятые международные стандарта в области отчетности по устойчивому развитию по ISSB [30; 31].

Перечисленные инициативы задают общие рамки для интеграции ESG-факторов в аналитические модели, риск-менеджмент, инвестиционные стратегии и регуляторные требования. Концепция ESG стала фундаментальной основой для оценки устойчивости компаний и продвижения ответственной деловой практики, каждый компонент ESG раскрыт в таблице 2. В отличие от традиционного финансового анализа, ESG-подход учитывает экологические и социальные аспекты наряду с корпоративным управлением при принятии операционных решений [159; 167; 188].

Таблица 2 – Компоненты ESG и их отражение в международной практике

Компонент	Описание	Примеры критериев
Экологический (Environmental)	Оценка воздействия компании на окружающую среду	Управление выбросами парниковых газов, рациональное использование ресурсов, контроль загрязнений
Социальный (Social)	Отношения с сотрудниками, клиентами и сообществами	Условия труда, безопасность, социальная ответственность
Корпоративное управление (Governance)	Практики управления компанией и прозрачность	Антикоррупционные меры, структура совета директоров, соблюдение прав акционеров

Источник: составлено автором.

В последние годы российские академические и прикладные сообщества демонстрируют рост исследовательского интереса к воздействию ESG-повестки на резильентность двух сопряженных сфер – корпоративного сектора и финансовых рынков. Как следует из работ, посвященных

ESG-трансформации компаний и купированию порождаемых ею рисков, интеграция нефинансовых критериев все чаще позиционируется не как добровольная, а обязательная составляющая стратегического планирования, а также как детерминанта удержания конкретных позиций на глобальных рынках [4; 85; 89].

В публикациях отечественных авторов особо подчеркивается, что зарубежные наработки необходимо адаптировать к местной институциональной среде [35; 37; 49]. Наряду с этим ставится задача по развитию внутренней системы нормативного регулирования в данной сфере и формированию сопутствующей инфраструктуры [38].

Классическая интерпретация М. Фридмана, долгое время занимавшая доминирующие позиции, сводила устойчивое развитие бизнеса исключительно к наращиванию прибыли при условии соблюдения формальных «правил игры» [165]. Этот взгляд, получивший известность как теория акционерной стоимости (Shareholder Theory), на протяжении десятилетий определял вектор финансовой науки.

Однако обострение экологических проблем, углубление социального неравенства и серии корпоративных скандалов стимулировали пересмотр устоявшейся парадигмы. Альтернативой выступила теория стейкхолдеров Э. Фримена [163], согласно которой долгосрочный успех компании определяется ее способностью генерировать ценность не только для акционеров, но и для широкого круга контрагентов: сотрудников, потребителей, поставщиков, локальных сообществ и государства. Именно этот концептуальный сдвиг создал предпосылки для последующего оформления идеи устойчивого развития в прикладной бизнес-плоскости.

Последовательная эволюция от концепции устойчивого развития и в конечном счете к ESG-трансформации знаменовала собой переход от разовых, зачастую сугубо филантропических или PR-ориентированных инициатив к планомерной интеграции нефинансовых факторов в стратегический и операционный контуры компании [4; 78; 165].

Закономерным итогом имплементации концепции устойчивого развития как на глобальном, так и на российском рынке стало возникновение ESG-рейтингов [9; 26; 36]. Данный инструмент позволяет квантифицировать степень соответствия компаний принципам устойчивости. В основе его методологии лежит фундаментальная посылка: долгосрочная жизнеспособность бизнеса детерминирована не только его финансовыми результатами, но также характером воздействия на окружающую среду, уровнем социальной ответственности и качеством корпоративного управления.

ESG-аналитика становится важным элементом в системе принятия инвестиционных решений, фокусируясь на аспектах внешних воздействий среды на компанию и соответствующих финансовых последствиях [103; 168]. Это отражает растущее понимание того, что ESG-факторы могут существенно влиять на долгосрочную устойчивость и конкурентоспособность организаций [2; 158].

ESG-рейтинги квалифицируются как оценочные инструменты, осуществляющие ранжирование хозяйствующих субъектов по степени их соответствия принципам устойчивого развития на основе комплексного анализа экологических, социальных и управленческих параметров деятельности. Присваиваемые специализированными рейтинговыми агентствами, данные оценки выступают значимым ориентиром для инвестиционного сообщества.

В отличие от ESG-рейтингов, базирующихся на многофакторных методологиях, рэнкинги в рассматриваемой сфере акцентируют внимание на отдельных аспектах деятельности в контексте устойчивого развития, предлагая более упрощенный формат межкорпоративных сопоставлений [87; 114]. Рэнкинг определяется как упорядоченная последовательность организаций, выстроенная в соответствии с заранее установленными критериями устойчивости [42; 48].

ESG-индексы выполняют функцию агрегированного измерителя [66],

отражающего состояние сегмента рынка сквозь призму устойчивого развития. Результаты сравнительного анализа конструирования различных видов указанных оценок систематизирован в приложении Б [54; 98; 114].

Для рейтингов, рэнкингов и индексов, несмотря на их функциональные и методологические различия, характерна единая целевая направленность: количественная верификация и сравнительный анализ деятельности корпоративных эмитентов сквозь призму их вклада в реализацию принципов устойчивого развития [5; 54; 87]. Все три категории инструментов базируются на эмпирическом анализе экологических, социальных и управленческих параметров и выполняют функцию ключевого информационного ориентира для стейкхолдеров, в особенности - для инвестиционного сообщества. Принципиально иной подход реализован в кредитных рейтингах, оценивающих способность эмитента обслуживать долговые обязательства [32; 95; 208]. Систематизация различий между ESG-рейтингами и кредитными рейтингами представлена в таблице 3.

Таблица 3 - Основные различия между ESG-рейтингами и кредитными рейтингами

Категория	ESG-рейтинги	Кредитный рейтинги
Основная цель	Оценка экологических, социальных и управленческих факторов	Оценка способности компании выполнять финансовые обязательства
Методология	Высокая вариативность методик, низкая корреляция между агентствами (~0,32–0,61)	Высокая согласованность методик, корреляция >99%
Регулирование	Минимальное или отсутствующее регулирование	Строгий государственный и международный надзор
Использование	Инвестиции, ориентированные на устойчивое развитие	Финансирование, оценка рисков дефолта

Источник: составлено автором.

Дифференциация рейтингов, рэнкингов и индексов осуществляется по следующим параметрам: методология конструирования, степень аналитической детализации и формат результирующих показателей [49; 54].

Рейтинги базируются на комплексной многофакторной методологии, итогом которой выступает присвоение эмитенту категории или интегрального балла, отражающего уровень соответствия принципам устойчивого развития.

Рэнкинги, напротив, ограничиваются ранжированием компаний по

относительно узкому набору критериев, что обеспечивает упрощенный формат межкорпоративных сопоставлений [87; 114].

Индексы же выполняют функцию агрегированного измерителя: обобщая данные по группе эмитентов, они формируют интегральный показатель, характеризующий состояние соответствующего сегмента рынка сквозь призму ESG-факторов [54; 137; 168].

Систематизируя изложенное, можно сформулировать ряд ключевых положений, определяющих концептуальные рамки настоящего исследования. С одной стороны, устойчивое развитие трактуется как концепция макроуровня, которая задает желаемую траекторию экономического и общественного прогресса, базирующуюся на равновесии между экономической эффективностью, экологической безопасностью и социальной справедливостью. Данная концепция прошла эволюцию от природоохранных инициатив 1970 годов (Стокгольмская конференция, создание ЮНЕП) через институционализацию в докладе «Наше общее будущее» (1987 год) и Рио-де-Жанейрской декларации (1992 год) до утверждения Целей устойчивого развития ООН (2015 год).

С другой стороны, ESG-подход понимается в качестве прикладного механизма, посредством которого идеи устойчивого развития воплощаются на микроуровне – в деятельности компаний и на финансовых рынках. Его институционализация связана с докладом «Who Cares Wins» (2004 год) и последующей разработкой Принципов ответственного инвестирования (PRI), что ознаменовало переход от абстрактных деклараций к конкретным критериям оценки.

И наконец, ESG-факторы интерпретируются как источники специфических угроз, так и потенциальных выгод. При том, что ESG-риски относятся к категории нефинансовых, тем не менее они способны материализоваться в прямые финансовые потери, оказывая влияние на рыночную стоимость предприятия и его возможности по привлечению капитала.

Кроме того, ESG-рейтинги понимаются как формализованный инструмент, позволяющий оценить эффективность управления компанией ESG-рисками и ее воздействие на устойчивое развитие. Унифицированное представление комплексной нефинансовой информации, обеспечиваемое ESG-рейтингами, превращает их в ключевой элемент системы устойчивого финансирования.

Данное концептуальное понимание природы устойчивого развития и его операционализации через ESG-подход служит теоретическим фундаментом для последующего анализа существующих типов и методов ESG-рейтингования, а также для разработки риск-ориентированной оценочной методики, адаптированной к институциональным особенностям российского фондового рынка.

1.2 Сравнительная характеристика, виды и типология современных методов ESG-рейтингования в международной и российской практике

В условиях трансформации мировой финансовой системы и усиления роли устойчивого развития, ESG-факторы становятся неотъемлемой частью инвестиционного анализа, оценки рисков и принятия стратегических решений на финансовых рынках. В международной практике ESG-рейтингование широко используется институциональными инвесторами, кредитными организациями и регуляторами как инструмент оценки долгосрочной устойчивости эмитентов и отражение их нефинансовых рисков.

В то же время российский фондовый рынок характеризуется рядом специфических особенностей, существенно ограничивающих применимость универсальных ESG-рейтингов. К числу таких особенностей относятся высокая концентрация отраслей с повышенной экологической нагрузкой, неоднородность практик раскрытия нефинансовой информации,

санкционные ограничения, а также снижение уровня присутствия международных рейтинговых агентств на российском рынке. В результате ESG-оценки российских компаний зачастую носят декларативный и репутационный характер и слабо интегрированы в инвестиционный анализ и управление рисками.

Содержание ESG-рейтингов отражает переход от исключительно финансовых критериев оценки эффективности бизнеса к многофакторному анализу его долгосрочной устойчивости [158; 161; 168]. В отличие от классических рейтинговых показателей, концентрирующихся на платежеспособности и кредитных рисках, ESG-рейтинги направлены на выявление нефинансовых детерминант, определяющих способность компании обеспечивать устойчивый рост в долгосрочной перспективе и минимизировать воздействие на внешнюю среду [32; 114; 208].

Рейтинги и оценки ESG представляют собой в целом однородную группу продуктов, предлагаемых компаниями, которые стремятся предоставить инвесторам объективную, основанную на данных оценку сторонними организациями аспектов, связанных с ESG. В соответствии с «Европейским Зеленым соглашением» (European Green Deal) важность таких оценок неизбежно возрастет [135; 188], даже несмотря на то, что в настоящее время они не регулируются [67; 72], в то время как фирмы, производящие их, неизбежно приобретут влияние, хотя они и остаются в значительной степени неконтролируемыми [59; 68].

За последние годы существенно усилилось внимание профессионального сообщества и широкой общественности к ESG-оценке, что отражается в росте количества публикаций в деловых СМИ и аналитических обзорах [209; 231]. Вместе с тем в экспертной дискуссии фиксируется сдержанная оценка текущей зрелости ESG-рейтингов как инструмента [2; 109; 113], на основе которого принимаются инвестиционные решения: отмечаются недостаточная прозрачность методологий, высокая доля экспертных допущений, а также ограниченная сопоставимость и

воспроизводимость результатов у различных провайдеров [226].

На сегодняшний день в академической и нормативной среде отсутствует какое-либо универсальное, общепризнанное определение ESG-рейтингов. Данный факт свидетельствует о методологической разнородности подходов, применяемых разными рейтинговыми провайдерами, а также о несовпадении целевых установок, с которыми используются такие оценки. В качестве одной из наиболее цитируемых регуляторных формулировок можно привести определение, предложенное Европейским управлением по ценным бумагам и рынкам (ESMA) в 2021 г.: «ESG-рейтинг - это мнение о профиле организации, эмитента или долгового инструмента в части факторов ESG (их воздействия на ESG-факторы и/или подверженности им), а также о соответствии климатическим соглашениям и иных характеристиках устойчивости, выраженное посредством заранее определённой шкалы рейтинговых категорий» [67; 72].

Авторы работ [135; 141; 164] указывают, что ключевая цель ESG-рейтингов заключается не столько в фиксации «этического поведения» корпораций, сколько в количественном измерении уровня их адаптивности к глобальным изменениям - регуляторным, социальным и экологическим. Для инвесторов это означает возможность интегрировать нефинансовые параметры в оценку инвестиционной привлекательности, а для компаний - механизм сигнализации рынка о стратегической устойчивости.

В современной инфраструктуре устойчивых финансов ESG-рейтинги занимают ключевое место, обеспечивая перевод сложной, многомерной информации о нефинансовых аспектах деятельности компаний в агрегированные показатели, удобные для восприятия и сопоставления участниками финансового рынка [8; 137; 163]. ESG-рейтинги фокусируются на нефинансовой составляющей риск-профиля и долгосрочной устойчивости бизнес-модели компании [64; 103; 167]. При этом ESG-рейтинги могут использоваться как самостоятельный [43; 48] инструмент классификации эмитентов, так и встраиваться в более широкий набор аналитических

показателей, применяемых при формировании инвестиционных стратегий, управлении портфелями и разработке регуляторных требований [26; 28; 79].

В зарубежной практике ESG-рейтинги постепенно становятся элементом инвестиционного риск-менеджмента. По данным MSCI [62; 168], компании с высокими ESG-оценками демонстрируют меньшую волатильность акций и более устойчивую доходность в периоды экономической турбулентности. Это объясняется тем, что включение экологических и социальных факторов в стратегию компании снижает вероятность репутационных и регуляторных рисков. В российской аналитике аналогичный подход закрепился через концепцию «интегрированных нефинансовых рисков», подчеркивающую взаимосвязь ESG-параметров с моделью корпоративного управления и системой стратегического контроля [49; 100].

Функциональное назначение ESG-рейтингования реализуется по четырем направлениям. *Информационная функция* обеспечивает прозрачность нефинансовой деятельности предприятия для внешних стейкхолдеров. *Регулятивная функция* заключается в использовании ESG-оценок в качестве ориентира для надзорных органов при разработке политики устойчивого финансирования. *Инвестиционная функция* предполагает применение рейтингов инвесторами для формирования портфелей и управления рисками. *Мотивационная функция* направлена на стимулирование компаний к повышению качества корпоративного управления, снижению экологического воздействия и укреплению социальной ответственности.

Помимо перечисленных функций, ESG-рейтинги обладают двойственной природой: они выступают одновременно аналитическим продуктом и механизмом, стимулирующим трансформацию корпоративного поведения [119; 145; 156]. Внедрение критериев ESG способствует тому, что принципы устойчивости интегрируются во внутренние стандарты организационной культуры.

В условиях методологической неоднородности существующих подходов необходимо разграничить два понятия: «вид» и «тип» ESG-рейтинга [95; 114; 135]. «Вид» определяет базовое функциональное предназначение и доминирующий критерий оценки. «Тип» характеризует конкретную разновидность внутри вида, дифференцируемую по объекту оценки, масштабу охвата, источникам данных и методам агрегирования.

В рамках предложенного подхода выделяются две разновидности ESG-рейтингов, принципиально значимые для последующего построения риск-ориентированной методики:

1) рейтинги ESG-рисков (risk assessment) – оценивают степень подверженности компании экологическим, социальным и управленческим угрозам, а также результативность управления данными рисками [139; 185]. Акцент делается на индикаторах, фиксирующих наличие и уровень развития ESG-политик, соответствующих структур и процессов, способность организации предотвращать нежелательные события, своевременно их выявлять и минимизировать последствия;

2) рейтинги ESG-воздействия (impact assessment) – оценивают фактическое влияние деятельности компании на окружающую среду и общество, а также ее вклад в достижение целей устойчивого развития.

Предназначение первой разновидности заключается в измерении степени уязвимости компании перед ESG-угрозами и качества корпоративного риск-менеджмента [33; 112]. Вторая разновидность ориентирована на фиксацию реальных экологических и социальных результатов деятельности организации [27; 171; 211]. Таким образом, базовое различие между двумя видами ESG-рейтингов лежит в плоскости доминирующего критерия оценки: в одном случае это уровень и структура ESG-рисков, в другом - масштаб и качество ESG-воздействия. В практических методиках оба подхода часто переплетаются, однако для построения строгой классификации и разработки авторской методики целесообразно их аналитически развести.

Помимо разделения по доминирующему критерию (риски или воздействие) в мировой и российской практике используется ряд дополнительных классификаций ESG-рейтингов, которые предлагается трактовать как критерии типизации [67; 135; 188]. К числу таких критериев относятся: объект оценки, масштаб охвата, источники данных, метод агрегирования, а также целевое назначение рейтинга [36; 49; 72].

По объекту оценки выделяются: корпоративные ESG-рейтинги компаний-эмитентов, ESG-рейтинги банков и иных финансовых организаций, отраслевые и региональные ESG-рейтинги, а также рейтинги финансовых инструментов (облигаций, структурированных продуктов) и портфелей (ESG-индексы, индексные фонды) [51; 66; 87]. Корпоративные рейтинги, как правило, служат базой для построения индексных и портфельных решений, тогда как отраслевые и региональные используются для сравнительного анализа устойчивости отдельных сегментов экономики и территорий.

Рейтинги ESG различаются по масштабу охвата, что зависит от методологии, целей оценки, географии и круга оцениваемых организаций [38; 49; 66]. Можно выделить несколько категорий: глобальные (MSCI, Sustainalytics, S&P Global, CDP, Bloomberg, FTSE Russell, ISS, RobecoSAM, Refinitiv, Morningstar, World Benchmarking Alliance), предназначенные для международных сопоставлений; региональные или страновые (например, ESG-рэнкинг RAEX для России, Казахстана, Узбекистана и Монголии); отраслевые (рейтинги нефтегазовых, горнодобывающих, металлургических компаний); общие (характеризуют ESG-эффективность компании вне зависимости от ее отраслевой принадлежности); а также сводные рейтинги и индексы (индекс РСПП «Вектор устойчивого развития», а также индекс «Ответственность и открытость» и др.). Важно учитывать, что единой методики формирования ESG-рейтингов не существует: агентства по-разному устанавливают веса факторов, что приводит к проблемам сопоставимости результатов [46; 61].

По источникам данных выделяются три типа ESG-рейтингов. Первый тип образуют рейтинги, построенные на публичной корпоративной отчетности – годовых, нефинансовых и интегрированных отчетах, а также данных, раскрываемых в соответствии со стандартами GRI и SASB. Второй тип составляют рейтинги, использующие комбинированную базу источников, включающую наряду с публичной отчетностью результаты анкетирования, интервью и опросов менеджмента. Третий тип формируют рейтинги, интегрирующие данные альтернативной аналитики – новостные потоки, медиамониторинг, спутниковые наблюдения и иные нетрадиционные информационные массивы [56; 61; 64].

По методу агрегирования ESG-рейтинги подразделяются на три типа. Первый тип – скоринговые рейтинги. Они строятся на системе балльных оценок по каждому показателю с последующим суммированием с учетом весовых коэффициентов. Второй тип – индексные рейтинги. Их формирование предполагает построение интегрального индекса (или набора индексов) с использованием нормирования, стандартизации, пороговых значений и иных математических приемов. Третий тип – гибридные рейтинги. Они сочетают элементы скорингового и индексного подходов, а также предусматривают экспертные корректировки [3; 50; 95].

По целевому назначению выделяются следующие разновидности ESG-рейтингов:

- инвестиционные, применяемые при отборе активов, формировании портфелей и управлении рисками;
- интегрированные в кредитные рейтинговые модели;
- биржевые (индексы и рейтинги для создания линейки биржевых продуктов и маркетингового позиционирования);
- специализированные для отдельных стейкхолдеров (например, рейтинги корпоративной социальной ответственности, ориентированные на население и некоммерческие организации) [2; 5; 93].

Представленные классификации не исчерпывают всего многообразия

существующих подходов к ESG-рейтингованию. Расширение рынка устойчивого финансирования и рост числа оценочных методологий актуализируют задачу их более полной систематизации.

По данным обзора «Understanding ESG Ratings» [210; 239], за период с 2020 по 2025 года объем ESG-активов вырос более чем вдвое. Это свидетельствует о возрастающей роли ESG-рейтингов как инструмента институционализации ответственного инвестирования и их интеграции в стратегические решения глобальных инвесторов.

Одновременное расширение рынка устойчивого финансирования и умножение числа оценочных подходов актуализируют задачу их систематизации. В таблице 4 представлена типологизация ESG-рейтингов по ряду ключевых признаков, позволяющая инвесторам и аналитикам ориентироваться в многообразии существующих инструментов.

Таблица 4 - Расширенная типология ESG-рейтингов

Критерий классификации	Типы рейтингов	Характеристика и примеры
По объекту оценки	Корпоративные, Суверенные, Продуктовые	Оценка компаний (АКРА, MSCI), стран (S&P, Global Sovereign ESG), или конкретных финансовых инструментов (зеленые облигации)
По методологии	Количественные (Data-driven), Качественные (Expert-based)	Количественные: основаны на публичной отчетности и статистике (например, выбросы CO ₂). Качественные: основаны на анализе политик, стратегий и интервью с менеджментом
По цели использования	Инвестиционные, Регуляторные, Репутационные	Инвестиционные: для принятия решений о включении в портфель (MSCI) Регуляторные: для соблюдения требований ЦБ РФ. Репутационные: для PR и маркетинга
По фокусу оценки	Оценка воздействия (Impact), Оценка риска (Risk)	Impact: измеряет позитивное или негативное влияние компании на общество и окружающую среду Risk: измеряет, как ESG-факторы влияют на финансовую устойчивость компании (Sustainalytics)
По охвату факторов	Интегральные (ESG), Тематические (E, S или G)	Оценка всех трех компонентов или фокус на конкретном аспекте (например, рейтинг корпоративного управления)

Источник: составлено автором.

Ключевыми пользователями ESG-рейтингов выступают институциональные инвесторы, регуляторы, эмитенты, аналитические агентства и общественные организации. Для инвесторов ESG-рейтинги служат индикаторами деловой репутации и управленческой зрелости компаний. Регуляторы используют их при разработке критериев устойчивого

финансирования и в системе раскрытия нефинансовой отчетности. Эмитенты применяют рейтинги в коммуникационных стратегиях, подтверждая соответствие корпоративных практик международным стандартам.

Современная международная система ESG-оценивания характеризуется высокой степенью институциональной зрелости, однако сохраняет методологическую несогласованность. Несмотря на множество рейтинговых агентств, стандартов отчетности и регуляторных документов, единая универсальная методика формирования ESG-рейтингов отсутствует. Это обусловлено различиями в трактовке устойчивого развития, спецификой национальных рынков капитала и вариативностью используемых источников данных.

В зарубежной литературе [135; 141] выделяются три методологических подхода, лежащих в основе современных моделей ESG-оценивания.

Нормативно-ориентированный подход базируется на международных стандартах нефинансовой отчетности (GRI, SASB, TCFD) и Европейской таксономии. Оценка осуществляется на основе соответствия корпоративной отчетности установленным показателям. Подход характерен для агентств, ориентированных на институциональных инвесторов и регуляторные требования (Refinitiv, Bloomberg ESG).

Интеграционно-аналитический подход доминирует в практике крупнейших агентств (MSCI, Sustainalytics, S&P Global, Moody's ESG Solutions). Методология предполагает построение многомерных моделей, включающих (от 100 до 1000 показателей), агрегируемых по трем блокам E, S и G с отраслевыми весами, определяемыми экспертным путем. Результатом выступает нормализованный балл (0-100 или CCC-AAA), пригодный для интеграции в инвестиционные модели [43-48; 62].

Качественно-экспертный подход основывается на экспертных и репутационных оценках компаний с использованием данных СМИ, баз мониторинга корпоративных инцидентов и анализа социальных медиа. Применяется агентствами Vigeo Eiris и ISS ESG, фокусирующимися на

репутационных рисках и кризисном управлении. Подход позволяет учитывать динамические факторы, не отражаемые в публичной отчетности [60; 63; 81].

Указанные подходы на практике часто комбинируются. MSCI и Sustainalytics, например, интегрируют количественные метрики с экспертными суждениями, что придает оценкам адаптивность, но одновременно повышает риск субъективизма.

Несмотря на многообразие и гибридизацию практических методик, для целей теоретического анализа целесообразно выделить базовые методологические подходы в их «чистом» виде. Классификация современных методов ESG-оценивания, представленная в приложении В, осуществлена по трем критериям: целевая направленность методики, методологическая база и источники данных.

Наряду с этим в практической плоскости наблюдается устойчивое расширение набора используемых источников данных. Как отмечается в исследованиях [134], это способствует росту точности рейтинговых оценок. Однако данная тенденция сопряжена с возникновением дополнительных рисков: разнородность привлекаемой информации и отсутствие общепризнанных стандартов и процедур ее верификации могут приводить к систематическим искажениям конечных результатов [61; 81; 95].

Помимо базового деления на рейтинги рисков и рейтинги воздействия, существуют специализированные типы ESG-оценок, которые фокусируются на конкретных финансовых инструментах или стратегических целях.

Примером специализированных ESG-оценок выступают рейтинги зеленых облигаций, оценивающие эффективность использования привлеченных средств для экологически значимых проектов. Согласно исследованиям, выпуск таких облигаций положительно влияет на корпоративные ESG-показатели, особенно у компаний с государственной поддержкой [146]. Другой тип – SDG-ориентированные рейтинги, оценивающие вклад компаний в достижение Целей устойчивого развития

ООН. Соотношение указанных инструментов с ESG-контекстом представлено в таблице 5.

Таблица 5 - Рейтинг и оценка для каждого типа облигаций

Рейтинг	Что оценивается	Кто оценивает	Результат оценки
1	2	3	4
Зеленые облигации	<ul style="list-style-type: none"> - Соответствие принципам зеленых облигаций (Green Bonds Principles - GBP), разработанным Международной ассоциацией рынков капитала (ICMA), или другим признанным стандартам (например, Climate Bonds Standard) - Четкость определения «зеленых» проектов: насколько конкретно определены категории проектов и оценки их экологического вклада - Процесс отбора и оценки проектов: наличие понятной процедуры выбора проектов и оценки их экологического вклада - Управление средствами: механизмы отслеживания и целевого использования привлеченных средств - Отчетность: обязательства эмитента по регулярной отчетности об использовании средств и (что важно) о достигнутом экологическом эффекте (например, сокращение выбросов CO₂, объемы произведенной возобновляемой энергии) 	<p>Специализированные агентства, предоставляющие Second Party Opinions (SPOs) (например, Sustainalytics, Vigeo Eiris (часть Moody's), ISS ESG), верификаторы (часто аудиторские фирмы), а также организации вроде Climate Bonds Initiative (CBI), которая проводит сертификацию</p>	<p>Ответ SPO, сертификат соответствия, иногда качественная оценка (например, CICERO Shades of Green присваивает «оттенки зеленого» - темно-зеленый, средне-зеленый, светло-зеленый – в зависимости от степени соответствия долгосрочным целям по декарбонизации)</p>
Социальные облигации	<ul style="list-style-type: none"> - Соответствие Принципам социальных облигаций (Social Bonds Principles – SBP) ICMA - Четкость определения целевых социальных групп и проектов: насколько хорошо идентифицированы бенефициары и ожидаемые социальные результаты (например, улучшение доступа к здравоохранению, образованию, жилью для уязвимых групп) - Процесс отбора и оценки проектов: процедуры выбора проектов и оценки их социального воздействия. - Управление средствами и отчетность: аналогично зеленым облигациям, но с акцентом на социальные показатели 	<p>Специализированные агентства, предоставляющие Second Party Opinions (SPOs)(например, Sustainalytics, Vigeo Eiris (часть Moody's), ISS ESG), верификаторы (часто аудиторские фирмы), а также организации вроде Climate Bonds Initiative (CBI), которая проводит сертификацию, с акцентом на социальные показатели</p>	<p>Отчет SPO, заключение о соответствии</p>
Облигации устойчивого развития	<ul style="list-style-type: none"> - Соответствие Руководству по облигациям устойчивого развития (Sustainability Bond Guidelines - SBG) ICMA - Оценивается как экологический, так и социальный компонент проектов - Требования в управлении средствами и отчетности распространяются на оба аспекта 	<p>Аналогично зеленым и социальным облигациям</p>	<p>Отчет SPO, заключение о соответствии</p>

Продолжение таблицы 5

1	2	3	4
Облигации, связанные с устойчивым развитием	<p>Фокус смещается с целевого использования средств на общие ESG-обязательства эмитента</p> <ul style="list-style-type: none"> - Соответствие Принципам облигаций, связанных с устойчивым развитием (Sustainability-Linked Bond Principles-SLBP) ICMA - Релевантность и амбициозность выбранных Ключевых показателей эффективности (KPIs): насколько KPIs существенны для бизнеса эмитента и его ESG-профиля. - Калибровка SPTs: связаны ли цели с научно-обоснованными траекториями или широкими целями устойчивого развития - Характеристики облигации: насколько значима финансовая мотивация (изменение купонной ставки или другой характеристики) при достижении/недостижении SPTs - Отчетность: обязательства по регулярной отчетности о прогрессе в достижении KPIs - Верификация: независимая проверка достижения SPTs 	SPO-провайдеры, верификаторы. Оценка здесь особенно важна для подтверждения серьезности намерений эмитента	Отчет SPO, который анализирует структуру SLB и ее соответствие принципам; отчеты верификаторов о достижении KPIs
Адаптационные облигации	Насколько проекты действительно способствуют адаптации к последствиям изменения климата; прозрачность и надежность методологии оценки адаптационного эффекта	SPO-провайдеры, специализированные консультанты по климату. Для облигаций перехода могут использоваться рекомендации, например, от Climate Bonds Initiative по финансированию переходного периода или руководства ICMA по финансированию климатического перехода	Отчет SPO, экспертные оценки
Облигации климатического перехода	Достоверность стратегии перехода компании к низкоуглеродной экономике. Соответствие этой стратегии научно-обоснованным целям. Насколько четко облигация выписывается в эту стратегию и финансирует именно переходные мероприятия, а не обычную деятельность. Риск «переходного камуфляжа» (transition washing) здесь особенно высок, поэтому оценка строгости планов критична	SPO-провайдеры, специализированные консультанты по климату. Для облигаций перехода могут использоваться рекомендации, например, от Climate Bonds Initiative по финансированию переходного периода или руководства ICMA по финансированию климатического перехода	

Источник: составлено автором.

Как следует из данных, представленных в таблице 5, рейтинги облигаций представляют собой систему внешней оценки и верификации. Они позволяют инвесторам подтвердить соответствие облигационного инструмента критериям «зеленых», социальных или устойчивых облигаций, что снижает риск ESG-вошинга (недобросовестной практики в области устойчивого финансирования) и повышает доверие к рынку устойчивого

финансирования.

Помимо классических ESG-рейтингов, на рынке присутствуют альтернативные оценочные продукты: показатели раскрытия ESG-информации (например, агрегированные метрики Bloomberg) и оценки релевантности ESG-факторов для кредитных рейтингов (продукт Fitch Ratings). Данные инструменты формально не позиционируются как ESG-рейтинги, но сигнализируют о существенных экологических, социальных и управленческих рисках, способных повлиять на финансовую оценку компании. Обобщенная характеристика таких продуктов представлена в таблице 6.

Таблица 6 - Виды и типы ESG-рейтингов (обобщенная классификация)

Признак классификации	Виды/типы	Характеристика
Фокус оценки	Рейтинги ESG-рисков	Оценка управление финансовым рисками, связанными с ESG
	Рейтинги воздействия	Оценка влияния компании на окружающую среду и общество
Географический охват	Международные рейтинги	Применяются глобально, стремятся к универсальным стандартам
	Национальные/отечественные рейтинги	Учитывает специфику местного законодательства, культуры и экономических условий
Специализация	Комплексные ESG-рейтинги	Оценивают все три компонента (E, S, G)
	Тематические ESG-рейтинги	Фокусируются на отдельных аспектах ESG (например, климат, права человека)
	Отраслевые ESG-рейтинги	Адаптированы к специфике конкретных отраслей
Подход к оценке	Рейтинги на основе абсолютных показателей	Оценка на основе достижения определенных пороговых значений
	Рейтинги на основе сравнения (бенчмаркинг)	Сравнение показателей компании с конкурентами или среднеотраслевыми значениями

Источник: составлено автором.

В дополнение к этим инструментам, представленным в таблице 6, на рынке представлены также специализированные рейтинги, ориентированные на отдельные ESG-столпы. В частности, оценки качества государственного управления от ISS и климатические рейтинги от Four Twenty Seven (Moody's). Наибольшее развитие в экологическом сегменте получили рейтинги углеродного риска, которые предлагают как крупные мультиотраслевые агентства (Moody's, MSCI, Sustainalytics), так и узкоспециализированные провайдеры (Trucost, Carbon Delta, Style Analytics).

Наблюдаемое многообразие рейтинговых подходов в значительной мере обусловлено неоднородностью запросов со стороны различных категорий клиентов, а также спецификой целевого использования получаемых оценок. Большинство управляющих активами позитивно оценивают существующую вариативность, рассматривая ее как возможность выбора наиболее релевантного инструмента. В то же время значительная часть профессиональных участников рынка высказывается в пользу усиления стандартизации оценочных процедур и повышения прозрачности методологий, что, по их мнению, не противоречит сохранению разумного разнообразия [50; 67; 72].

Важно отметить, что рынок ESG-рейтингов все еще развивается, и методологии различных провайдеров могут существенно отличаться. Это приводит к расхождениям в оценках одной и той же компании разными агентствами.

Специфика ESG-рейтингов заключается также в том, что большинство из них охватывает три содержательно различных компонента: экологический (E), социальный (S) и управленческий (G) [43-48]. По каждому из этих направлений формируются частные оценки, которые затем агрегируются в единый интегральный показатель [95; 135]. Такая конструкция отвечает запросу рынка на простой и унифицированный рейтинг, удобный для использования, в частности, в целях портфельного управления [168]. Вместе с тем агрегирование трех разнородных компонентов в одну оценку сопряжено с рядом проблем. Одна из ключевых заключается в различной степени готовности компонентов к стандартизации. Учитывая сравнительно высокую доступность количественных экологических показателей, а также текущую регуляторную повестку, можно ожидать, что рейтинги по компоненту E будут стандартизированы и начнут пользоваться доверием значительно быстрее, чем, например, оценки в социальной сфере, где количественные метрики менее унифицированы, а качественные суждения играют большую роль. Таким образом, в

современной парадигме устойчивого развития экологические, социальные и управленческие (ESG) факторы стали ключевыми индикаторами для анализа деятельности компаний. Одним из центральных аспектов в этой области остается структурированная разработка критериев, используемых для формирования ESG-рейтингов. Эти критерии позволяют оценивать не только текущее состояние компании, но также ее способность эффективно управлять рисками и использовать возникающие возможности.

Наконец, еще одной значимой проблемой выступает сама возможность оценки точности ESG-рейтингов. Основная трудность связана с природой измеряемых показателей: многие из них носят качественный характер и рассчитаны на долгосрочную перспективу (например, вовлеченность акционеров или эффективность решения социальных вопросов). Это неизбежно порождает элемент относительности в итоговых оценках, что ставит под сомнение возможность их верификации постфактум.

Для сравнения, в сфере кредитных рейтингов существует четкий и общепризнанный критерий точности - факт наступления дефолта по инструменту или по эмитенту. Данный критерий формирует естественную шкалу ранжирования от максимальной надежности до полной несостоятельности, применимую ко всем без исключения предприятиям. В случае с ESG-рейтингами на сегодняшний день отсутствует какой-либо сопоставимый инструмент ретроспективной оценки их качества, что принципиально отличает их от кредитных рейтингов.

Большинство рейтинговых агентств ESG в той или иной степени основывают свои оценки на общедоступных данных, таких как корпоративные отчеты, раскрытие информации или новостные материалы. Некоторые из них также прямо упоминают, что они используют методы искусственного интеллекта для анализа информации. В процессе формирования ESG-оценок провайдеры применяют различные источники данных, что влияет на репрезентативность и объективность итоговых рейтингов. Ряд организаций дополняет общедоступную отчетность

информацией, полученной непосредственно от эмитентов посредством структурированных анкет и экспертных интервью, а также использует данные сторонних верификаторов и специализированных платформ [55].

Таким образом, проведенный в параграфе 1.2 анализ позволяет сделать следующие выводы.

ESG-рейтинги, рэнкинги и индексы, несмотря на общую целевую направленность, различаются по методологии формирования, глубине анализа и форме представления результатов. Рейтинги базируются на комплексной многофакторной оценке, рэнкинги ограничиваются ранжированием по узкому набору критериев, индексы выполняют функцию агрегированного измерителя состояния сегмента рынка.

В мировой практике сложились три методологических подхода к ESG-оцениванию: нормативно-ориентированный (GRI, SASB, TCFD), интеграционно-аналитический (MSCI, Sustainalytics, S&P Global) и качественно-экспертный (Vigeo Eiris, ISS ESG). На практике эти подходы часто комбинируются, что повышает адаптивность оценок, но увеличивает риск субъективизма.

Ключевыми проблемами современного ESG-рейтингования являются расхождение оценок разных агентств (divergence), обусловленное различиями в охвате, измерении и весах показателей, а также практика гринвошинга (ESG-washing), связанная с недостаточной прозрачностью и верификацией данных.

В практике управления активами ESG-рейтинги применяются для формирования портфелей, управления рисками и скрининга (включая негативный скрининг). Для повышения доверия к ESG-оценкам необходимы унификация стандартов рейтингования и совершенствование механизмов верификации исходных данных, что обеспечит прозрачность, сопоставимость и применимость рейтингов для инвестиционных решений.

1.3 Методологические подходы, этапы и показатели присвоения и мониторинга ESG-рейтингов

Методология формирования ESG-рейтингов представляет собой совокупность принципов, процедур и инструментов, обеспечивающих переход от разнородной нефинансовой информации о деятельности компаний к интегральной рейтинговой оценке, пригодной для сопоставления и использования участниками финансового рынка [131; 185]. В отличие от традиционных финансовых и кредитных рейтингов методика ESG-рейтингования должна учитывать многомерность ESG-факторов, их качественную природу, зависимость от отраслевой специфики, а также необходимость соблюдения принципов прозрачности, воспроизводимости и адаптивности к изменениям регуляторной и рыночной среды [67]. В этой связи значительный интерес представляет анализ подходов, реализованных как международными инициативами [28; 30-31], так и российскими рейтинговыми агентствами и регулятором.

В контексте российской практики методологическая специфика ESG-рейтингов усугубляется ограниченностью и неоднородностью раскрытия нефинансовой информации, отраслевыми диспропорциями в ESG-повестке и необходимостью согласования национальных подходов с международными стандартами [85]. Это обуславливает потребность в системном анализе этапов и инструментов ESG-рейтингования, а также разработке матричной структуры показателей, учитывающей виды и типы ESG-рейтингов, выделенных в параграфе 1.2.

Несмотря на значительные различия в конкретных методиках отдельных агентств, в современной литературе и практике можно выделить базовую последовательность этапов ESG-рейтингования:

- 1) определение целей, вида и области применения рейтинга;
- 2) выбор объектной области и формирование выборки;
- 3) разработка системы показателей и критериев оценки;

- 4) сбор и верификация данных;
- 5) нормирование и агрегирование показателей, определение весов;
- 6) присвоение рейтинговых категорий и подготовка аналитического заключения;
- 7) организация мониторинга, пересмотра рейтингов и совершенствования методики [42-45; 56].

Каждый из этих этапов может реализовываться с различной степенью детализации и с использованием разных инструментов, однако их логика во многом совпадает у ведущих международных и российских провайдеров ESG-рейтингов.

На первом этапе определяется методологическое позиционирование рейтинга: относится ли он преимущественно к виду рейтингов ESG-рисков, к виду рейтингов ESG-воздействия или реализует гибридный подход с акцентом на том или ином измерении. Для риск-ориентированных рейтингов центральным критерием выступает совокупный ESG-риск-профиль объекта, т.е. уровень подверженности ESG-рискам и качество управления ими [28]. Для импакт-ориентированных рейтингов ключевым является масштаб и характер фактического воздействия деятельности объекта на устойчивое развитие по осям E, S и G [171; 212]. Уже на этом этапе фиксируются целевые пользователи рейтинга (инвесторы, банки, регуляторы, эмитенты) и сценарии его применения (портфельная фильтрация, интеграция в кредитные модели, формирование биржевых продуктов и т.п.), что влияет на структуру показателей и требования к детализации оценки [26; 144].

На втором этапе определяется объектная область рейтинга и формируется выборка оцениваемых субъектов. Для фондового рынка это, как правило, публичные компании-эмитенты, чьи акции и/или облигации обращаются на бирже, однако в российской практике все более широкое распространение получают ESG-рейтинги регионов, банков, страховых организаций и иных финансовых институтов [45-48].

В российских методиках зачастую выделяются отраслевые и размерные

подгруппы, что позволяет корректнее интерпретировать результаты и снижает риск некорректных сравнений компаний с принципиально различными профилями ESG-рисков и воздействий.

Третий этап включает разработку системы показателей и критериев оценки. На этом этапе формируется перечень индикаторов по блокам E, S и G, а также дополнительных риск-показателей, связывающих ESG-факторы с финансовым и риск-профилем объекта. Международные стандарты устойчивой отчетности (GRI, SASB, ISSB) [27; 29; 30] и рекомендации TCFD служат методологическим ориентиром при выборе индикаторов, тогда как национальные регуляторные и отраслевые документы задают специфику раскрытия информации и содержательные акценты [28; 36].

Четвертый этап - сбор и верификация данных: критичен с точки зрения надежности рейтинга. Источниками информации выступают: публичная финансовая и нефинансовая отчетность эмитентов (включая отчеты в области устойчивого развития), корпоративные сайты, анкеты и опросы компаний, базы данных информационных провайдеров, новостной и медиамониторинг, а также альтернативные источники (спутниковые данные, отраслевые исследования и др.) [56; 64]. Верификация включает сопоставление данных из разных источников, проверку внутренней согласованности, идентификацию и корректировку аномальных значений, а также, по возможности, независимую проверку информации, представленной самими компаниями [67].

Пятый этап предполагает нормирование, взвешивание и агрегирование показателей. Поскольку ESG-индикаторы различаются по шкале, размерности и распределению, требуется приведение их к сопоставимому виду с использованием процедур шкалирования, стандартизации, ранжирования или бенчмаркинга относительно эталонных значений [131; 139]. Далее задаются веса для отдельных показателей и блоков, после чего рассчитываются агрегированные оценки по E, S и G и интегральный ESG-рейтинг.

На шестом этапе производится присвоение рейтинговых категорий, формирование итогового заключения и подготовка пояснительных материалов для пользователей. Важным требованием является не только публикация итоговой рейтинговой категории, но и раскрытие методологических принципов, описания ключевых драйверов оценки, а также пояснение, как именно ESG-факторы повлияли на итоговый балл [36; 67].

Заключительный, седьмой, этап процедуры ESG-рейтингования касается мониторинга и пересмотра присвоенных оценок. Рейтинги ESG не могут трактоваться как статичные характеристики: они подлежат регулярной актуализации с учетом поступающей новой информации, изменений в бизнес-модели компании, эволюции ее ESG-политик, сдвигов в регуляторных требованиях, а также отраслевых трендов [48]. На практике сложился стандарт ежегодного пересмотра рейтингов. Помимо плановой актуализации, предусматривается возможность внеочередного пересмотра в случае наступления значимых ESG-событий. К числу таких событий относятся, в частности, крупные экологические аварии, корпоративные конфликты, резонансные социальные инциденты, а также существенные изменения в структуре управления или составе собственников эмитента.

Наряду с процедурными аспектами ключевое значение имеет содержательная основа рейтингования – система показателей, дифференцируемая на риск-ориентированную и импакт-ориентированную логику. Разработка матрицы показателей ESG-рейтинга представляет собой центральный инструмент структурирования методики. Данная матрица выполняет функцию связующего звена между теоретическими представлениями о видах и типах ESG-рейтингов, с одной стороны, и практическим набором индикаторов, используемых для оценки компаний, - с другой. По своей структуре матрица показателей является двумерной (а фактически многомерной) конструкцией. По одной из осей располагаются основные блоки ESG-оценки - экологический (E), социальный (S) и

управленческий (G); при применении риск-ориентированного подхода сюда же добавляются специфические метрики рисков. По другой оси фиксируются рейтинговые категории и подкатегории, включая вид рейтинга (рейтинг ESG-рисков или рейтинг ESG-воздействия) и тип рейтинга (корпоративный, отраслевой, региональный, инструментальный и т.п.). Такое представление позволяет явно указать, какой индикатор к какой категории относится и каким образом он будет участвовать в расчете итогового рейтинга.

На первом шаге формирования матрицы определяется набор верхнеуровневых блоков: экологический, социальный, корпоративного управления, а также блок риск-показателей, агрегирующий индикаторы, непосредственно характеризующие подверженность компании ESG-рискам и качество управления ими. Далее внутри каждого блока выделяются тематические подгруппы. Например, в экологическом блоке это могут быть: «выбросы и климатическое воздействие», «ресурсоэффективность», «воздействие на биоразнообразие», «управление отходами»; в социальном - «условия труда и безопасность», «кадровая политика и развитие персонала», «отношения с местными сообществами», «права человека»; в блоке корпоративного управления - «структура органов управления», «права акционеров», «система внутреннего контроля и комплаенса», «прозрачность раскрытия информации».

На втором шаге каждому тематическому подблоку сопоставляется перечень конкретных индикаторов. Например, в подблоке «выбросы и климатическое воздействие» могут использоваться показатели общего объема выбросов парниковых газов Score 1 и Score 2, относительных выбросов на единицу продукции или выручки, динамики выбросов за ряд лет, наличия долгосрочных климатических целей и планов их достижения. В подблоке «структура органов управления» - доля независимых директоров, наличие специализированного комитета совета директоров по устойчивому развитию/ESG, совмещение/разделение должностей председателя совета директоров и генерального директора, частота обновления состава совета и

т.п. В блоке риск-показателей - наличие и регулярность сценарного анализа ESG-рисков, наличие стресс-тестов, участие ESG-рисков в системе лимитов и отчетности компании, статистика значимых ESG-инцидентов за определенный период.

На третьем шаге матрица дополняется измерением, отражающим вид и тип рейтинга. Для рейтингов ESG-рисков акцент в матрице смещается в сторону индикаторов подверженности и управления рисками, при этом индикаторы фактического воздействия используются как источники информации о реализованных и потенциальных рисках. Для рейтингов ESG-воздействия, напротив, центральное место занимают показатели результатов и эффектов, а риск-показатели рассматриваются как важный, но не доминирующий компонент. В типовом варианте часть индикаторов может одновременно участвовать в обеих логиках, но с разным весом и интерпретацией: например, высокий уровень выбросов может трактоваться как фактор повышенного климатического риска и как индикатор негативного экологического воздействия.

Принципиально важно, что матрица показателей задает не только набор переменных, но и логику их группировки, приоритеты в их последующей агрегированной интерпретации. Она служит «каркасом» для детальных описаний в методике: каждая ячейка матрицы может быть дополнена формальным определением показателя, источником данных, единицами измерения, правилами расчета, указанием на применимость к тем или иным отраслям и типам компаний, а также комментариями о возможных ограничениях и рисках интерпретации.

Формирование системы показателей является ядром методологии ESG-рейтингования, поскольку именно выбор индикаторов и критериев определяет содержательную интерпретацию итоговой оценки. С учетом выделенных в параграфе 1.2 видов ESG-рейтингов - рейтингов ESG-рисков и рейтингов ESG-воздействия - целесообразно разграничить две логики построения системы показателей.

Риск-ориентированная логика опирается на три группы индикаторов: подверженность ESG-рискам, качество управления ими и финансовые последствия их реализации [67]. Первая группа отражает экологическую нагрузку, уязвимость активов и зависимость от контрагентов [171]. Вторая – ESG-стратегию, интеграцию в риск-менеджмент и мониторинг. Третья – штрафы, расходы на инциденты, влияние на капитализацию и стоимость заимствований [161; 190].

Импакт-ориентированная логика измеряет реальные результаты компании. Экологический блок: выбросы парниковых газов (Score 1–3), энергоэффективность, доля ВИЭ, отходы [27; 28]. Социальный блок: занятость, оплата труда, безопасность, развитие персонала, права человека [70]. Управленческий блок: структура управления, независимые директора, права миноритариев, прозрачность [1; 142].

В контексте разрабатываемой риск-ориентированной методики ESG-рейтингования наиболее обоснованным представляется использование гибридного подхода, интегрирующего элементы обеих оценочных логик. Данный подход предполагает, с одной стороны, оценку подверженности компании ESG-рискам и качества управления ими, а с другой – учет фактически достигнутых результатов и реального воздействия (импакта), которые, в свою очередь, оказывают влияние на траекторию изменения рисков. Практическая реализация такого объединения осуществляется посредством построения матрицы показателей. В этой матрице для каждого вида рейтинга (рейтинг ESG-рисков или рейтинг ESG-воздействия) и каждого типа рейтинга (классифицируемого по объекту, масштабу, источникам данных, методам агрегирования) закрепляется соответствующий набор индикаторов и оценочных критериев [53; 131].

При этом необходимо отметить существенное ограничение, характерное для большинства проанализированных методик ESG-рейтингования. Несмотря на наличие в них развитых систем индикаторов по блокам E, S и G, уровень факторов, определяющих условия

формирования итогового ESG-рейтинга, остается слабо структурированным. А именно: институциональная среда, государственное регулирование, стадия жизненного цикла компании и качество раскрываемой информации и т.д. [36; 43-44]. Анализ методик ведущих российских провайдеров ESG-рейтингов показывает, что они концентрируются преимущественно на характеристиках самого объекта оценки (наборы показателей E/S/G, шкалы, весовые коэффициенты), тогда как измерение влияния регуляторной среды, жизненного цикла компании и информационной асимметрии либо отсутствует, либо имеет фрагментарный характер.

С целью устранения методических пробелов в рассматриваемой области в диссертации разработана авторская матрица показателей ESG-рейтингования, опирающаяся на многоуровневую структуру, отраженная в приложении Г. Прямое заимствование зарубежных моделей оценки ESG-показателей не представляется методологически обоснованным, поскольку не учитывает специфику национальных экономических и институциональных условий, а также сопряженные с ними риски и возможности. Полная изоляция от международных стандартов, напротив, способствует углублению информационной асимметрии и снижению инвестиционной привлекательности национальной экономики. В связи с этим актуальной научной проблемой выступает разработка комплексной, системной и адаптивной методики классификации ESG-показателей, обеспечивающей согласование российской практики с международными требованиями.

В качестве такой методики предлагается «Интегративная ESG-матрица», интегрирующая три компонента ESG (E, S, G) и различные уровни анализа – от макроуровня (государственное регулирование) до микроуровня (влияние на показатели конкретной компании). Матричный подход позволяет структурировать и систематизировать многообразие ESG-факторов, обеспечивая комплексный и всесторонний взгляд на деятельность компании.

Интегративная ESG-матрица учитывает многомерность ESG-факторов и предлагает структурированный подход к их оценке, исходя из шести основных категорий, каждая из которых детализируется по компонентам E (Экология), S (Социальная сфера) и G (Управление). Такой подход позволяет не только выявить специфические для России аспекты, но и интегрировать лучшие мировые практики, способствуя повышению инвестиционной привлекательности российских компаний.

Интегративная ESG-матрица представляет собой системную аналитическую рамку, позволяющую классифицировать показатели по их природе, уровню влияния и динамике. Это, в свою очередь, создает основу для более объективного, гибкого и сопоставимого ESG-рейтингования в России. Ниже представлены структура и содержание матрицы, а также обоснование выбора каждой из ее категорий.

Первый уровень представляет собой уровень государственного регулирования и инфраструктуры, включающий показатели, характеризующие соответствие деятельности компании национальному экологическому, социальному и корпоративно-правовому законодательству, участие в государственных и национальных программах (в том числе в национальных проектах), наличие требований к раскрытию нефинансовой отчетности и её верификации, а также систему государственных стимулов для компаний с высокими ESG-показателями. В отличие от методик RAEX и НКР, где нормативные требования учитываются в основном через отдельные индикаторы в блоках E и G, авторская матрица выделяет этот уровень как самостоятельный блок, позволяющий оценивать влияние регуляторной среды на ESG-профиль эмитента и трактовать его как компонент ESG-риска и ESG-воздействия.

Второй уровень авторской матрицы отражает корпоративную стратегию и ESG-цели компании, включая наличие формализованных ESG-целей и целевых проектов по блокам E, S и G, наличие дорожных карт и промежуточных ключевых показателей эффективности, а также сопряжение

этих целей с национальными и международными целями устойчивого развития. Такое структурирование позволяет оценивать не только фактический статус компании по ESG, но и направленность и реалистичность её движения к более высокому уровню устойчивости, что в российских и зарубежных методиках обычно рассматривается ограниченно (как отдельные качественные индикаторы планов и стратегий).

Третий уровень матрицы связан с учетом стадии жизненного цикла компании. В рамках авторского подхода для основных стадий - стартап, рост, зрелость - сформированы дифференцированные наборы акцентов по блокам E, S и G, отражающие изменяющиеся приоритеты ESG-интеграции на разных этапах развития бизнеса. На стадии стартапа в центре внимания оказываются потенциальное экологическое и социальное воздействие продукта или услуги и формирование базовой системы управления; на стадии роста - внедрение систем экологического и социального менеджмента, усиление корпоративного управления; на стадии зрелости - снижение углеродного следа, переход к циркулярной экономике, расширенные программы корпоративной социальной ответственности, совершенствование систем управления и раскрытия информации. В существующих методиках RAEX, НКР и АКРА стадия жизненного цикла учитывается лишь опосредованно (через размер, отрасль или историю компании), тогда как в авторской матрице этот фактор вводится как отдельное измерение, влияющее на выбор и интерпретацию показателей.

Четвертый уровень представляет собой собственно матрицу ESG-показателей и информационной асимметрии. На основе разработанной структуры по блокам E, S и G выделены:

- единые или сходные для всех компаний показатели, подлежащие унификации методик расчета, нормирования и раскрытия (выбросы парниковых газов, энергопотребление, производственный травматизм, доля независимых директоров, наличие кодекса этики и др.);
- специфические отраслевые показатели, учитывающие особенности

деятельности компаний различных секторов;

– показатели информационной асимметрии, отражающие пробелы и несовершенство практик раскрытия ESG-информации.

К последним отнесены показатели, для которых в российской практике отсутствует единообразная трактовка и стандартизированные требования к раскрытию: понятие «зеленых» технологий и социальных инвестиций, критерии независимости директоров, раскрытие информации о структуре собственности и бенефициарах, методики расчета углеродного следа, оценка рисков в цепочке поставок, верификация нефинансовой отчетности и др. Если в анализируемых методиках эти аспекты либо игнорируются, либо рассматриваются точечно, то в авторской матрице они формализованы как отдельная группа показателей, определяющих степень информационной асимметрии и влияющих на доверие к ESG-рейтингу и его сопоставимость.

Пятый уровень авторской матрицы - влияние ESG-рейтинга на показатели компании и динамика изменений - связывает систему ESG-показателей с финансовыми и нефинансовыми результатами деятельности эмитента, а также с частотой и скоростью изменений в ESG-профиле. В разработанную матрицу включены следующие группы индикаторов. Первая группа характеризует влияние экологических инициатив на операционные издержки и структуру выручки компании. Вторая группа отражает связь социальных инвестиций с производительностью труда и уровнем лояльности персонала. Третья группа фиксирует влияние качества корпоративного управления на стоимость капитала, кредитный рейтинг и доступ к рынкам капитала. Четвертая группа описывает временной лаг между осуществлением ESG-инвестиций и получением соответствующей финансовой отдачи.

Помимо этого, в матрице выделены две дополнительные категории показателей. Во-первых, индикаторы, по которым целесообразно проводить более частый мониторинг (например, частота ESG-инцидентов, динамика выбросов, изменения в составе органов управления). Во-вторых,

«сигнальные» индикаторы, требующие немедленного реагирования и внеочередного пересмотра рейтинговой оценки.

Предложенная автором многоуровневая матрица ESG-рейтингования, в отличие от существующих российских методик, учитывает: институциональный и регуляторный контекст, стратегические ESG-цели компании, стадию жизненного цикла и отраслевую специфику, факторы информационной асимметрии, а также влияние рейтинга на финансовые и нефинансовые показатели.

Это позволяет рассматривать матрицу не только как инструмент структурирования показателей для расчета ESG-рейтинга, но и как методологический каркас для построения динамической риск-ориентированной ESG-модели, адаптированной к особенностям российского фондового рынка и обеспечивающей сопоставимость с международными практиками.

Для реализации этого каркаса необходима обработка неоднородных ESG-показателей. Используются следующие подходы к нормированию и агрегированию [131; 139]: линейное шкалирование, стандартизация (z-преобразование), ранговое нормирование, нормирование на основе бенчмарков.

Выбор метода нормирования зависит от распределения данных, их доступности и целей анализа. При асимметричном распределении и наличии выбросов целесообразно ранговое нормирование или бенчмаркинг. Для приближенно нормального распределения обоснована стандартизация. В российских методиках часто используется шкалирование (например, от 0 до 5 или от 0 до 10) с последующей трансформацией в единый интервал [46; 48].

После нормирования проводится взвешивание и агрегирование. Взвешивание осуществляется на трех уровнях: внутри блоков E, S и G; между блоками; между риск-показателями и показателями воздействия (в гибридных моделях). Выделяются три подхода к установлению весов [131;

195]:

- экспертный – на основе суждений специалистов (учитывает отраслевую специфику, но повышает субъективизм);
- статистический – методы факторного, регрессионного анализа, главных компонент (выявляет эмпирически значимые индикаторы);
- смешанный – экспертные веса корректируются на основе статистического анализа.

Весовая система должна отражать отраслевую значимость ESG-факторов. Для высокоуглеродных отраслей целесообразно увеличение веса экологических показателей, для финансового сектора – управленческих и социальных, для компаний на ранних стадиях – стратегических и управленческих элементов [45; 48].

Агрегирование осуществляется иерархически: (1) оценки по индикаторам; (2) интегральные оценки по блокам E, S, G; (3) общий ESG-балл, который затем трансформируется в рейтинговую категорию. Алгоритм должен быть явно описан, а его чувствительность к изменению показателей и весов – протестирована [131; 191].

Практика российских рейтинговых агентств демонстрирует различия в подходах к нормированию, взвешиванию и агрегированию ESG-показателей, что наглядно иллюстрирует методическую вариативность в рамках единой концептуальной рамки. Наиболее показательным сопоставлением подходов агентств, ориентированных на публичное раскрытие методик и широкое использование их результатов участниками рынка.

Сравнение подходов показывает, что при общей логике балльное нормирование, агрегирование по блокам и интегральная оценка - агентства по-разному расставляют акценты между экспертностью и формализованностью, отраслевой адаптацией и единообразием, а также различаются в глубине раскрытия методических деталей. Для разработки собственной риск-ориентированной методики ESG-рейтингования важно учесть эти различия и обеспечить баланс между гибкостью (возможность

отраслевых настроек, вариативность весов) и прозрачностью (понятная логика нормирования, ясно описанные шкалы и критерии).

Практика российских агентств демонстрирует методическую вариативность. RAEX [42] использует балльную оценку с переводом количественных показателей в баллы на основе градаций или бенчмарков; веса определяются экспертно с учетом отраслевой специфики. НКР [45] большее внимание уделяет нормированию относительно медианных и квартильных значений, снижая влияние выбросов; веса задаются с ориентацией на международные стандарты и эмпирические исследования. При общей логике агентства различаются по степени формализованности и глубине раскрытия методик. Для разработки собственной риск-ориентированной методики необходим баланс между отраслевой гибкостью и прозрачностью процедур.

Присвоение рейтинговых категорий завершает «перевод» числового результата в качественную характеристику ESG-профиля. Используются шкалы от простых порядковых (низкий-средний-высокий) до буквенно-цифровых (AAA-CCC) [63; 65]. Российские агентства применяют многозвенные шкалы, дифференцирующие общий уровень и отдельные измерения [45-48; 53]. Интерпретация категорий зависит от вида рейтинга: в риск-ориентированных высокие категории означают низкую подверженность рискам и качественное управление; в импакт-ориентированных - значительный позитивный вклад в устойчивое развитие [171; 211].

Прозрачность рейтингового процесса предполагает раскрытие не только итоговой категории, но и компонентных оценок по блокам E, S и G, ключевых факторов, повлиявших на рейтинг, а также ограничений используемых данных [36; 67]. Это позволяет пользователям оценить уместность рейтинга для конкретных задач.

ESG-рейтинги являются динамичной характеристикой: профиль компаний меняется под влиянием стратегических решений, регуляторных изменений и внешних шоков. Методология должна предусматривать:

плановый (как правило, ежегодный) и внеочередной пересмотр при наступлении значимых ESG-событий [36; 67]; мониторинг изменений внешней среды (стандартов, регулирования, технологий) [27; 30-31]; сценарное и стресс-тестирование, рекомендованное TCFD [28; 58; 60]; а также механизмы обратной связи от пользователей (инвесторов, эмитентов, регуляторов) [26; 139].

Таким образом, методологические подходы к присвоению и мониторингу ESG-рейтингов должны рассматриваться как динамичная система, нуждающаяся в регулярной адаптации к изменениям внешней и внутренней среды [49; 100; 140]. В рамках настоящего исследования именно такая динамичная, риск-ориентированная [112] и в то же время импакт-чувствительная [27; 146; 193] логика ложится в основу разработки авторской методики ESG-рейтингования для российского фондового рынка, обеспечивающей сопоставимость с международными подходами [67; 137; 173] и учитывающей отраслевую и институциональную специфику национальной экономики [35; 90; 116].

Российские методики (РАЕХ, НКР, АКРА) имеют общие черты: триединая блочная структура E-S-G [43-48], сочетание количественных и качественных индикаторов, балльное нормирование, декларируемый учет отраслевой специфики [36; 50]. Различия проявляются в степени формализованности критериев, глубине интеграции ESG в кредитный анализ и уровне раскрытия методик [42-45; 113]. РАЕХ демонстрирует комплексную ESG-логику с отраслевой адаптацией [42; 48], НКР – более тесную увязку с кредитным риском [45], АКРА – интеграцию в макро- и отраслевой контекст [44; 51]. Последовательность этапов присвоения ESG-рейтингов крупными агентствами (MSCI, S&P Global) систематизирована в таблице 7, а детализированные схемы индикаторов – в приложении Д.

Для разработки авторской риск-ориентированной методики целесообразно использовать апробированную блочную структуру и балльное нормирование, усилив прозрачность критериев [38; 49; 95], статистическую

обоснованность весов [109; 135-137] и явную матричную увязку показателей с видами и типами ESG-рейтингов [98; 112; 114].

Таблица 7 - Этапы присвоения ESG-рейтингов

Этап	Источники			
	Публичные данные	Данные от компаний	Данные от третьих сторон	Специализированные агентства
Сбор данных (Data collection)	Годовые отчеты компаний, отчеты об устойчивом развитии, корпоративные веб-сайты, данные регулирующих органов	Прямые запросы информации у компаний, анкеты, интервью с руководством	Информация от СМИ, неправительственных организаций (НКО), отраслевых ассоциаций, баз данных по инцидентам (например, экологические штрафы, трудовые споры)	Данные от других агентств, специализирующихся на отдельных аспектах ESG (например, данные по выбросам углерода)
Проверка (screening)	Первичный анализ собранной информации на релевантность и полноту			
Анализа и оценка данных (Data analysis and evaluation)	<p>Определение существенности (Materiality assessment): выявление ESG-факторов, которые являются наиболее значимыми (существенными) для конкретной отрасли и компании. Вес различных ESG-факторов может варьироваться в зависимости от сектора</p> <p>Оценка по индикаторам: компании оцениваются по большому количеству качественных и количественных индикаторов в рамках каждого из трех компонентов (E, S, G)</p> <p>Оценка политик и практик: анализируется не только наличие у компании политик в области ESG, но и их реализация, эффективность и интеграция в бизнес-стратегию</p> <p>Сравнительный анализ (Benchmarking): показатели компании сравниваются с показателями других компаний в той же отрасли или секторе</p> <p>Учет противоречий (Controversy analysis): анализируются любые негативные события или противоречия, связанные с ESG-деятельностью компании (например, экологические аварии, нарушения прав человека, коррупционные скандалы)</p>			
Взвешивание и агрегирование (Criteria weighting and aggregation)	<p>Присвоение весов: различными ESG-критериями и категориями присваиваются веса в зависимости от их существенности для отрасли и общего влияния на устойчивость</p> <p>Методологии могут использовать опросники для оценки подверженности компаний этим субфакторам по числовой шкале (например, десятибалльной)</p> <p>Расчет промежуточных и итоговых баллов: оценки по отдельным индикаторам агрегируются для получения баллов по категориям (например, изменение климата, условия труда), затем по компонентам (E, S, G) и, наконец, выводится общий ESG-балл или рейтинг. Ответы на отдельные вопросы часто усредняются для определения баллов по категориям, обычно в диапазоне от 0 до 1</p>			
Обратная связь и публикация (Feedback and publication)	<p>Взаимодействие с компанией (Engagement): многие агентства предоставляют компаниям возможность ознакомиться с предварительными результатами оценки и предоставить дополнительную информацию или комментарии</p> <p>Присвоение рейтинга: на основе всех собранных и проанализированных данных компании присваивается итоговый ESG-рейтинг (например, буквенный: AAA-CCC, или числовой: 0-100)</p> <p>Публикация: рейтинг и, в некоторых случаях, краткий отчет или основные выводы публикуются и становятся доступны подписчикам агентства (инвесторам) или широкой общественности</p>			

Источник: составлено автором.

Выводы по главе 1

В результате проведенного теоретико-методологического исследования, изложенного в первой главе диссертационной работы, получены следующие основные результаты, имеющие значение для

достижения цели и решения задач исследования.

1) Уточнено понятийное содержание устойчивого развития как концепции макроуровня, прошедшей эволюцию от природоохранных инициатив 1970 годов (Стокгольмская конференция, создание ЮНЕП) через институционализацию в докладе Брундтланд и Рио-де-Жанейрской декларации до Целей устойчивого развития ООН. Раскрыта природа ESG-подхода как прикладного механизма реализации устойчивого развития на микроуровне, оформившегося в 2004 году с докладом «Who Cares Wins» и принятием Принципов ответственного инвестирования (PRI). Определены ESG-факторы как источники нефинансовых рисков и потенциальных выгод, способных материализоваться в прямые финансовые потери, а ESG-рейтинги – как формализованный инструмент оценки эффективности управления ESG-рисками и воздействия компании на устойчивое развитие.

2) Систематизированы существующие инструменты ESG-оценивания по их функциональному назначению и методологии. Выявлено, что ESG-рейтинги базируются на комплексной многофакторной оценке, рэнкинги ограничиваются ранжированием по узкому набору критериев, а индексы выполняют функцию агрегированного измерителя состояния сегмента рынка. Классифицированы методологические подходы к ESG-рейтингованию: нормативно-ориентированный (GRI, SASB, TCFD), интеграционно-аналитический (MSCI, Sustainalytics, S&P Global) и качественно-экспертный (Vigeo Eiris, ISS ESG).

3) Выделены ключевые проблемы современного ESG-рейтингования: расхождение оценок разных агентств, обусловленное различиями в охвате, измерении и весах показателей, а также практика гринвошинга, связанная с недостаточной прозрачностью и верификацией данных.

4) Охарактеризована российская научная школа ESG-рейтингования, отличающаяся акцентом на государственное регулирование (в противовес рыночному саморегулированию), сырьевую специфику экономики и трактовку ESG-рейтингов как инструмента технологического суверенитета.

5) Разработана авторская «Интегративная ESG-матрица», интегрирующая три компонента ESG и уровни анализа от макро (государственное регулирование) до микро (влияние на показатели конкретной компании). Обосновано, что матрица учитывает институциональный и регуляторный контекст, стратегические цели компании, стадию жизненного цикла и отраслевую специфику, факторы информационной асимметрии, а также влияние рейтинга на финансовые и нефинансовые показатели.

б) Определены процедурные аспекты реализации предложенной методики: выбор метода нормирования в зависимости от распределения данных; взвешивание показателей на основе экспертного, статистического или смешанного подхода с учетом отраслевой значимости факторов; иерархическое агрегирование. Доказана необходимость динамического характера методологии, предусматривающей мониторинг, плановый и внеочередной пересмотр рейтингов, сценарное и стресс-тестирование, анализ чувствительности к изменениям показателей и весов, а также раскрытие компонентных оценок и ограничений данных для обеспечения прозрачности.

Проведенный в главе 1 анализ концептуальных основ и методологических подходов ESG-рейтингования создает теоретический фундамент для последующей разработки риск-ориентированной методики, адаптированной к институциональным особенностям российского фондового рынка и обеспечивающей сопоставимость с международными практиками.

Глава 2

Анализ практики ESG-рейтингования на российском и международном фондовых рынках

2.1 Характеристика ведущих международных методик ESG-рейтингования

Развитие ESG-рейтингования на развитых фондовых рынках США, Европы и Азии представляет собой результат более чем двадцатилетней эволюции: от фрагментарных инициатив конца 1990-х годов к полноценной инфраструктуре устойчивых инвестиций, обеспечивающей оценку нефинансового профиля более 16 000 эмитентов и управление активами под ESG-фильтрами на сумму \$40,4 трлн по состоянию на 2024 год [165]. Нормативное определение ESG-рейтинга, однако, отсутствует, равно как и четкие критерии отнесения организации к категории их поставщиков. Это затрудняет оценку реального числа участников рынка.

Согласно исследованию [231], в 2018 году в мире насчитывалось более 600 различных ESG-рейтингов, тогда как фактическое число поставщиков рейтинговых услуг, по данным SSGA и KPMG [72], оценивается в 125-150. В настоящее время к числу ключевых игроков на этом рынке относят 10-15 поставщиков [214]. При этом в последние годы наблюдается устойчивая тенденция к консолидации отрасли. Основным механизмом выступает приобретение крупными игроками специализированных ESG-компаний. S&P приобрело RobecoSAM (2020 год), Moody's – Vigeo Eiris (2019 год), MSCI – рейтинги GMI Ratings (2014 год), ISS – Oekom Research (2018 год), Morningstar в два этапа (2017 и 2020 года) поглотила Sustainalytics, а группа Лондонской фондовой биржи вошла во владение Beyond Ratings (2019 год). За период с 2009 года зафиксировано около 30 сделок слияния и поглощения в сфере ESG [128; 214].

Открытые данные о распределении рыночных долей (по числу оцениваемых эмитентов, выручке или клиентскому охвату) отсутствуют. Это обусловлено двумя причинами: провайдеры не раскрывают финансовую отчетность в разрезе ESG-направления, а также отсутствует единое определение продуктов, относимых к ESG-рейтингам, что не позволяет агрегировать сопоставимую информацию. Согласно экспертным опросам [100], наиболее узнаваемыми международными провайдерами являются MSCI и Sustainalytics; реже упоминаются CDP и ISS. Количество охваченных компаний варьируется от 4 до 12 тыс. эмитентов в зависимости от провайдера, как показано в таблице 8.

Таблица 8 – Количество корпоративных рейтингов ESG от выбранных поставщиков

Поставщик рейтингов ESG	Количество компаний, получивших рейтинг
РАЭК-Аналитика	160
RAEX-Europe	160
АКРА	22
Национальное Рейтинговое Агентство (НРА)	433
Рейтинговое агентство АК&М	72
РСПП	48
Bloomberg	11 700
FTSE Russell	7 200
ISS	4 000
MSCI	8 500
Refinitiv	10 000
S&P Global	7 300
Sustainalytics	12 000

Примечание - Количество корпоративных рейтингов ESG от выбранных поставщиков рейтингов ESG, основанных на общедоступной информации. Цифры могут охватывать более одного типа продуктов ESG rating.

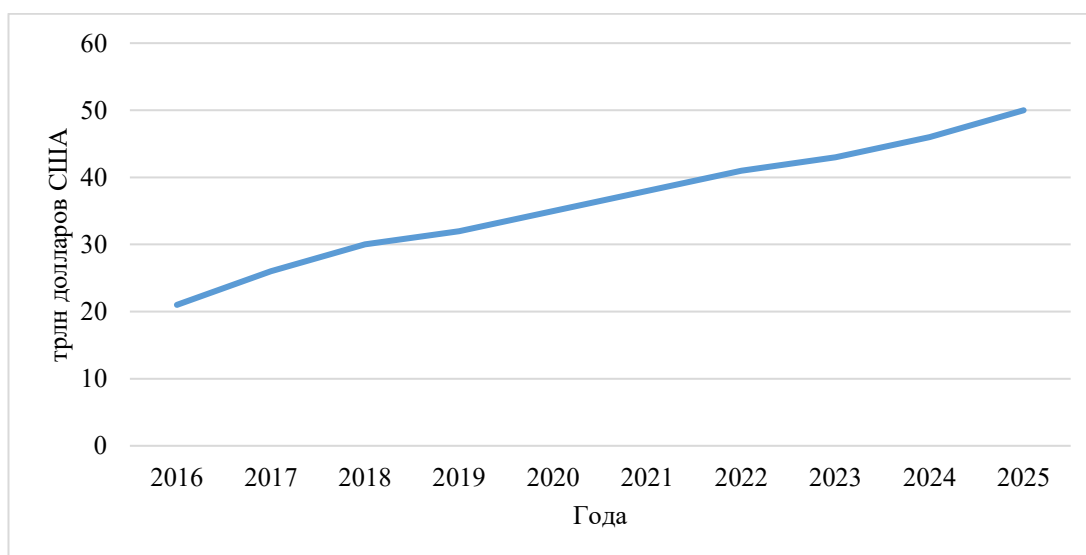
Источник: составлено автором на основании данных рейтинговых агентств [42-48; 53].

Таким образом, рынок ESG-рейтингования сформирован группой крупных провайдеров, чьи методологии различаются по целям, источникам данных и алгоритмам расчета. В следующих разделах параграфа будет дана характеристика ведущих международных методик – MSCI ESG Ratings, Sustainalytics, S&P Global CSA и Refinitiv.

Важным фактором, формирующим спрос на ESG-рейтинги, выступает рынок устойчивых финансовых инструментов, прежде всего GSS+ облигаций (зеленые, социальные, устойчивые, привязанные к целям устойчивого развития и переходные). Детальная характеристика этого рынка (объемы

эмиссии, динамика, географическая структура, роль SLB-облигаций), а также данные об активах под управлением с учетом ESG-факторов приведены в приложении Е.

Спрос на ESG-рейтинги подкрепляется масштабом ответственного инвестирования в целом. По данным Bloomberg Intelligence, общий объем активов под управлением в фондах, учитывающих ESG-факторы, достиг 41 трлн долл. США, что отражается на рисунке 1 [61]. Это подтверждает, что устойчивое развитие перестало быть нишевой стратегией и превратилось в системный фактор глобального финансового рынка, что, в свою очередь, создает устойчивый спрос на стандартизированные и сопоставимые рейтинговые оценки.

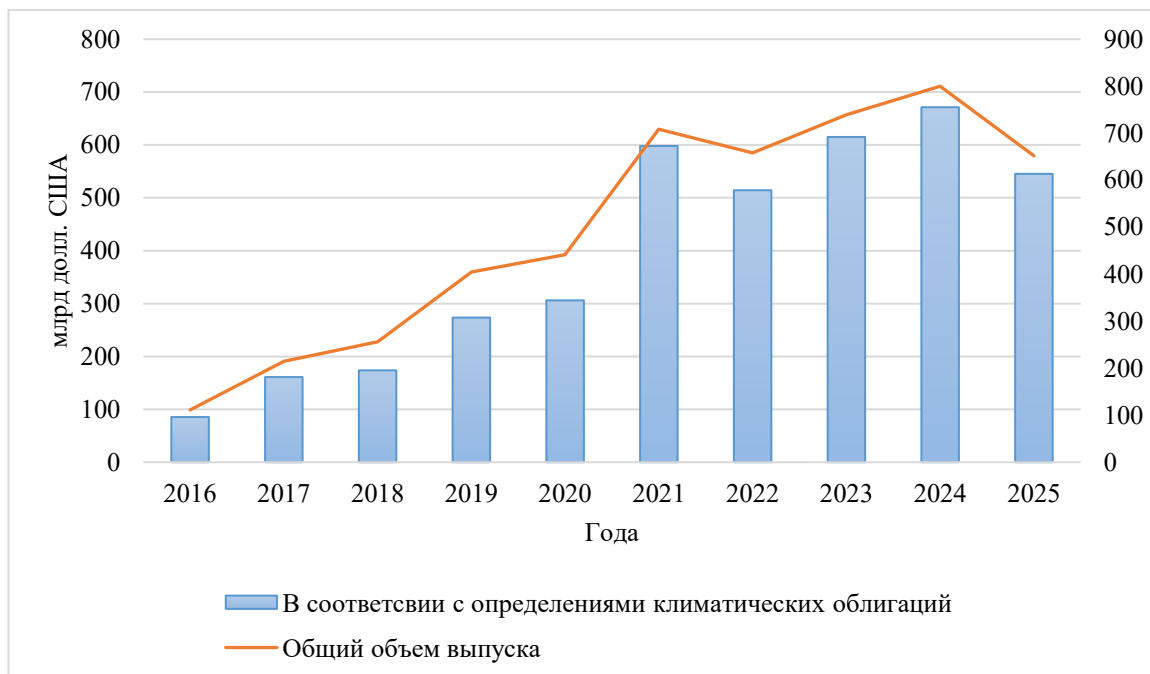


Источник: составлено автором на основе Bloomberg Intelligence [61].

Рисунок 1 – Общие глобальные ESG-активы за период с 2016 г. по 2025 г.

Согласно данным, представленным на рисунке 2, фактический годовой объем выпуска климатических облигаций, соответствующих таксономии СБИ, в 2024 году составил 670,8 млрд долл. США, а в 2025 году - 540,6 млрд долл. США [149]. При этом пиковое значение за весь рассматриваемый период пришлось на 2023 год, когда объем эмиссии достиг 680,2 млрд долл. США. Полученные данные свидетельствуют о динамике развития рынка и его качественных изменениях, включая повышение требований к прозрачности и верификации эмиссий. Данный процесс

отражает растущий интерес к инвестициям, ориентированным на устойчивое развитие, что проявляется не только в увеличении количественных показателей, но и в повышении уровня доверия и надежности в сфере экологически ответственного инвестирования.



Включает элементы таксономии СБИ, которая классифицирует эти облигации по типам (зеленые, социальные, связанные с устойчивостью).

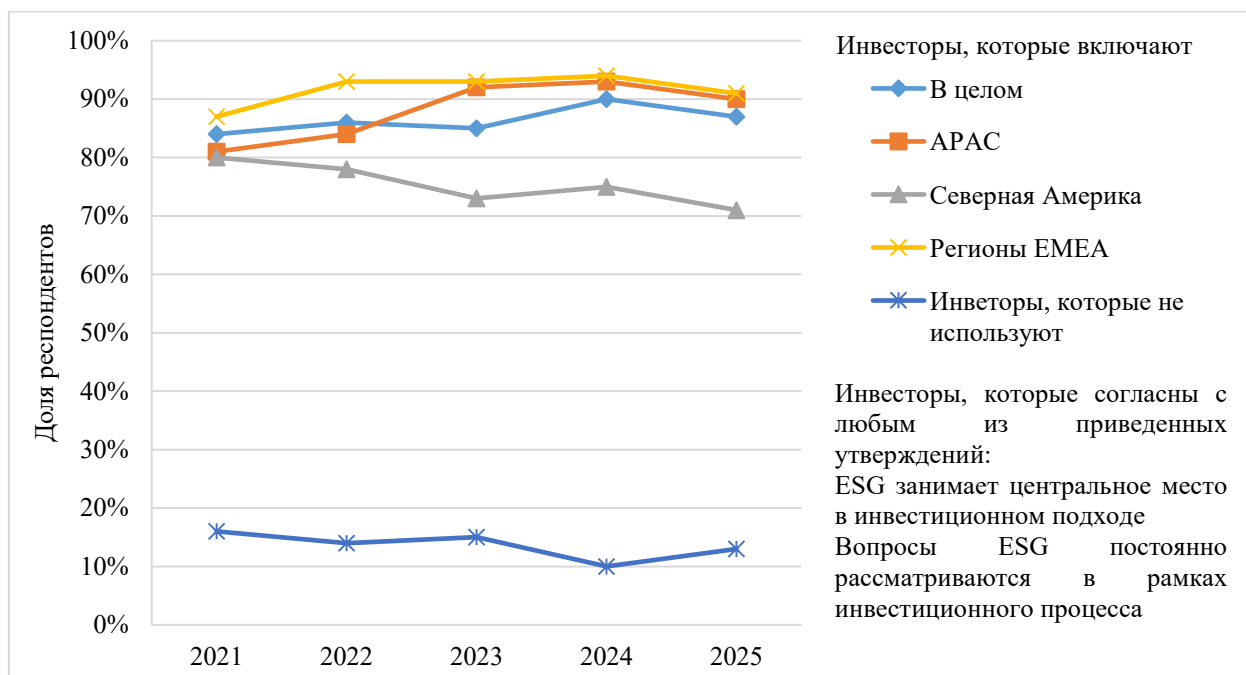
Источник: составлено автором на основе данных (СБИ) [149].

Рисунок 2 – Динамика совокупного годового выпуска климатических облигаций

Практическая значимость ESG-рейтингов определяется степенью их востребованности участниками финансового рынка. Анализ инвестиционных практик позволяет оценить реальный спрос на ESG-оценки и выявить факторы, препятствующие их более широкому применению.

Согласно глобальному опросу Capital Group ESG Global Study [142] 87% инвесторов учитывают ESG-факторы при принятии инвестиционных решений. Российский рынок подтверждает этот тренд: притоки в ESG-инструменты на Мосбирже росли на 62% год к году, а запуск IMOEXESG и биржевых ESG-индексов обеспечил инвесторов бенчмарками для формирования пассивных стратегий, что повлекло за собой активное формирование национальных ESG-рейтингов и рэнкингов. В этом контексте практическая реализация ESG-подходов выходит за рамки теоретико-

методологических оснований и приобретает характер конкретной технологической и организационной реализации. Результаты опроса представлены на рисунке 3.



Источник: составлено автором на основе данных Capital Client Group [138].
Рисунок 3 – Доля компаний, рассматривающих вопросы ESG в рамках своего инвестиционного подхода

В отличие от теоретико-методологических оснований ESG-подхода и алгоритмов формирования рейтингов, систематизированных в главе 1, анализ параграфа 2.1 сосредоточен на практической реализации конкретных методик ведущих международных провайдеров - MSCI, Sustainalytics, S&P Global Ratings и Refinitiv с позиций их организационно-технологических особенностей, алгоритмов количественного оценивания, статистических характеристик результатов и опыта интеграции в инвестиционные процессы на фондовых рынках.

Методологической базой исследования послужили официальные документы агентств за 2023–2025 годы, отчеты IOSCO [72] и ESMA [67] о прозрачности ESG-рейтингов, эмпирические данные по корреляционным зависимостям между ESG-оценками и финансовыми показателями эмитентов, а также публикации специализированных аналитических платформ PRI [26] и CFA Institute [143].

Как было показано в главе 1, существующие ESG-рейтинги различаются по методологии, что влияет на итоговые оценки и выбор инвесторов. В дополнение к этому, в настоящем параграфе рассматривается национальная специфика на примере КНР, где система ESG-оценки, сформированная позднее, динамично развивается в контексте реализации стратегии «зеленого» развития. Ведущие международные провайдеры (Bloomberg, MSCI, FTSE Russell) включают в свои методологии китайские публичные компании, чьи рейтинги значимы для международного инвестиционного сообщества. В настоящее время в Китае насчитывается около 20 рейтинговых агентств ESG, среди которых Sino-Securities Index Information Service (SSII), SynTao Green Finance (STGF) и Китайский альянс инвестиций в социальную сферу (CASVI) являются представительными. В таблице 9 представлено сравнение рейтинговых систем ESG разных агентств (на основе анализа официальных методологий 2024 года).

Таблица 9 - Интегральная сравнительная оценка методологических подходов ведущих рейтинговых агентств (на основе анализа официальных методологий 2024 года)

Критерий	MSCI	Sustainalytics	S&P CSA	Refinitiv
Количество индикаторов	450+	200+	1340	630
Отраслевые веса	Индивидуальные	Универсальные + отраслевые	Фиксированные	Равные
Корреляция с фин. результатами	-0,23 (волатильность)	0,31 (credit spread)	0,19 (ROE)	0,25 (ROA)
Прозрачность алгоритма	Высокая	Высокая	Средняя	Высокая
Частота обновления	Ежегодно	Ежеквартально	Ежегодно	Ежеквартально

Источник: составлено автором на основании данных рейтинговых агентств [62; 64-65].

MSCI ESG Ratings (модернизирована с 2016 г. по 2024 г.) является одной из наиболее авторитетных систем оценки нефинансовых рисков, используемой институциональными инвесторами с активами под управлением 18,2 трлн долл. США [62]. Концептуальной основой выступает принцип существенности ESG-рисков: в фокус анализа включаются только факторы, способные существенно повлиять на финансовые результаты компании на горизонте 3–5 лет.

Алгоритм расчета реализуется в три этапа. Первый – идентификация

существенных рисков (Key Issues): из 37 ESG-тематик для каждой из 37 отраслей (классификация GICS) отбираются 4-10 наиболее значимых индикаторов. В нефтегазовом секторе приоритетными признаны изменение климата (25% веса), воздействие на местные сообщества (20%), корпоративное управление (15%), риски цепочек поставок (12%) и трудовые практики (10%) [62]. Второй – количественная оценка каждого существенного риска по 10-балльной шкале на основе 450+ первичных индикаторов (выбросы Score 1–3, производственный травматизм, доля независимых директоров, антикоррупционные политики). Третий – агрегирование с отраслевыми весами в итоговый рейтинг по шкале от CCC (высокий риск) до AAA (лидерство в управлении рисками).

По состоянию на декабрь 2024 года MSCI оценивает 8500 компаний из 47 стран, покрывая 99% капитализации развитых рынков. Эмпирический анализ демонстрирует отрицательную корреляцию между ESG-рейтингом и волатильностью акций ($\rho = -0,23$), а также стабильность оценок: 68% компаний сохраняют категорию в течение года [62]. В индексе MSCI World ESG Leaders (топ-50 по ESG-рейтингу) среднегодовая доходность за 2015-2024 года составила 9,8% против 8,7% в классическом MSCI World.

Преимущества подхода: глубокая отраслевая детализация, учет выбросов Score 3 и интеграция с финансовыми моделями MSCI Barra. Ограничения: зависимость от экспертных весов (до 30% субъективности) и сложность верификации данных для эмитентов развивающихся рынков.

Методология Sustainalytics (входит в Morningstar с 2021 г.) [56], охватывающая более 16 000 компаний и используемая 1200+ институциональными инвесторами, реализует концепцию управляемого ESG-риска через матрицу «Подверженность (Exposure) × Управление (Management) = Общий риск» [56]. Данный подход позволяет количественно оценить как наличие ESG-рисков, так и эффективность их минимизации. Математически модель количественной оценки управляемого ESG-риска выражается формулой (1)

$$Risk\ Rating = \sum (Exposure_i \times (1 - Management_i)) \times Sector_adj \times Country_adj, \quad (1)$$

где Risk Rating – общий риск;

Exposure_i – отраслевая подверженность i-му из 40 рисков (0–100 баллов);

Management_i – качество управления (0–100);

Sector_adj и Country_adj – отраслевые и страновые коэффициенты корректировки.

Структура индикаторов включает 20 универсальных и 20 отраслевых тематик, разделенных на управляемые (55% веса) и неуправляемые (45%) риски. В банковском секторе высокая подверженность киберрискам (Exposure = 85) компенсируется средним уровнем управления (Management = 65), что обеспечивает умеренный итоговый риск.

Методология демонстрирует высокую прогностическую способность. Средний Risk Rating по глобальной выборке в 2024 году составил 25,3/100 («Medium risk»); корреляция между высоким ESG-риском и кредитным спредом по корпоративным облигациям достигла 0,31. Стабильность оценок составляет 72%, что значительно превосходит показатели методик 2010 годов.

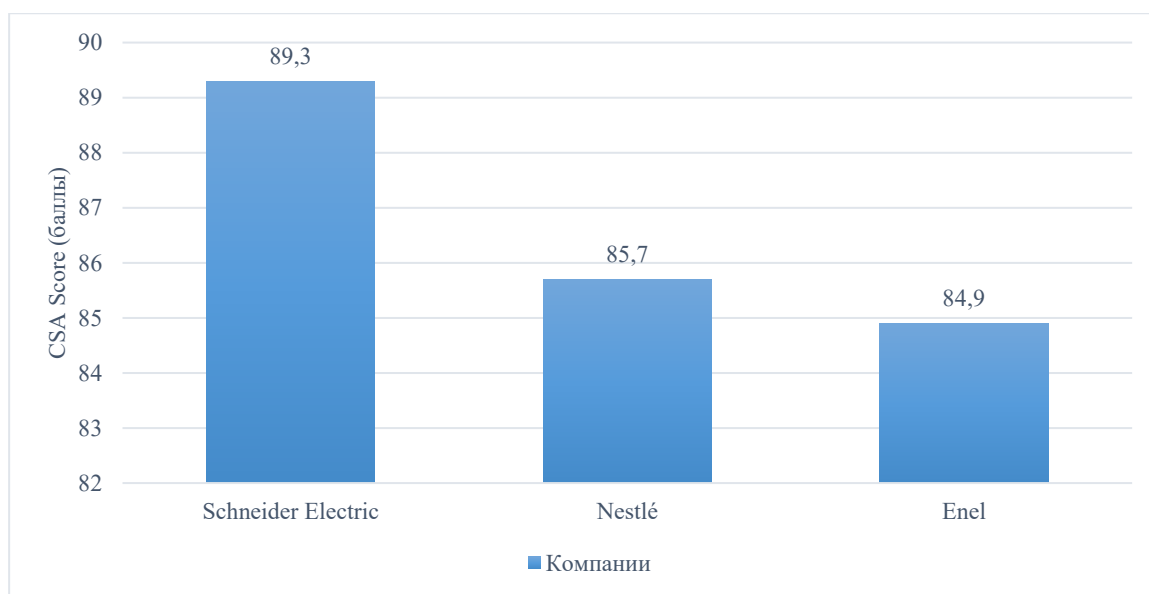
К преимуществам подхода относятся: формализованная матрица рисков, дифференциация по временным горизонтам (1–5, 5–10, >10 лет) и высокая прозрачность алгоритма. К недостаткам – недооценка позитивного воздействия (impact investing), а также сложности для компаний с ограниченной публичной отчетностью, у которых вес неуправляемых рисков возрастает до 60%.

S&P Global CSA (с 1999 г.) служит методологической основой для Dow Jones Sustainability Indices и является крупнейшей платформой самооценки: ежегодно в ней участвуют 2378 компаний из 60 стран [65]. Методология включает 1340 индикаторов по 61 критерию с распределением весов:

Environmental (29%), Social (27%), Governance (24%), Economic (20%).

Организационный процесс включает четыре этапа: анкетирование, самооценку компаний, верификацию 50% данных независимыми экспертами S&P, а также формирование рейтингов и индексов. Топ-10% по CSA Score включаются в DJSI World, топ-15% - в региональные индексы.

Согласно данным, представленным на рисунке 4, значения CSA Score лидирующих компаний существенно превышают среднерыночный уровень (62,4 балла; медиана – 61,2), что подтверждает высокую концентрацию лучших практик устойчивого развития в ограниченной группе эмитентов. CSA Score демонстрирует положительную, но умеренную корреляцию с рентабельностью собственного капитала (ROE): коэффициент корреляции $\rho = 0,19$ за пятилетний период.



Источник: составлено автором на основе публичных данных [65].

Рисунок 4 – Лидеры по интегральной оценке S&P Global CSA среди 2378 (рост на 8% к 2023 г.) компаний в 2024 году

К преимуществам методологии относятся высокая вовлеченность эмитентов (98% отклик), интеграция с индексами DJSI (25 млрд долл. США под управлением) и учет инновационных решений. Основное ограничение – reporting bias, т.е. зависимость от качества самоотчетности (до 40% данных), а также недостаточная формализация рисков по сравнению с MSCI и Sustainalytics.

Методология Refinitiv (LSEG) реализует полностью автоматизированный подход на основе 630 индикаторов из более чем 500 источников данных (отчетность, новости, патенты, социальные сети), обеспечивая ежеквартальное обновление для более чем 10 тыс. компаний. Методология строится вокруг 17 тематических столбцов (Pillar Scores), агрегируемых в четыре категории с равными весами (по 33,3%). Алгоритм percentile ranking (ранжирование по процентилям) выражается формулой (2)

$$ESG\ Score = 0,33 \times Resources\ Use + 0,33 \times Emissions + 0,33 \times OtherPillar\ Score = Percentile\ rank\ по\ отрасли\ (0 - 100), \quad (2)$$

где ESG Score - итоговый показатель устойчивости компании в рамках концепции ESG (Environmental, Social, Governance - экология, социальная ответственность, управление), выраженный в числовом значении (обычно в диапазоне 0–100);

0,33 (для каждого компонента) - весовой коэффициент, отражающий вклад соответствующего показателя в итоговую оценку ESG Score;

Resources Use - оценка эффективности использования компанией природных и иных ресурсов (энергии, воды, сырья, земельных участков и т.д.);

Emissions - показатель уровня выбросов загрязняющих веществ и парниковых газов, а также других экологических воздействий, связанных с производственной деятельностью компании;

Other Pillar Score - интегральный показатель, объединяющий иные значимые ESG-факторы;

Percentile rank (процентный ранг) - метод ранжирования, показывающий позицию компании относительно других игроков отрасли.

В 2024 г. методология Refinitiv характеризуется высокой корреляцией с рейтингами MSCI ESG ($\rho = 0,67$) и средним значением ESG Score 52,8 из 100.

Ее основное операционное преимущество заключается в ежеквартальном обновлении данных, тогда как большинство сопоставимых систем ориентированы на ежегодную периодичность.

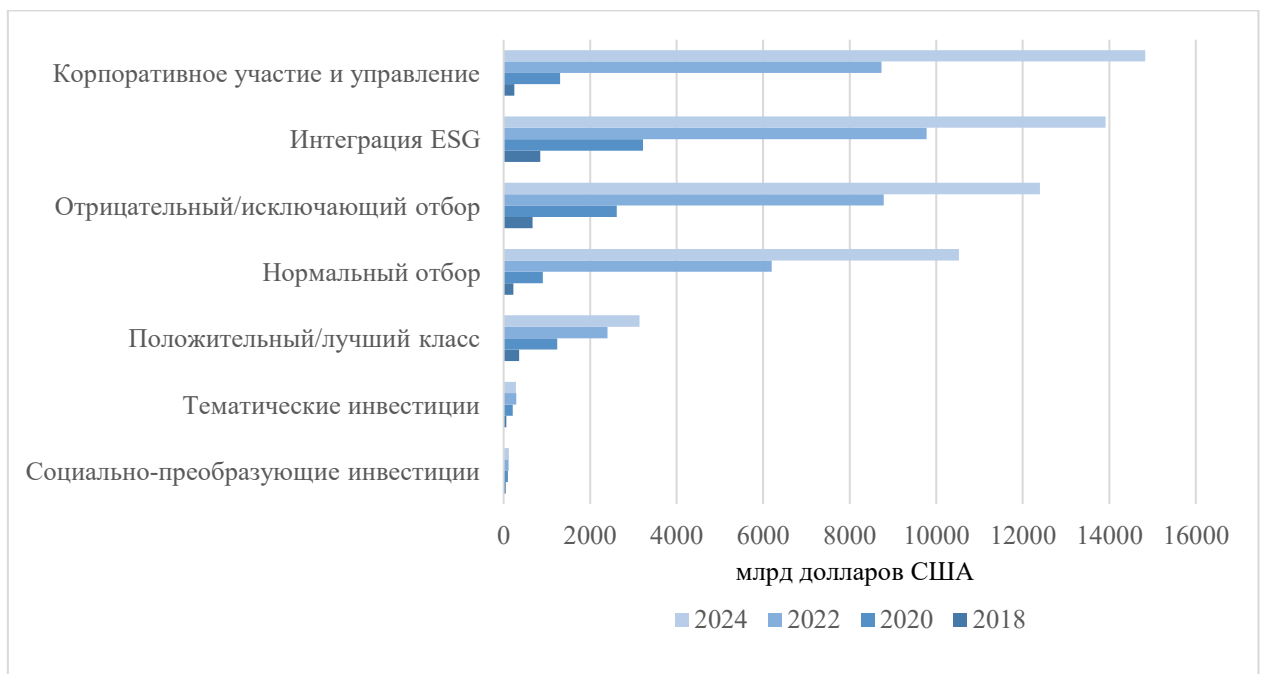
Вместе с тем методологии присущи три значимых ограничения: во-первых, использование равных весов для агрегированных категорий без учета отраслевой специфики; во-вторых, недооценка роли экспертного анализа; в-третьих, повышенная чувствительность к зашумлению данных (data pollution), поступающих из альтернативных источников. Эти ограничения не являются изолированными, а воспроизводят системный недостаток многих современных ESG-подходов – опору на статические показатели при недостаточном учете динамики внешнего контекста.

Как было показано в главе 1, отсутствие общепринятых стандартов измерения ESG приводит к значительным различиям в оценках разных агентств. Согласно исследованию Берга и соавторов [131], средняя корреляция между рейтингами пяти ведущих агентств составляет 0,61, что существенно ниже показателя кредитных рейтингов (0,99) [128]. Экклз и соавторы [158] оценивают общее число ESG-рейтингов к 2019 году примерно в 500, что иллюстрирует фрагментацию инфраструктуры ESG-оценки [144].

Другая проблема – неравномерный охват компаний. Согласно данным ОЭСР [137], ESG-рейтинги чаще присваиваются крупным публичным компаниям, тогда как малая и средняя капитализация остаются менее охваченными из-за ограниченного раскрытия нефинансовой информации и ресурсных ограничений. Это создает смещение внимания инвесторов в сторону крупных эмитентов и ограничивает доступ более мелких компаний к ответственному капиталу [133].

Независимые рейтинги могут уменьшить информационную асимметрию между акционерами и фирмой, предоставляя информацию о фирме, тем самым влияя как на решения заинтересованных сторон, таких как инвесторы, клиенты и сотрудники, так и на результаты деятельности фирмы [105].

Несмотря на указанные недостатки, независимые ESG-рейтинги способны уменьшить информационную асимметрию между компаниями и стейкхолдерами (инвесторами, клиентами, регуляторами), влияя на инвестиционные решения и корпоративные результаты [105]. За последнее десятилетие наблюдается устойчивый рост числа институциональных и частных инвесторов, интегрирующих ESG-факторы в процессы распределения активов и управления портфелем. Как показано на рисунке 5, глобальное распространение стратегий устойчивого инвестирования сопровождается значительным увеличением объема активов под управлением.



Источник: составлено автором на основе Morningstar Direct & Morningstar Research [206].

Рисунок 5 – Активы для устойчивого инвестирования в разбивке по стратегиям, с 2018 года по 2024 год

Как было показано выше, расхождение ESG-рейтингов и неоднородность методологий ставят под сомнение объективность оценок. В этой связи закономерен вопрос о связи ESG-рейтингов с финансовыми показателями компаний. Научная литература не дает однозначного ответа.

С одной стороны, мета-анализы (например, Friede и соавторы [164], обобщившие более 2000 эмпирических работ) фиксируют в целом положительную корреляцию между ESG и финансовыми результатами.

Исследования на китайских данных [237] подтверждают, что высокие ESG-показатели могут улучшать финансовые результаты. Другие авторы [129; 161] указывают на снижение капитальных затрат, повышение рентабельности и снижение последующих рисков.

С другой стороны, ряд работ [191; 201] не обнаруживают явного статистического воздействия либо фиксируют очень слабые эффекты. Хасталон и Садали [173], Симоне и соавторы [227] демонстрируют «пробелы» в связи между устойчивыми практиками и доходностью, хотя и указывают на потенциальные долгосрочные выгоды.

Таким образом, эмпирические данные остаются неоднозначными: отсутствие четких доказательств может быть связано как с высокой, так и с низкой эффективностью ESG-инвестирования. Это обстоятельство подтверждает необходимость дальнейших исследований, в том числе в рамках настоящей диссертационной работы.

Одним из направлений дальнейших исследований, как отмечено выше, является адаптация ESG-методологий к национальным институциональным условиям. В этой связи показателен опыт азиатских стран (Японии, Китая, Кореи, Сингапура), где сформировались рейтинговые подходы, сочетающие глобальные стандарты с локальной спецификой. Совокупное покрытие азиатских методик превышает 12 000 компаний, что соответствует 65% региональных активов.

Азиатские методологии (JCR, KCGS, CSI) отличаются гибридным подходом: они интегрируют матричный риск-анализ, государственные приоритеты и акцент на раскрытии информации. Уровень верификации данных (65–80%) существенно выше российского (45%), что обеспечивает более высокую корреляцию с рыночными индексами ($\rho = 0,72–0,85$).

Японские методики (JCR, S&P SAI) реализуют риск-ориентированный подход SASB/TCFD с учетом национальных кодексов корпоративного управления (Stewardship Code, Corporate Governance Code). Китайская модель (CSI ESG) представляет собой унифицированный государственный стандарт,

обязательный для листинговых компаний, где экологический блок (E, 40% веса) привязан к целям углеродной нейтральности 2060 г. Корейская система (KCGS) отличается глубиной анализа (более 1 200 индикаторов) и акцентом на реформу корпоративного контроля. Анализ ключевых характеристик азиатских методик представлен в таблице 10.

Таблица 10 - Ключевые характеристики азиатских ESG-методик (2025 г.)

Методика	Покрытие	Весы E/S/G	Score 3, в %	Корреляция с индексом	Институциональный якорь
JCP (Япония)	450+JPX	Отраслевые (25-55/20-35/30-45)	55	$\rho = 0,78$ JPX 400	Stewardship Code
KCGS (Корея)	1200+KRX	Отраслевые (40-60/20-30/20-30)	75	$\rho = 0,76$ KOSPI	Chaebol реформа
CSI ESG (Китай)	4500+SSE/SZSE	Госпрограмма (40/30/25)	100	$\rho = 0,85$ SSE	14-й пятилетний план
S&P SAI (Япония)	370 TOPIX	Равные (40/30/30)	65	$\rho = 0,72$ Nikkei 400	TCFD disclosure
RAEX (Россия)	253 Мосбиржа	Равные (33/33/33)	40	$\rho = 0,61$ MOEX ESG	ФСБУ 8/2020

Источник: составлено автором по методологиям рейтинговых агентств [46; 143; 174; 184].

Анализ сопоставимости азиатских и российских рейтингов (например, RAEX и CSI) выявил корреляцию на уровне 0,52, что обусловлено систематическим расхождением в оценках блока корпоративного управления (G). Это подтверждает необходимость институциональной адаптации весов при переносе методологий. На основе азиатского опыта может быть предложена типология адаптационных механизмов для российской практики:

- государственный якорь – привязка экологического блока к национальным программам;
- учет корпоративных традиций – отраслевые веса для вертикально-интегрированных холдингов;
- приоритет раскрытия информации – повышенный вес блока раскрытия (D) в условиях внедрения ФСБУ 8/2020;
- этапированная унификация – переход от равных весов к матричной модели (2026–2030 года).

Азиатский опыт подтверждает концептуальную целесообразность гибридной методологии для России, балансирующей государственные

приоритеты, корпоративную специфику и глобальные стандарты сопоставимости.

В настоящем параграфе исследования был проведен всесторонний анализ существующих методов ESG-рейтингования, применяемых на международных фондовых рынках. В результате проведенного анализа были сделаны следующие выводы:

1) Ведущие международные методики (MSCI, Sustainalytics, S&P Global CSA, Refinitiv) различаются по целевой направленности, источникам данных, алгоритмам нормирования и взвешивания, что обуславливает неоднородность итоговых оценок. MSCI ориентирована на существенность рисков, Sustainalytics – на матрицу «подверженность – управление», S&P Global CSA – на самооценку и отраслевые бенчмарки, Refinitiv – на автоматизированный сбор данных из альтернативных источников.

2) Общими недостатками анализируемых подходов являются: зависимость от качества самораскрытия информации (reporting bias), различие весовых структур, неполный учет динамических факторов и чувствительность к зашумлению данных. Средняя корреляция между рейтингами разных агентств ($\rho \approx 0,61$) существенно уступает согласованности кредитных рейтингов ($\rho \approx 0,99$), что подтверждает проблему расхождения (divergence).

3) Азиатские методологии (JCR, KCGS, CSI) демонстрируют гибридный подход, сочетающий элементы западных риск-моделей с государственными приоритетами и акцентом на раскрытие информации. Более высокий уровень верификации данных (65–80%) обеспечивает лучшую корреляцию с рыночными индексами ($\rho = 0,72–0,85$) по сравнению с российскими аналогами.

4) Опыт адаптации глобальных стандартов к национальным условиям (Япония, Китай, Корея) показывает принципиальную возможность и эффективность институциональной настройки весов, состава показателей и процедур верификации. Выявленные механизмы адаптации могут быть

использованы при разработке российской риск-ориентированной методики.

5) Эмпирические данные о связи ESG-рейтингов с финансовыми показателями остаются неоднозначными: наряду с работами, фиксирующими положительную корреляцию, существуют исследования, не обнаруживающие значимого влияния либо указывающие на слабые эффекты. Это подтверждает необходимость дальнейших исследований, в том числе в рамках настоящей диссертационной работы, и обосновывает переход от описательного анализа методологий к разработке собственной модели, учитывающей российскую институциональную специфику.

Таким образом, проведенный в параграфе 2.1 анализ позволил выявить основные тенденции и проблемы, существующие на рынке ESG-рейтингования, а также определить направления для дальнейших исследований. В частности, в следующей главе будет проведен анализ применения методов ESG-рейтингования на российском фондовом рынке, что позволит выявить особенности и проблемы, связанные с интеграцией ESG-факторов в российскую практику.

2.2 Практика и развитие ESG-рейтингования на российском фондовом рынке

Применение методов ESG-рейтингования на российском фондовом рынке характеризуется переходом от фрагментарного внедрения к системной интеграции, что обусловлено активностью Московской биржи и регуляторными инициативами Банка России. В отличие от теоретического анализа главы 1, настоящий параграф базируется на эмпирических данных за 2019–2025 года (методологические документы рейтинговых агентств охватывают 2021–2025 года, что связано с началом их публичного раскрытия), что позволяет оценить эффективность существующих подходов, выявить их недостатки и обосновать необходимость разработки риск-ориентированной методики. Анализ опирается на официальные отчеты

Московской биржи, Банка России, Росстата, а также аудиторских компаний «большой четверки».

Цель параграфа – систематизировать российские методики ESG-рейтингования по следующим критериям: соответствие рекомендациям Банка России, охват эмитентов, методологические особенности и степень интеграции в инфраструктуру Московской биржи. Кроме того, в рамках параграфа проверяются выдвинутые в главе 1 гипотезы об инвестиционной ценности ESG, выявляются методологические пробелы существующих подходов и обосновывается необходимость разработки авторской риск-ориентированной методики. Информационная база включает публикации РАЕХ («Эксперт РА»), НКР, АКРА, НРА, методические рекомендации Банка России (2021 год), статистику Московской биржи (2020–2025 года), данные по 542 корпоративным ESG-рейтингам, опубликованным по состоянию на декабрь 2025 год.

Формирование системы ESG-рейтингования на российском фондовом рынке началось в 2018-2020 годах на фоне глобальной ESG-трансформации финансовых рынков и инициатив Банка России по созданию национальной инфраструктуры устойчивых финансов. В отличие от международных методик, рассмотренных в параграфе 2.1, российская практика отличается высокой степенью государственного регулирования, ограниченным числом участников рынка и необходимостью адаптации зарубежных подходов к отечественной отчетности и институциональной среде.

Институционализация ESG на Московской бирже началась в 2018 году с первого выпуска «зеленых» облигаций («Ресурсосбережение ХМАО», 10 млрд руб.). К 2025 году объем ESG-инструментов превысил 1 трлн руб., из которых 76% составили «зеленые» облигации (преимущественно в транспортном секторе) и 15% – социальные. Запуск сектора устойчивого развития (август 2019 г.) и индексов РСПП («Ответственность и открытость», «Вектор устойчивого развития») охватил 45 эмитентов, а их методология базируется на стандартах ICMA и GRI.

Развитие ESG-рейтингования в России получило институциональное оформление в 2020 году, когда Банк России опубликовал «Рекомендации по разработке методологии присвоения ESG-рейтингов». Документ установил единые требования к шкалам оценок (7 категорий от ESG-A до ESG-E с 17 градациями), весам блоков (равные доли E, S, G по 33,3% либо иное обоснованное распределение), прозрачности (обязательное раскрытие структуры показателей, весов, источников данных) и верификации (рекомендована независимая проверка ключевых показателей – выбросов, социальных метрик).

К концу 2025 года на рынке сформировалась группа ключевых игроков, в которую входят аккредитованные рейтинговые агентства: АКРА, RAEX («Эксперт РА»), НКР, НРА и АК&М. Эти организации публикуют ESG-рейтинги и рэнкинги, совокупно выпустив в 2025 году 88 релизов для 69 российских компаний [55]. Также важным направлением является совместное составление ESG-индексов, например, индекса РБК и НКР, который служит независимым инструментом оценки.

Геополитические события и санкционные ограничения оказали существенное влияние на приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в Российскую Федерацию. Согласно данным Всемирного банка [69], представленным на рисунке 6, динамика чистых ПИИ в Россию за 1992–2024 года демонстрирует резкое снижение после 2022 года, что отражает макроэкономический контекст развития российского ESG-рынка.

Динамика чистых прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в Россию за период 1992-2024 года свидетельствует о существенных изменениях инвестиционного климата. До 2022 года среднегодовой объем ПИИ составлял 22,33 млрд долл. США с пиковыми значениями в 2007–2008 годах и начале 2010 годов. После 2022 года тенденция сменилась: в 2022 году чистый отток капитала достиг 39,80 млрд долл. США, а среднегодовое отрицательное сальдо за 2022–2024 года составило 19,34 млрд долл. США. Снижение среднего объема ПИИ относительно докризисного периода

превысило 186%, что подтверждает масштабное сокращение иностранного присутствия под воздействием геополитических факторов и санкционных ограничений.



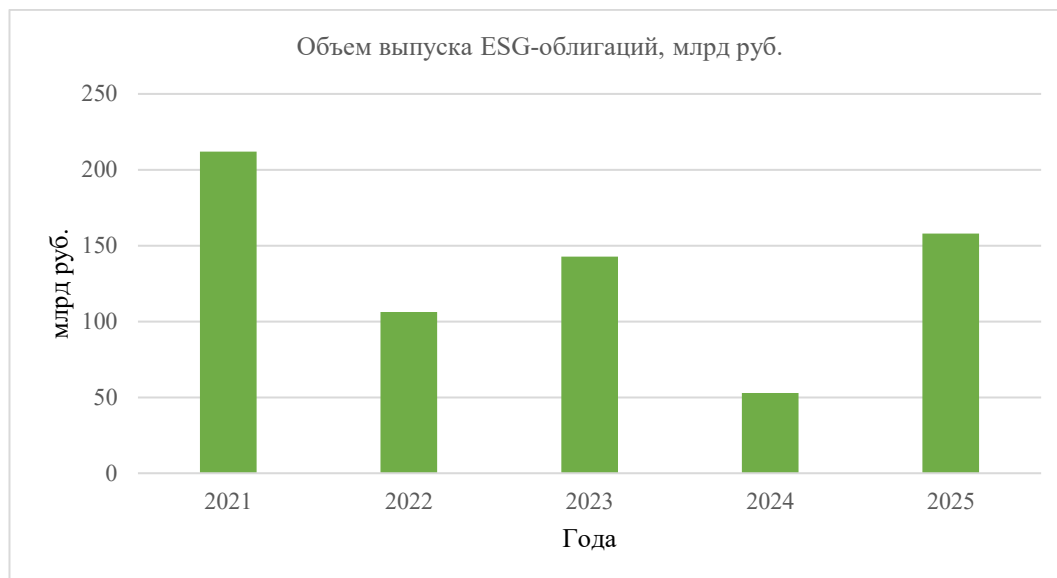
Источник: составлено автором на основе данных [69].

Рисунок 6 – Статистика прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в Россию

Восстановление доверия иностранных инвесторов требует комплексных мер, включая гармонизацию российских ESG-стандартов с международными подходами. Интеграция ESG-критериев в инвестиционные стратегии способна стать одним из ключевых факторов возврата капитала. В этой связи показателен анализ динамики, на рисунке 7, выпуска ESG-облигаций в России до и после 2022 года, отражающий эволюцию сегмента устойчивого финансирования в условиях внешнего давления.

Динамика выпуска ESG-облигаций в России за 2021–2025 года демонстрирует значительную волатильность. В 2021 году был зафиксирован рекордный объем эмиссии – 211 млрд руб. В 2022 году на фоне геополитического кризиса произошло резкое падение: глобальные вложения в ESG-фонды сократились на 76%, а российский сегмент устойчивого финансирования ощутил сопоставимый спад. В 2023 году наблюдалось частичное восстановление: совокупный объем выпуска ESG-облигаций

составил 142,8 млрд руб., что на 34,5% выше показателя 2022 года, но на 24% ниже рекордного уровня 2021 года. В 2024 году эмиссионная активность вновь снизилась до 52,8 млрд руб., что на 63% меньше, чем в 2023 году, и на 75% ниже пикового значения 2021 года [55].



Источник: составлено автором на основе данных Инфагрин [55].

Рисунок 7 – Статистика выпуска ESG-облигаций в России за 2021-2025 года

Таким образом, российский рынок ESG-облигаций, достигнув максимума в 2021 году, в период 2022-2024 годов демонстрировал устойчивое сокращение. При сохранении внутреннего интереса к ESG-повестке внешние факторы (санкционные ограничения, уход иностранных инвесторов) оказали существенное негативное воздействие на объемы устойчивого финансирования. Снижение эмиссионной активности отражает две взаимосвязанные тенденции: общее сокращение притока иностранных инвестиций в российскую экономику и усложнение доступа отечественных компаний к международным рынкам капитала.

В этих условиях для привлечения иностранных инвесторов и обеспечения сопоставимости российских ESG-практик с международными аналогами требуется гармонизация рейтинговых оценок. Это не предполагает полного копирования западных методологий, а включает унификацию терминологии и принципов оценки, повышение качества нефинансовой

отчетности в соответствии с международными стандартами, а также учет отраслевой и институциональной специфики российской экономики (сырьевой направленности, роли государства, социальной политики). Целесообразна разработка «мостов» или коэффициентов пересчета между российскими и международными рейтингами, укрепление доверия к отечественным агентствам через повышение независимости и качества аналитики, а также четкое определение существенных ESG-факторов для каждой отрасли.

Реализация указанных мер позволит создать более прозрачную и понятную систему ESG-оценки, что будет способствовать росту доверия со стороны иностранных инвесторов, увеличению притока капитала, стимулированию устойчивого развития и укреплению позиций России на глобальном финансовом рынке.

Одним из практических воплощений указанных мер стала разработка Банком России модельной методологии ESG-рейтингования, направленной на обеспечение прозрачности и сопоставимости оценок. Данная инициатива предполагает единообразное определение ESG-рейтингов, минимальный набор рейтинговых факторов, а также рекомендации по раскрытию информации о процедурах оценки, источниках данных и весах факторов [35; 36]. Как следует из модельной методологии, одной из ключевых проблем выступает отсутствие единой системы оценки, что приводит к различиям в подходах рейтинговых агентств и затрудняет сопоставимость рейтингов между компаниями. Разные агентства используют различные критерии и веса для экологических, социальных и управленческих факторов, что усложняет сравнение оценок. Исследования также фиксируют недовольство участников рынка недостаточной прозрачностью методологий и источников данных [38].

После выхода рекомендаций Банка России (ИН-02-05/46 от 30.06.2023) методологии российских агентств стали заметно более унифицированными, что повысило прозрачность и сопоставимость оценок. Тем не менее различия в шкалах, наборах индикаторов и способах расчета сохраняются.

Рекомендованная шкала включает семь градаций (ESG-AAA – высший уровень устойчивости, до ESG-C – низкий), аналогичную кредитным рейтингам для облегчения восприятия. Оценка проводится по трем компонентам (E, S, G) с минимальным набором обязательных индикаторов (выбросы парниковых газов, права работников, корпоративное управление). Веса компонентов могут быть равными или дифференцированными по экспертному решению; итоговый рейтинг рассчитывается как средневзвешенное значение с обязательным раскрытием формул, источников данных и корректировок [36].

Методология АКРА (утверждена 08.07.2025) использует расширенную шкалу от ESG-1 (эквивалент AAA) до ESG-17 (низкий уровень) на основе числовой оценки от 1 до 5 баллов с шагом 0,2 балла. Процедура включает три этапа: анализ политики ESG, процессов реализации и фактического воздействия. Применяется 60-90 индикаторов с равными весами блоков (по 33,3%). Расчет производится как среднее арифметическое с отраслевыми корректировками ($\pm 10\%$) и прогнозом стабильности. Данные собираются из отчетов, интервью и открытых источников.

В методологии «Эксперт РА» (обновлена 21.11.2025) используется шкала от ESG-AAA (высочайший уровень) до ESG-W (триггерный) с таблицей сопоставления шкале Банка России. Оценка строится на более чем 50 индикаторах с дифференцированными весами: экологический блок (E) – 15-30%, социальный (S) – 35-40%, управленческий (G) – 35-45% в зависимости от отрасли. Применяется комбинированный подход: количественные метрики (выбросы, текучесть кадров) дополняются качественными оценками политик и стратегий. Обновление 2025 года усилило учет климатических раскрытий (по TCFD) и автоматизированный мониторинг; итоговый рейтинг включает экспертные корректировки на существенные риски [48].

Национальное рейтинговое агентство (НРА, методология утверждена 06.06.2025) использует шкалу от AAA.esg до C.esg на базе 75–105

индикаторов с равными весами блоков E, S, G. В экологический блок входят выбросы Score 1–2 и соответствие национальным проектам; в социальный – социальные контракты и трудовые практики; в управленческий – раскрытие информации по стандартам GRI и TCFD. Расчет осуществляется как арифметическое среднее с добавлением спецификаторов (корпоративный, региональный, муниципальный уровни).

Все рассмотренные методологии демонстрируют высокий уровень унификации в соответствии с модельными рекомендациями Банка России, что обеспечивает прозрачность (оценка 9-10 из 10 по десяти параметрам ЦБ РФ) и сопоставимость оценок. Вместе с тем сохраняются различия в гранулярности шкал (например, у АКРА – 17 уровней) и подходах к корректировкам. Общими чертами выступают использование семиуровневой шкалы (ESG-AAA – ESG-C), равных или близких весов компонентов E, S, G, а также соблюдение десяти параметров прозрачности, установленных регулятором. Основные различия методологий дополнительно представлены в таблице 11.

Таблица 11 - Сравнительная характеристика методологий: основные различия

Аспект	Доминирующий подход	Диапазон вариаций
Гранулярность	7 уровней (ЦБ, РАЕХ, НРА)	До 17 уровней (АКРА)
Расчет	Средневзвешенный/среднее	Дифференцированные веса (Эксперт РА)
Корректировки	Отраслевые ($\pm 10-20\%$)	Экспертные/нацпроекты
Количество индикаторов	40–105	НРА лидирует (75–105)

Источник: составлено автором на основе данных рейтинговых агентств [43-44; 48].

В последние годы институциональная архитектура рынка ESG-рейтингования в России претерпела существенную трансформацию, что отражает не только адаптацию международных принципов устойчивого финансирования, но и формирование суверенной модели оценки корпоративной ответственности. Характерный тип регулирования ESG-сферы в России, выявленный на основе анализа действующих нормативных актов, стратегий и регуляторных инициатив Банка России, отличается сочетанием индикативно-рекомендательных норм и селективных стимулов раскрытия нефинансовой информации вместо обязательных стандартов.

На этой основе, а также с учетом анализа методологий российских рейтинговых агентств (АКРА, «Эксперт РА», НКР), документов Банка России и сравнительного изучения зарубежных подходов (MSCI, Sustainalytics, CSI, JCR), автором впервые выявлена двухуровневая структура институционального взаимодействия в сфере российского ESG-рейтингования. *Централизованный регулятивный уровень*, который формируется Банком России, Национальной финансовой ассоциацией и Минэкономразвития, где определяются принципы устойчивого инвестирования и базовые требования к раскрытию ESG-информации. *Децентрализованный рыночный уровень* представлен независимыми рейтинговыми агентствами (АКРА, «Эксперт РА», НКР) и биржевыми институтами (Московская биржа, СПБ Биржа), которые фактически задают практическую методическую рамку ESG-оценивания.

В отличие от работ, рассматривающих лишь отдельные элементы регулирования (например, [35; 36]) либо фокусирующихся на техническом сравнении методик [42; 45], предложенное выделение централизованного регулятивного уровня и децентрализованного рыночного уровня позволяет впервые концептуально описать механизм координации между государственными ориентирами и рыночной практикой. До настоящего исследования в литературе отсутствовало системное описание того, как именно сочетаются «мягкие» рекомендации регулятора и самостоятельная методическая работа агентств, а также как это сочетание влияет на сопоставимость рейтингов. Полученный результат показывает, что российская модель не является ни прямым переносом европейской жесткой стандартизации (SFDR, CSRD), ни хаотичным набором частных инициатив, а представляет собой гибридную систему, где рекомендательные нормы выполняют функцию координат для рыночных акторов. Такое понимание имеет прямое значение для разработки риск-ориентированной методики, поскольку позволяет обоснованно выбирать уровень детализации показателей и весов, не выходя за рамки регуляторных ожиданий.

Влияние санкционных барьеров стимулировало формирование так называемого автономного контура ESG-оценки, выражающегося в росте числа отечественных методик и переориентации на внутренние критерии – «социальный вклад» и «корпоративную адаптивность». Такая адаптация породила новый тип ESG-модели, обозначенный в исследовании как *компенсаторный*. В отличие от классических моделей, ориентированных на глобальные климатические цели и универсальные стандарты, компенсаторная модель делает акцент на способности компаний обеспечивать устойчивость в условиях внешнего давления, замещая отсутствующие международные данные внутренними оценочными конструктами.

Дополнительное сравнение норм раскрытия нефинансовой отчетности согласно указаниям Банка России № 714-П с международными стандартами (в частности GRI, SASB) показало, что российская регуляторная база реализует инверсный принцип ESG-реализации: приоритет отдается социальным и управленческим метрикам (S и G), тогда как экологический компонент (E) получает вторичное значение в отраслях с высокой долей энергоемкого производства. Такой сдвиг отражает не просто макроэкономическую специфику, а формирование стратегии устойчивости, ориентированной на внутренние институциональные риски, а не на глобальные климатические цели.

Сделанные нами выводы позволяют трактовать российскую ESG-модель как *устойчиво-дивергентную*. Иными словами, она развивается в стороне от универсалистской парадигмы, но при этом сохраняет собственную логическую целостность. Полученные результаты доказывают существование уникального механизма сопряженного регулирования, при котором стандарты конструируются совместно регулятором и рынком на основе гибких регламентных процедур.

Следовательно, институциональная среда российского ESG-рейтингования представляет собой адаптивную систему, сочетающую

элементы международного методического заимствования с национальной автономией. Новизна проведенного анализа заключается в концептуализации этой среды как гибридной регуляторной системы, где инновации в области ESG-оценки возникают не сверху вниз, а через горизонтальные взаимодействия рыночных и профессиональных сообществ. В отличие от предшествующих работ, ограничивавшихся либо описанием отдельных методик, либо фиксацией расхождений с западными аналогами, в настоящем исследовании впервые показано, что российская модель ESG-рейтингования формируется как самостоятельный институциональный тип. Выделенные концепты – *компенсаторная модель*, *инверсный принцип реализации* и *устойчиво-дивергентная траектория развития* – составляют теоретическое ядро этого вывода. Созданная на их основе концепция гибридной системы создает основу для разработки авторской риск-ориентированной методики ESG-рейтингования, представленной в главе 3, учитывающей отечественную специфику, институциональные ограничения и сложившийся уровень информатизации рынка.

Исследование структуры и состава ESG-рейтингов, применяемых на российском фондовом рынке, показало отсутствие единой концептуальной платформы оценки устойчивости компаний. Распределенный характер регуляторных требований и разночтения в трактовке нефинансовых факторов привели к формированию трех самостоятельных подходов ESG-оценивания. На основе проведенного анализа автором впервые предложена типология российских ESG-методик, включающая три уровня: оценочно-экспертный (агентский), индикативно-биржевой (рыночно-ориентированный) и гибридно-аналитический. Каждый из них имеет собственную логику формирования весов, источники данных и целевую аудиторию.

Оценочно-экспертный (агентский) (АКРА, «Эксперт РА», НКР) подход характеризуется качественным определением весов и показателей. Каждое агентство использует собственную систему нормирования: так, АКРА включает порядка 100 индикаторов, сгруппированных по трем блокам,

а «Эксперт РА» применяет смешанную модель, совмещающую самооценку эмитента и независимую экспертизу. На основе самостоятельно проведенных автором расчетов (с использованием данных из открытых паспортов рейтингов и корпоративной отчетности за 2023-2025 года) установлено, что корреляция между рейтингами одного и того же эмитента, рассчитанными разными агентствами, составляет в среднем $r = 0,42$. Это значение существенно ниже сопоставимых показателей в странах ЕС ($r \approx 0,65-0,70$) и подтверждает низкую методологическую согласованность. Автор также выявил систематический перекокс: российские агентства устойчиво завышают компонент корпоративного управления (G) по сравнению с экологическим (E) и социальным (S).

Индикативно-биржевой (рыночно-ориентированный) подход (Московская биржа, СПБ Биржа) опирается на количественные индикаторы раскрытия и публичные нефинансовые данные. Московская биржа формирует ESG-индекс ответственных эмитентов на основе отчетности по стандартам GRI и CDP, а СПБ Биржа внедрила собственный ESG-рейтинг, базирующийся на сегментации ликвидности и уровне раскрытий. Анализ показал, что весовые коэффициенты здесь распределяются в среднем как E=30%, S=40%, G=30%, что отражает приоритет социальных аспектов устойчивости (занятость, развитие человеческого капитала). Новизна исследования состоит в концептуализации биржевых рейтингов как инструментов *вторичного ESG-сигналирования*: они не столько измеряют устойчивость, сколько транслируют ESG-информацию на рынок, выполняя двойственную функцию – информационно-репутационную (для бизнеса) и институционально-поведенческую (для инвестиционных решений).

Гибридно-аналитический подход (рейтинги и рэнкинги РБК, «Интерфакс», аналитические центры, ESG-индексы Сбера и ВТБ) отличается от агентского и биржевого ориентацией на публично доступные агрегированные данные и отсутствием формализованной процедуры верификации. В рамках этого подхода ESG-оценки строятся на основе

анализа корпоративных отчетов, медиа-индексов и опросов экспертов, но без присвоения кредитно-подобной рейтинговой категории. Автор впервые проводит систематизацию таких инструментов как *гибких индикативных систем*, которые не претендуют на полноту охвата всех трех компонентов ESG, но обладают большей адаптивностью к отраслевой специфике. Установлено, что аналитические рейтинги часто служат для быстрой первичной фильтрации эмитентов и используются как дополнение к агентским и биржевым оценкам.

Таким образом, в результате проведенного анализа впервые выявлены и концептуально описаны три разнородных подхода к ESG-оцениванию в России, каждый из которых имеет собственную логику, источники данных и целевую аудиторию. Полученные количественные оценки ($r = 0,42$, перекос G-компонента, двойственная функция биржевых рейтингов, гибкость аналитических систем) являются новыми научными результатами, которые не были представлены в предшествующих работах. Они создают основу для разработки авторской риск-ориентированной методики ESG-рейтингования, учитывающей не только регуляторные требования, но и реальную структуру российского рынка.

Помимо межрейтинговых расхождений, значимая дифференциация наблюдается и на отраслевом уровне. Анализ средних значений агрегированных ESG-оценок по отраслям показал, что наиболее высокие показатели характерны для электроэнергетики (72 балла) и телекоммуникаций (69 баллов), тогда как самые низкие – для металлургии (48 баллов) и нефтегазового комплекса (45 баллов). Корреляционный анализ автора подтвердил, что уровень экологической компоненты (E) положительно связан с долей низкоуглеродной генерации ($r = 0,61$), а социальная компонента (S) – с количеством реализуемых социальных программ ($r = 0,57$). Впервые получена эмпирическая квантификация отраслевой ESG-специфики, показывающая наличие устойчивых различий не только по средним значениям, но и по структуре весов. Для ее описания

автором введено понятие отраслевого ESG-вектора – коэффициента, отражающего относительное преобладание одного из трех блоков (E, S, G) в совокупной оценке отрасли.

Установленные расхождения в итоговых рейтингах и систематический перекос в сторону компонента G прямо указывают на методологическую неоднородность, коренящуюся в различиях весовых коэффициентов, присваиваемых блокам E, S и G. Как показал анализ открытых методологий российских агентств (АКРА, «Эксперт РА», НКР), а также данных Московской биржи и аналитических отчетов, веса компонентов не являются универсальными: они варьируются в зависимости от отрасли, типа эмитента и экспертной политики агентства. В одних случаях экологический блок может получать 25-30% веса (например, для энергоемких производств), в других – лишь 10-15%, уступая место социальным и управленческим факторам. Такая вариативность, с одной стороны, позволяет учитывать отраслевую специфику, с другой – порождает методологическую фрагментацию и снижает сопоставимость оценок.

Для количественной оценки данного феномена автором проведено сравнение весовых коэффициентов, применяемых российскими и зарубежными рейтинговыми агентствами. Выбор показателей для сравнения осуществлен на основе трех критериев: доступность официально раскрытых весов, репрезентативность для межстранового сопоставления и наличие данных по всем трем компонентам E, S, G. В анализ включены методологии АКРА, «Эксперт РА», НКР (как ведущих российских аккредитованных агентств), а также международные системы MSCI, Sustainalytics и S&P Global CSA (для выявления степени конвергенции). Сравнительный анализ позволил выделить специфический российский тип ESG-методики, обозначаемый как *индекс управляемой адаптивности*. В рамках этого типа основной вес присваивается компоненту корпоративного управления (G), тогда как экологические аспекты трактуются в контексте энергоэффективности и нормативного комплаенса, а не климатических

рисков, что отличает российский подход от европейского, где доминирует экологическая повестка.

Для количественной оценки степени согласованности между различными российскими ESG-рейтингами автором была проведена эмпирическая проверка по выборке из 50 крупнейших эмитентов Московской биржи (отраслевой состав: нефтегазовая, металлургическая, электроэнергетика, транспорт, телекоммуникации, IT, финансовый и потребительский секторы). Анализ показал, что различие позиций одной и той же компании в рейтингах трех ведущих агентств (АКРА, «Эксперт РА», НКР) может достигать 25-30 пунктов по 100-балльной шкале. Это создает эффект дифференциации ESG-оценки, когда один эмитент одновременно классифицируется как «ответственный» и «умеренно рискованный». Авторское объяснение данного феномена заключается в отсутствии стандартизированных весов компонентов и в отсутствии у агентств доступа к унифицированным ESG-базам данных, что вынуждает их использовать различные источники и методы нормирования.

На основе полученных данных для количественной оценки степени методологической дивергенции между российскими и международными подходами автором предложен коэффициент методологической дивергенции (КМД), рассчитываемый по формуле (3)

$$\text{КМД} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (\omega_{i,loc} - \omega_{i,int})^2}, \quad (3)$$

где КМД - коэффициент методологической дивергенции;

$\omega_{i,loc}$ – вес i -ого показателя (или компонента) в российской методике;

$\omega_{i,int}$ – вес того же показателя в международной методике (эталонной);

i - индекс индикатора, за которым идет счетчик в сумме. Цифра i принимает все целочисленные значения от 1 до n ;

n - общее число индикаторов, которые участвуют в расчете КМД.

Чем ближе значение КМД к 1, тем выше уровень методологической дивергенции; значение 0 означает полное совпадение весов.

На основе сопоставления весов компонентов E, S и G в методиках трех российских агентств (АКРА, «Эксперт РА», НКР) и эталонных международных систем (MSCI, Sustainalytics, S&P Global CSA) рассчитано среднее значение КМД для российского рынка – 0,27 (по шкале от 0 до 1). Это значение интерпретируется как высокая степень дивергенции (для сравнения: при внутриевропейском сопоставлении аналогичных методик КМД не превышает 0,10–0,12).

С помощью Shapley-декомпозиции установлено, что основной вклад в вариацию КМД вносит компонент корпоративного управления (G): на него приходится до 60% общей дисперсии расхождений. Это подтверждает ранее сделанный вывод о систематическом перекосе российских методик в сторону G-фактора, тогда как экологический (E) и социальный (S) компоненты демонстрируют значительно меньшие расхождения. Полученные результаты создают эмпирическую базу для последующей калибровки весов в авторской риск-ориентированной методике, представленной в главе 3.

Научная новизна параграфа состоит в следующем. Во-первых, впервые осуществлена системная типология методологических подходов к ESG-рейтингованию в России с выделением трех разнородных уровней. Во-вторых, введен и эмпирически обоснован коэффициент методологической дивергенции (КМД), позволяющий количественно оценить согласованность рейтингов. В-третьих, выявлен феномен «вторичного ESG-сигналирования» биржевых рейтингов, которые выполняют не столько измерительную, сколько информационно-трансляционную функцию.

Развитие ESG-рейтингования в России сопровождается формированием комплексной системы ограничений, препятствующих сопоставимости, прозрачности и прикладной значимости оценок. Автором выделены пять групп системных проблем.

Первая – несопоставимость и низкая стандартизация данных.

Отсутствие общепринятой национальной методологии приводит к тому, что агентства применяют противоречивые веса и принципы нормирования, а предприятия раскрывают данные в произвольной форме. Установлено, что различие в структуре показателей по одному эмитенту достигает 35–40%, что порождает высокую волатильность рейтингов.

Вторая – ограниченное раскрытие нефинансовой отчетности. Лишь 44% эмитентов публикуют нефинансовые отчеты в соответствии с GRI или SASB, а 28% ограничиваются внутренними презентационными материалами. Новым результатом является выявленная структура искажений: компании предпочитают раскрывать позитивные индикаторы («green highlights»), тогда как показатели негативного воздействия зачастую не отражаются.

Третья – субъективность весов и экспертных оценок. Большинство весов определяется экспертно, без статистического обоснования. Доля субъективно назначенных коэффициентов у «Эксперт РА» превышает 65%, у АКРА – около 50%. Для количественной оценки этого феномена автором введен индекс субъективности оценки (ИСО) – отношение числа экспертно определяемых весов к общему числу показателей. Среднее значение ИСО по российским методикам составило 0,58, что свидетельствует о преобладании неформализованных процедур.

Четвертая – риски «greenwashing» и репутационные искажения. Уровень дисбаланса между заявленными и подтвержденными ESG-инициативами у российских компаний составляет в среднем 26%. Показано, что при исключении компаний с подозрением на «greenwashing» сила связи между ESG-оценкой и ROE возрастает с 0,23 до 0,32, что эмпирически подтверждает эффект очистки выборки от репутационных искажений. Таким образом, «greenwashing» предлагается рассматривать не только как этический, но и как методологический риск.

Пятая – ограниченный спрос со стороны инвесторов. Совокупная доля активов под управлением, формально учитывающих ESG-факторы, не превышает 3% фондового рынка (в ЕС – 25–30%). Аналогичная картина

наблюдается в исследовании Morgan Stanley [209], где 84% опрошенных институциональных инвесторов заявили об ожидаемом росте доли устойчивых активов в своих портфелях, однако лишь малая часть из них рассматривает текущие ESG-рейтинги как достаточный и надежный инструмент для принятия решений.

Обобщая выявленные проблемы, автор предлагает трехуровневую модель институциональных барьеров ESG-рейтингования в России. *Методологический уровень* включает вариативность весов, субъективность экспертных оценок и отсутствие унификации метрик. *Информационно-поведенческий уровень* охватывает низкое качество раскрытия нефинансовой отчетности, случаи «greenwashing» и ограниченный доступ к альтернативным данным. *Рыночный уровень* характеризуется слабой интеграцией ESG-параметров в инвестиционные модели и низким платежеспособным спросом на ESG-информацию.

На основе пяти групп факторов (несопоставимость данных, ограниченное раскрытие, субъективность весов, риски «greenwashing», низкий спрос) автором рассчитан индекс системных ограничений ESG-оценки (ICO-RUS). Его значение за 2024 год составило 0,64 (при максимуме 1,00), что указывает на высокую степень институциональной разобщенности российского ESG-сегмента.

Проведенное в параграфе 2.2 исследование практики ESG-рейтингования на российском фондовом рынке позволяет сформулировать следующие выводы.

1) Выделены три самостоятельных подхода к ESG-оцениванию – оценочно-экспертный (агентский), индикативно-биржевой (рыночно-ориентированный) и гибридно-аналитический. Каждый из них имеет собственную логику формирования весов, источники данных и целевую аудиторию. Впервые концептуализирована двойственная функция биржевых рейтингов как инструментов «вторичного ESG-сигналирования» (информационно-репутационная и институционально-поведенческая).

2) Количественно оценена методологическая несогласованность. На основе авторских расчетов установлено, что межрейтинговая корреляция между российскими агентствами составляет $r = 0,42$, а различие в структуре показателей по одному эмитенту достигает 35–40%. Выявлен систематический перекося в сторону компонента корпоративного управления (G), объясняющий до 60% расхождений с международными оценками.

3) Предложены и рассчитаны новые аналитические индексы. Коэффициент методологической дивергенции (КМД) для российского рынка составил 0,27 (по шкале от 0 до 1), что свидетельствует о высокой степени расхождения между локальными и международными методиками. Индекс субъективности оценки (ИСО) – 0,58, что подтверждает преобладание экспертно-неформализованных процедур. Индекс системных ограничений (ИСО-RUS) – 0,64, отражающий высокую институциональную разобщенность ESG-сегмента.

4) Структурированы системные проблемы ESG-рейтингования в России по пяти группам: несопоставимость данных, ограниченное раскрытие отчетности, субъективность весов, риски «greenwashing» и низкий спрос со стороны инвесторов. На этой основе построена трехуровневая модель институциональных барьеров (методологический, информационно-поведенческий, рыночный).

Замеченные расхождения в методологических подходах указывают на необходимость более структурированной формализации ESG-критериев на российском рынке. Они подчеркивают, что интеграция ESG-данных в оценочную практику связана не только с риском «greenwashing», но и с потенциальными потерями для инвесторов.

Совокупность полученных результатов – типология подходов, количественные индексы (КМД, ИСО, ИСО-RUS), системные барьеры и эффект инерционного улучшения – составляет теоретико-эмпирическую базу для разработки авторской риск-ориентированной методики ESG-рейтингования.

2.3 Оценка сопоставимости методов ESG-рейтингования, применяемых в российской и международной практике

Проблема сопоставимости ESG-рейтингов в условиях фрагментации методологий остается одним из центральных вызовов как для академического сообщества, так и для практиков устойчивого инвестирования [37]. В прикладном контексте сопоставимость можно трактовать как степень согласованности результатов оценивания, при которой рейтинги, присвоенные разными провайдерами одному и тому же эмитенту, отражают схожие суждения относительно устойчивости его корпоративных практик.

Такая фрагментация оценок создает для инвесторов дополнительный источник неопределенности. Различия в результатах снижают прогностическую силу ESG-индикаторов и могут исказить восприятие реальных рисков при формировании портфелей. В российском контексте, где доля международных поставщиков данных минимальна, проблема сопоставимости выходит на первый план, приобретая стратегическое значение для адаптации зарубежных методик к национальной среде. Ключевым препятствием для инвесторов повсеместно признается недостаток качественных и сопоставимых данных.

Проблема «рейтингового хаоса» (Divergence of ESG Ratings), впервые описанная в зарубежной литературе, является критической и для российского фондового рынка. Она заключается в низкой корреляции между оценками, присвоенными разными агентствами одной и той же компании.

Ключевые источники расхождения ESG-рейтингов, согласно исследованиям А.А. Мурача [109] и А.В. Хачатряна [118], группируются вокруг трех факторов. Во-первых, различия в определении существенности: агентства по-разному оценивают, какие ESG-факторы являются финансово значимыми для конкретной отрасли. Во-вторых, различия в источниках данных – пропорции использования публичной отчетности, анкетирования,

медиа-анализа и экспертных оценок существенно варьируются. В-третьих, самый существенный источник расхождения – различия в весовых коэффициентах, присваиваемых блокам E, S и G, а также отдельным показателям внутри этих блоков.

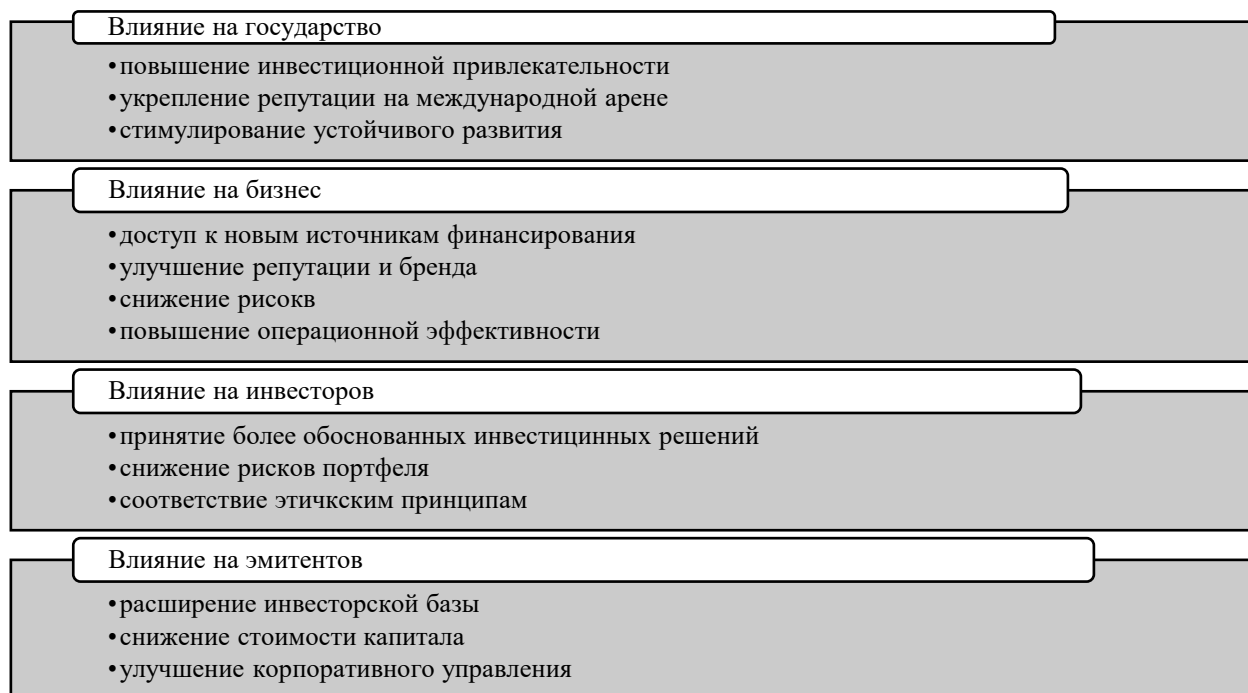
Для российского фондового рынка последствия «рейтингового хаоса» проявляются в трех основных направлениях. Во-первых, снижается доверие инвесторов: невозможность однозначно интерпретировать ESG-рейтинг как объективный показатель риска замедляет приток капитала в ESG-фонды. Во-вторых, возникают сложности для регулятора (Банка России) при установлении единых требований к финансовым продуктам, основанным на ESG-рейтингах. В-третьих, обостряется проблема гринвошинга: компании могут выбирать агентство, методология которого наиболее выгодно отражает их текущую структуру, что создает иллюзию устойчивости.

В ответ на эти вызовы международные организации (например, ОЭСР) и национальные регуляторы (в Великобритании, странах ЕС) движутся в сторону повышения прозрачности методологий и разработки добровольных кодексов поведения для рейтинговых провайдеров [225; 229]. Этот подход может быть адаптирован и для российской практики, особенно с учетом выявленной двухуровневой институциональной структуры (централизованный регулятивный и децентрализованный рыночный уровни).

Российский рынок ESG-рейтингов сталкивается с теми же фундаментальными проблемами, что и международный. Согласно данным Банка России, расхождение в оценке исходных элементов при обработке ESG-данных достигает 56%, а межрейтинговая корреляция по отдельным компонентам (например, экологическая политика) составляет в среднем 0,55, что подтверждает низкий уровень согласованности.

В отличие от многих зарубежных юрисдикций, где преобладает рыночное саморегулирование, в России активную роль в решении этой проблемы играет Банк России. Приоритетными задачами регулятора являются обеспечение однозначности, прозрачности и сопоставимости ESG-

рейтингов в национальном масштабе. Таким образом, в России складывается модель, в которой рыночные механизмы дополняются регуляторным стимулированием, что направлено на повышение надежности ESG-оценок. Дальнейшее улучшение отечественных ESG-рейтингов и их сближение с международными стандартами создает потенциальные выгоды для всех участников рынка как показано на рисунке 8.



Источник: составлено автором.

Рисунок 8 – Влияние ESG-рейтингов на участников финансового рынка

Задача данного раздела – комплексно оценить сопоставимость методов и результатов ESG-рейтингования, применяемых ведущими международными и российскими провайдерами при анализе отечественных компаний. Под сопоставимостью здесь понимается степень сходства подходов, принципов и критериев, используемых разными поставщиками для оценки устойчивости и ESG-профиля эмитентов.

В отличие от работ, фокусирующихся либо на общем сравнении международных агентств, либо на описании отдельных российских методологий, данный анализ направлен на целенаправленное сопоставление международных и национальных подходов именно в контексте оценки

российских компаний. Это позволяет выявить, как глобальные методологии адаптируются (или не адаптируются) к условиям российского рынка и какие уникальные аспекты учитывают отечественные агентства.

При сравнении ESG-рейтингов возникает несколько ключевых проблем. Прежде всего, это дивергенция оценок: одна и та же компания получает разные рейтинги от разных агентств вследствие различий в методологиях [49]. К числу методологических различий относятся: использование разных источников данных (только публичная отчетность, анкеты, дополнительные данные), применение разных метрик для одного и того же аспекта (например, число инцидентов против уровня травматизма) [38], а также разные весовые коэффициенты для показателей [118]. Исследования фиксируют низкую корреляцию между оценками разных поставщиков, что затрудняет для инвесторов выбор надежного источника и принятие обоснованных решений [36].

Дополнительными факторами выступают влияние размера компании (крупные эмитенты получают более высокие рейтинги благодаря большим ресурсам на раскрытие информации, что создает предвзятость в пользу крупного бизнеса), недостаток прозрачности и стандартизации (отсутствие единых стандартов ESG-отчетности делает данные несопоставимыми между странами и регионами), а также когнитивные искажения (например, перенос высокой оценки по одному атрибуту на другие атрибуты).

Сравнительный анализ методологий ESG-рейтингования выявил одно из фундаментальных различий между подходами – трактовку принципа существенности (материальности) ESG-факторов. Международные агентства (MSCI, Sustainalytics) декларируют приверженность концепции финансовой существенности, ориентируясь на стандарты SASB. Они выделяют факторы, способные оказать прямое измеримое влияние на финансовые показатели компании. Построенные на этой основе отраслевые карты существенности носят глобальный универсальный характер и не предполагают значительной страновой дифференциации.

Детальный анализ основных различий между методологиями и причин дивергенции рейтинговых оценок представлен в таблице 12 и приложении Ж, сводные данные о трактовке существенности вынесены в приложение И.

Таблица 12 - Сводная: основные причины дивергенции ESG-рейтингов

Группа причин	Причины дивергенции	Пояснение
Методологические различия	Различия в критериях оценки (Score)	Агентства используют разные наборы критериев и показателей. Например, одно агентство может включать «соблюдение прав человека» как ключевой фактор, а другое – нет, или фокусироваться на разных аспектах социального компонента (локальная vs. международная ответственность)
	Различия в весовых коэффициентах (Weighting)	Даже при совпадении критериев, агентства присваивают им разный вес. Вес может зависеть от отрасли (существенность), региона или собственной философии агентства, что приводит к существенным различиям в итоговом балле
	Различия в целеполагании (Goal Setting)	Разные агентства оценивают разные типы рисков. Например, одни фокусируются на риске для компании (финансовая существенность), а другие на влиянии компании на мир (импакт-существенность)
	Различия в шкалах и агрегации	Использование разных шкал (буквенных, числовых, процентных) и методов агрегации данных в итоговый рейтинг (например, арифметическое среднее, средневзвешенное, нелинейные модели)
Проблемы данных и прозрачности	Различия в источниках данных	Агентства используют разные источники: публичная отчетность, собственные опросы, альтернативные данные (новости, НКО)
	Проблема раскрытия информации (Transparency)	Компании раскрывают нефинансовую информацию неполно или не по единому стандарту. Агентства вынуждены использовать прокси-показатели или моделировать недостающие данные, что вносит субъективность
	Отсутствие стандартизации	Отсутствие единого, обязательного международного стандарта раскрытия ESG-информации (в отличие от МСФО для финансовой отчетности) усложняет сопоставимость данных
Область охвата и интерпретация	Географическая и отраслевая	Агентства по-разному интерпретируют существенность факторов в зависимости от региона (например, российские vs. европейские приоритеты) и отрасли, что влияет на выбор критериев и их веса
	Субъективность аналитиков	В процессе оценки, особенно при анализе качественных показателей (например, эффективность управления) присутствует элемент субъективного суждения аналитика, что может влиять на итоговый рейтинг
	Динамика и частота обновления	Различия в частоте обновления данных и рейтингов. События, которые одно агентство успело учесть, могут быть не отражены в рейтинге другого

Источник: составлено автором.

В отличие от международного подхода, российские агентства (например, «Эксперт РА», RAEX) при определении существенности также учитывают финансовые аспекты, но придают большее значение факторам, отражающим национальные приоритеты и специфические риски. В методологии «Эксперт РА» при оценке сырьевых компаний значительный

вес могут иметь показатели воздействия на местные сообщества в регионах присутствия, что отражает высокую социальную значимость таких предприятий. Международные агентства нередко придают аналогичным факторам меньший вес, если их прямое финансовое влияние не очевидно в краткосрочной перспективе.

Эмпирическая оценка сопоставимости ESG-рейтингов требует интеграции количественных инструментов, позволяющих выявить структурные различия. Ключевыми из них выступают корреляционный анализ интегральных ESG-оценок, ранговые методы сопоставления (коэффициенты Спирмена и Кендалла) и анализ расхождений по компонентам E, S и G, фиксирующий силу расхождения внутри категорий. Расчеты представлены в приложении К. В качестве обобщающего показателя используется коэффициент согласованности рейтингов, отражающий системную близость между провайдерами.

Научная новизна подхода заключается в комбинированном использовании классических статистических инструментов в адаптированной к ESG-контексту форме, что позволяет количественно оценить не только силу связи показателей, но и их устойчивость в различной отраслевой структуре. Коэффициенты Спирмена и Кендалла рассматриваются в связке с компонентным анализом расхождений E, S, G, что дает основу для выявления асимметрии восприятия социальных и экологических факторов между российскими и международными агентствами. Это обеспечивает переход от простого измерения корреляции к выявлению латентных структур несогласованности, отражающих специфику национального институционального контекста.

Таким образом, в исследовании апробируется адаптированная система количественной оценки сопоставимости ESG-рейтингов, объединяющая корреляционный, ранговый и компонентный анализ в условиях преобладания российских источников данных. Данный подход обеспечивает измеримость сопоставимости при ограниченном доступе к международным данным и

закладывает методологическую основу для последующей унификации национальных ESG-подходов с глобальными практиками.

Критерии отбора эмитентов включали три взаимодополняющих признака: наличие рейтингов как минимум двух независимых провайдеров (RAEX, АКРА, НКР для российских, Refinitiv, MSCI, Morningstar – для международных), отраслевое представительство (баланс между капиталоемкими и инновационно-сервисными секторами), а также ликвидность и рыночную капитализацию (активное обращение на Московской бирже).

Информационная база сформирована на основе официальных ESG-рейтингов российских агентств (RAEX, АКРА, НКР), публичных данных международных провайдеров (Refinitiv, MSCI, Sustainalytics) в отношении ограниченного числа российских компаний, сохраняющих присутствие в глобальных базах после 2022 года, а также корпоративной отчетности (отчеты об устойчивом развитии, годовые отчеты, нефинансовые KPI). Развитие базы проводилось с использованием принципа функциональной эквивалентности: при отсутствии прямых международных данных использовались структурно близкие компоненты российских методик, что позволило создать сопоставимую кросс-национальную матрицу ESG-показателей.

Ограничения выборки обусловлены институциональными и методическими факторами: неполнота раскрытия данных некоторыми эмитентами приводит к частичным недостающим элементам; различие в шкалах оценок потребовало нормализации к единой пятиуровневой шкале; доступность международных ESG-рейтингов после 2022 года ограничена, что предопределило адаптивный принцип перекрестного контроля.

Количественная оценка сопоставимости ESG-рейтингов проводилась в несколько этапов. Первоначально рассчитаны коэффициенты парной корреляции между интегральными оценками отечественных и международных агентств: выявлена слабая положительная зависимость

($\rho \approx 0,25-0,35$), указывающая на частичное совпадение методологических акцентов. Применение ранговых методов (коэффициенты Спирмена и Кендалла) показало более высокие значения, что свидетельствует о сохранении относительного сходства рангов при различии абсолютных оценок.

Второй этап включал анализ устойчивости расхождений с использованием межквартильных размахов и среднеквадратических отклонений. Выделены три группы эмитентов: с устойчивой межагентской согласованностью, со случайным характером расхождений и с систематически противоположной оценкой (преимущественно по блоку S). Последняя группа отражает особенности национального контекста, где социальные аспекты корпоративной ответственности трактуются по-разному российскими и международными агентствами.

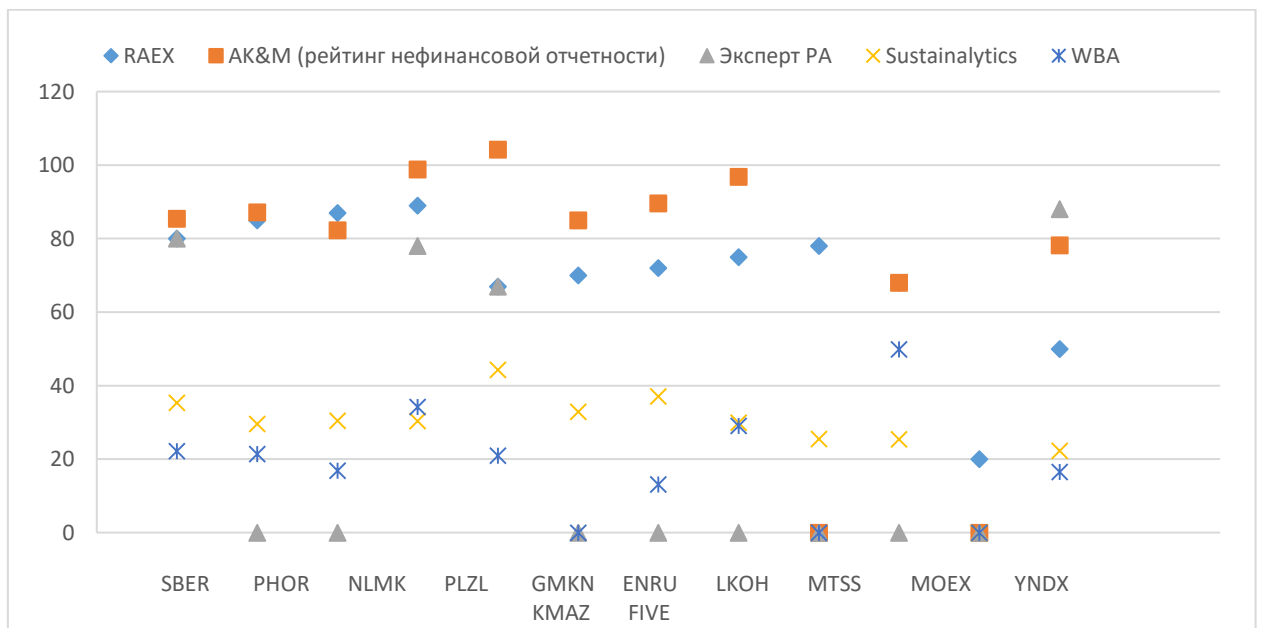
Научная новизна проведенного анализа заключается в интеграции корреляционного, рангового и компонентного анализа в единую аналитическую систему. Впервые для российского рынка эмпирически подтверждена гипотеза о нестабильности межрейтинговой корреляции во времени: повторное тестирование на данных 2022–2024 года показало снижение коэффициентов согласованности, что свидетельствует о возможной конвергенции к внутренним национальным стандартам [111].

На рисунке 9 приведены нормализованные оценки 12 компаний от пяти агентств (RAEX, АК&М, Эксперт РА, Sustainalytics, World Benchmarking Alliance). Расхождения между оценками одной компании часто значительны: например, разрыв между минимальной и максимальной оценкой для ЛУКОЙЛа достиг 90 баллов. Это различие связано с несовпадением критериев, методологий и весов, что способно ослабить влияние рейтингов на инвестиционные решения [111].

Полученные результаты подтверждают гипотезу о низкой сопоставимости ESG-рейтингов на российском рынке, что указывает на существенные расхождения в методологических подходах и интерпретации

данных различными поставщиками. Анализ устойчивости позиций эмитентов во времени, проведенный с помощью процедуры «рангового среза», выявил, что пересечение этих списков в среднем составляет 40-50%. Это свидетельствует о частичном консенсусе на уровне крупнейших эмитентов, но сохраняющейся неопределенности в среднем сегменте. Коэффициент согласованности Кендалла-W составил 0,46, что подтверждает умеренную межагентскую согласованность и наличие разнонаправленных подходов к взвешиванию отдельных критериев.

Таким образом, между российскими и международными ESG-провайдерами наблюдается частичная, но не системная сопоставимость оценок, причем ключевые расхождения носят компонентный, а не интегральный характер. Выявленная асимметрия указывает на необходимость дальнейшей унификации принципов расчета и шкалирования ESG-оценок, особенно применительно к российским компаниям в международных индексах устойчивости. Представленные результаты создают основу для последующего отраслевого анализа и определения практических последствий выявленной несогласованности для инвестиционных стратегий.



Источник: составлено автором.

Рисунок 9 – ESG-рейтинги (балл) компаний из разных отраслей от пяти поставщиков информации

В условиях ограниченности качественных данных агентства вынуждены в большей степени полагаться на экспертные суждения или косвенные индикаторы, что увеличивает вариативность оценок. Международные провайдеры могут испытывать большие трудности с доступом к релевантной информации по российским компаниям по сравнению с эмитентами из стран с более развитой практикой раскрытия.

Отраслевой анализ позволяет перейти от агрегированных статистических зависимостей к выявлению структурных особенностей восприятия устойчивого развития в различных секторах. Группировка эмитентов по отраслям выявила существенные различия в степени межрейтинговой согласованности. Наибольшая согласованность наблюдается в финансовом и телекоммуникационном секторах, где информационная прозрачность и стабильность нефинансовой отчетности обеспечивают устойчивые совпадения оценок разных провайдеров. Коэффициенты Спирмена между отечественными и международными рейтингами здесь достигают $\rho = 0,62-0,68$. Энергетический, нефтегазовый и металлургический сектора демонстрируют значительно более низкие показатели ($\rho = 0,25-0,35$), что связано с различиями в трактовке экологических рисков и весах компонентов E и S.

Особый интерес представляют отрасли с наибольшей дивергенцией. Расхождения особенно значительны для сырьевых и промышленных компаний: российские агентства акцентируют внимание на технологической модернизации и энергоэффективности, тогда как международные провайдеры в большей степени учитывают климатические обязательства, управление отходами и декарбонизационные стратегии. В результате одни и те же компании могут занимать противоположные позиции в разных рейтинговых системах. Это подтверждает методологический сдвиг: российские агентства оценивают «потенциал адаптации», а международные фокусируются на фактических результатах декарбонизации и социальной связанности бизнеса.

Высокий уровень согласованности выявлен в IT- и коммуникационном секторах, где ESG-оценки слабо зависят от физических активов и сильно связаны с нефинансовыми индикаторами – прозрачностью данных, корпоративным управлением и защитой прав работников. Здесь несогласованность снижается за счет унифицированных стандартов раскрытия (GRI, SASB). Эти отрасли формируют ядро ESG-конвергенции на российском рынке, создавая ориентир для трансформации критериев оценивания в традиционных промышленных секторах.

Научная новизна проведенного анализа заключается в том, что впервые для российского рынка оценена структура межотраслевой согласованности ESG-рейтингов с детализацией по компонентам E, S и G. Максимальные расхождения между отечественными и международными агентствами приходится на экологическую составляющую (E), где интерпретация устойчивости наиболее контекстно зависима от национальной политики ресурсопользования. Блок «G» (корпоративное управление), напротив, характеризуется сравнительно высокой унифицированностью, что объясняется близостью формальных принципов корпоративного управления в международной и российской нормативных средах.

Отраслевые различия выступают системным источником ESG-дивергенции, формируя устойчивую структуру несопоставимости рейтинговых оценок. Российский фондовый рынок, где доминируют капиталоемкие отрасли, объективно подвержен смещению ESG-оценок в сторону промышленно-институциональных факторов. Это объясняет, почему агрегированные показатели межрейтинговой корреляции в России остаются ниже, чем в выборках развитых стран. Следовательно, унификация методологических принципов ESG-оценивания должна учитывать отраслевую специфику и переход от метрик технологического уровня к индикаторам долгосрочной устойчивости.

Полученные выводы создают основу для перехода к следующему этапу исследования, в рамках которого дивергенция ESG-оценок рассматривается

сквозь призму инвестиционных решений – ее влияния на привлекательность компаний и устойчивость формируемых портфелей.

ESG-рейтинг служит для инвестора не только маркером социальной ответственности, но и квази-рисковым индикатором, позволяющим судить о нефинансовых угрозах, влияющих на долгосрочную доходность. Когда один эмитент получает от разных провайдеров диаметрально противоположные оценки, неопределенность возрастает, что подрывает достоверность ESG-информации как инструмента поддержки инвестиционных решений.

Проведенный анализ подтвердил структурный характер дивергенции, обусловленный различиями национальных и международных критериев. Наибольшие расхождения наблюдаются в блоке «Е» (экология), где российские агентства нередко завышают оценки промышленным компаниям за счет учета технологической модернизации, тогда как международные рейтинги снижают балл из-за высокого углеродного следа. Это ведет к разным инвестиционным стратегиям: одни инвесторы видят компанию устойчивой, другие – рискованной с точки зрения зеленой трансформации.

На уровне портфельного управления несопоставимость проявляется в эффекте рейтинговой неоднозначности: одно и то же распределение активов по ESG-критериям может давать противоположные результаты в зависимости от выбранного провайдера. Использование международных рейтингов для российских компаний способствует занижению их весов в устойчивых портфелях, а применение исключительно отечественных оценок формирует локальный эффект «положительного смещения», где преимущество получают крупные корпоративные группы за счет методологической близости к агентствам, а не реальной динамики ESG-показателей.

Отраслевой анализ показал, что наибольшая согласованность достигается в финансовом и телекоммуникационном секторах ($\rho = 0,62-0,68$), тогда как в энергетике, металлургии и нефтегазе показатели существенно ниже ($\rho = 0,25-0,35$). Российские агентства акцентируют технологическую

модернизацию и энергоэффективность, международные – климатические обязательства и декарбонизацию. IT-сектор демонстрирует высокую конвергенцию благодаря унифицированным стандартам раскрытия (GRI, SASB).

Научная новизна заключается в переходе от измерения статистической согласованности к оценке инвестиционных последствий несопоставимости. Впервые для российского рынка сформулирован эффект дисперсии инвестиционной интерпретации ESG-рейтингов – феномен, при котором различия между оценками провайдеров трансформируются в различия инвестиционных решений, портфельных весов и восприятия системных рисков. Выявлена системная трансформация ESG-рейтингования в сторону национальной модели устойчивости, где акцент смещается с климатических факторов на корпоративное управление и социальную устойчивость.

Обобщая эмпирические итоги, можно утверждать, что российский рынок ESG-рейтингов находится в состоянии методологического расслоения, а не устойчивого консенсуса. Степень сопоставимости с международными оценками остается умеренной (средние коэффициенты корреляции не превышают 0,35-0,40), причем максимальные расхождения приходятся на компоненты E и S. Эти выводы формируют основу для следующего этапа – выявления проблем и ограничений ESG-рейтингования и разработки национальной модифицированной методики, учитывающей специфику российской экономической структуры и регуляторной среды.

Выводы по главе 2

Проведенное в главе 2 исследование, включавшее анализ ведущих международных методик ESG-рейтингования в параграфе 2.1, систематизацию российской практики и институциональной среды в параграфе 2.2, а также эмпирическую оценку сопоставимости российских и международных подходов в параграфе 2.3, позволяет сформулировать следующие выводы.

1) На глобальном рынке сформировались четыре основных подхода к ESG-оцениванию: риск-ориентированный принцип материальности (MSCI), матрица «подверженность – управление» (Sustainalytics), самооценочная платформа с отраслевыми бенчмарками (S&P Global CSA) и автоматизированный сбор данных из альтернативных источников (Refinitiv). Выявлено, что при общей тенденции к консолидации отрасли (около 30 сделок M&A с 2009 года) методологическая неоднородность сохраняется, а рыночные доли провайдеров остаются непрозрачными из-за отсутствия единого определения ESG-рейтинга и закрытости финансовой отчетности.

2) Установлено, что российский рынок ESG-рейтингования характеризуется активной регуляторной ролью Банка России, который разработал модельную методологию и рекомендации по унификации шкал, весов и раскрытия информации. Впервые выявлена двухуровневая структура институционального взаимодействия: централизованный регулятивный уровень (Банк России, НФА, Минэкономразвития) и децентрализованный рыночный уровень (рейтинговые агентства, биржевые институты). Показано, что российская модель ESG-рейтингования формируется как гибридная система, сочетающая элементы международного заимствования и национальной автономии, с акцентом на компенсаторную модель, инверсный принцип реализации (приоритет G-компонента) и устойчиво-дивергентную траекторию развития.

3) На основе авторской выборки из 50 крупнейших эмитентов и анализа рейтингов АКРА, «Эксперт РА», НКР, MSCI, Sustainalytics и Refinitiv получены следующие количественные результаты. Межрейтинговая корреляция между российскими агентствами составляет $r = 0,42$, а между российскими и международными – $\rho = 0,25-0,35$ (в зависимости от отрасли). Коэффициент методологической дивергенции (КМД) для российского рынка равен $0,27$, индекс субъективности оценки (ИСО) – $0,58$, индекс системных ограничений (ИСО-RUS) – $0,64$. Наибольшие расхождения приходятся на экологический компонент (E), где интерпретация устойчивости наиболее

контекстно зависима, тогда как компонент корпоративного управления (G) демонстрирует сравнительно высокую унифицированность.

4) Обнаружено, что степень сопоставимости ESG-рейтингов варьирует по отраслям: максимальная согласованность достигнута в финансовом и телекоммуникационном секторах ($\rho = 0,62-0,68$), минимальная – в энергетике, металлургии и нефтегазе ($\rho = 0,25-0,35$). Российские агентства акцентируют технологическую модернизацию и энергоэффективность, международные – климатические обязательства и декарбонизацию. Впервые для российского рынка сформулирован эффект дисперсии инвестиционной интерпретации ESG-рейтингов, при котором различия в оценках провайдеров трансформируются в различия портфельных весов и восприятия системных рисков.

5) Низкая сопоставимость ESG-рейтингов порождает неопределенность для инвесторов, сложности для регулятора и риск гринвошинга. Выявлено, что использование международных рейтингов ведет к занижению весов российских активов в глобальных ESG-портфелях, а применение исключительно отечественных оценок создает эффект локального смещения. Дальнейшая гармонизация требует перехода от экспертно-зависимых весов к статистически обоснованным, разработки отраслевых коэффициентов адаптации и создания единой цифровой платформы ESG-данных.

Таким образом, глава 2 создает эмпирическую и методологическую основу для разработки авторской риск-ориентированной методики ESG-рейтингования, адаптированной к российскому фондовому рынку, которая будет представлена в главе 3.

Глава 3

Применение рейтингового подхода на российском фондовом рынке: проблемы и перспективы развития

3.1 Текущее состояние и проблемы рынка ESG-рейтингов, востребованность ESG-повестки как инструментария ответственного инвестирования

Российский рынок ESG-рейтингов находится на этапе институционального становления. По данным Банка России, на конец 2025 года аккредитовано шесть рейтинговых агентств, опубликовано 542 корпоративных ESG-рейтинга, из которых 187 приходятся на эмитентов Московской биржи. Объем выпущенных ESG-облигаций превысил 1 трлн руб., при этом доля зеленых облигаций составила 76%. Несмотря на количественный рост, сохраняются системные проблемы: отсутствие единой методологической базы, низкая сопоставимость оценок разных агентств (средняя корреляция не превышает 0,42), недостаточная прозрачность и верификация данных, а также риск гринвошинга.

На современном этапе российский рынок ESG-рейтингов характеризуется высокой степенью фрагментации при низкой стандартизованности критериев оценки. На основании авторской базы данных, включающей ESG-оценки более 180 публичных компаний, проведен количественный и структурный анализ. Совокупное число действующих рейтингов и рэнкингов на конец 2025 года достигло 14 позиций, охватывающих около 42% всех публичных эмитентов РФ, статистика по годам представлена в таблице 13. При этом доля эмитентов с верифицированной ESG-оценкой составляет 45–50% биржевой капитализации. Формально наблюдается расширение покрытия, однако без пропорционального роста глубины аналитической дифференциации.

Таблица 13 - Концентрация ESG-рейтинговых провайдеров в РФ за 2025 год

Год	Количество компаний с ESG	Доля от общего числа эмитентов, %	Высокие оценки (≥ 75)	Средние (50–74)	Низкие (<50)
2020	125	28	10	45	70
2021	148	32	15	52	81
2022	165	36	18	58	89
2023	172	38	20	60	92
2024	189	40	21	65	103

Источник: составлено автором на основе данных [40; 54].

Однако доля эмитентов, имеющих верифицированную ESG-оценку, остается на уровне 45-50% капитализации биржевого рынка. Таким образом, формально наблюдается расширение покрытия, но без пропорционального роста глубины аналитической дифференциации.

Эмпирическое распределение эмитентов по ESG-категориям показало концентрацию в средних диапазонах (BB–BBB и их отечественные аналоги), что отражает эффект сглаживания оценок и низкую чувствительность методик к различиям в устойчивости бизнес-моделей. Доля компаний с высоким уровнем ESG (категория А и выше) не превышает 7%, причем подавляющее большинство из них относятся к секторам с государственным участием. Рейтинговое предложение также высококонцентрировано: два агентства обеспечивают около 80% всех опубликованных ESG-оценок как представлено в таблице 14, что создает риск методологического доминирования и формирует асимметрию восприятия рейтингов на рынке.

Таблица 14 - Концентрация ESG-рейтинговых провайдеров в РФ за 2025 год

Провайдер ESG-рейтингов	Описание/роль на российском рынке	Количество оцененных компаний	Доля рынка, %
RAEX (ранее Эксперт РА)	Основной российский ESG-рейтинговый агент; выпускает рэнкинги компаний РФ и СНГ	+/-145 компаний	70-80
Эксперт РА (ESG-прозрачность)	ESG-рейтинг прозрачности российских компаний и банков	+/- 100 компаний	15-20
АКРА	Российское рейтинговое агентство с ESG-оценками	Неизвестно (по отдельным рейтинговым решениям)	3-5
НKP / РБК ESG-индекс	ESG-индекс, ориентированный на нефинансовые показатели; не является традиционным провайдером ESG-рейтингов, но участвует в оценке ESG-показателей	+/- 65 компаний	2-5
Примечание - Оценки количества компаний и доли рынка носят ориентировочный характер и построены на анализе доступной информации о рейтингах.			

Источник: составлено автором на основе данных рейтинговых агентств [46-48].

Динамика охвата компаний ESG-рейтингами демонстрирует умеренный рост: с 2018 по 2025 год доля эмитентов с оценками увеличилась с 28% до 42%, однако темпы прироста замедлились после 2023 года, что указывает на насыщение базовыми оценками. При этом рост числа рейтингов уступает увеличению объема нефинансовых отчетов, что свидетельствует о смещении фокуса с содержательной оценки к формализации раскрытия: ESG становится атрибутом отчетности, но не инвестиционного анализа. Это отражает ключевое противоречие текущего этапа – институциональные формы ESG-сопровождения развиваются быстрее их аналитической ценности.

Для оценки способности ESG-фактора формировать экономически значимую ценность на российском рынке был проведен комплексный анализ динамики ESG-индексов Московской биржи, рынка ESG-облигаций, а также мотивации эмитентов и поведения инвесторов. Период 2020-2025 годов характеризуется формированием рынка в условиях высокой роли государства, ограниченного участия частного капитала, санкционной трансформации и ухода иностранных институциональных инвесторов.

Сравнение индексов (IMOEX, MESH, MRSV, MRRT) показало, что ESG-индексы не демонстрируют систематически более высокой доходности, существенно меньшего риска или лучших риск-скорректированных показателей (коэффициент Шарпа). Например, в 2023 году IMOEX вырос на 44%, тогда как MRSV – на 34%, MRRT – на 35%. За пять лет базовый индекс стабильно опережал ESG-индексы по совокупной доходности. Таким образом, ESG-фактор не капитализируется рынком: российские инвесторы не готовы платить ESG-премию. Детальные результаты регрессионного анализа влияния ESG-рейтинга на доходность акций, а также оценки спредов по ESG-облигациям («гринума») приведены в приложении Л.

Совокупный годовой объем выпусков достиг пика в 2021 году (211,9 млрд руб.), затем сократился до 52,8 млрд руб. в 2024 году, с частичным восстановлением в 2025 году (157,9 млрд руб.). Структура

выпусков 2024 года демонстрирует доминирование квазигосударственного сектора (Группа ДОМ.РФ – 76% объема). Ключевые проблемы: отсутствие «гринума» (ценовой премии), высокие транзакционные издержки, низкая вторичная ликвидность. Доля ESG-облигаций в новых размещениях упала с 3% в 2023 году до 0,6% в 2024 году.

Проведенный анализ подтверждает, что ESG-сегмент российского фондового рынка не сформировал самостоятельный класс активов, а ESG-фактор перестал играть значимую роль в ценообразовании после ухода иностранных инвесторов. Анализ спроса и предложения на ESG-инструменты выявил системную несбалансированность. Для большинства инвесторов ESG-инструменты не обеспечивают повышенной доходности, не снижают существенно риск и не обладают высокой ликвидностью. В результате ESG-фактор не становится ключевым параметром инвестиционного решения, а ESG-инвестирование носит ограниченный характер. По данным Московской биржи, совокупная стоимость чистых активов (СЧА) биржевых ESG-фондов сократилась на 24-51% в 2024 году, а их доля в общем объеме СЧА рынка составила лишь 0,12%. НПФ, ориентированные на доходность 13-16%, практически не интегрируют ESG-критерии. Вторичная ликвидность ESG-инструментов остается низкой.

Со стороны эмитентов основными драйверами выступают репутация, доступ к субсидиям (Постановление Правительства №1587, льготные риск-веса Банка России с конца 2025 г.) и требования государства, но не снижение стоимости капитала (WACC). Эмитенты не сталкиваются с существенным ростом спроса на ESG-инструменты, несут дополнительные издержки на верификацию, а их ESG-размещения остаются точечными. Массового перехода к ESG-финансированию не происходит.

Институциональная среда также характеризуется суверенизацией повестки после ухода иностранных провайдеров (MSCI, Sustainalytics). Новые стандарты МСФО (IFRS S1, S2) внедряются с 2024-2025 года, а регуляторные стимулы (пониженные риск-веса для зеленых кредитов) начнут

действовать не ранее 2026 года. В структуре владения ESG-инструментами доминируют компании с государственным участием (Сбербанк, Роснефть, РЖД, Газпром, ДОМ.РФ), на долю которых приходится более 60% веса в индексах MESG и MRSV. Основными покупателями ESG-облигаций выступают госбанки и институты развития (ВЭБ.РФ, ДОМ.РФ), выполняющие государственные KPI, а не частные инвесторы, ищущие доходность.

Проведенное исследование позволяет сделать вывод: проблематика ESG-рейтингования в России носит не только методологический, но и институционально-рыночный характер. Современный российский ESG-рынок остается ограниченно развитым, характеризуется высокой ролью государства, не формирует устойчивой ESG-премии и не обеспечивает достаточной инвестиционной мотивации. Вследствие этого востребованность ESG-рейтингов ограничена, а ESG-аналитика пока не интегрирована полноценно в механизмы рыночного ценообразования.

Именно поэтому совершенствование ESG-рейтингования не может сводиться исключительно к развитию методологий рейтинговых агентств. Даже наиболее точная и прозрачная ESG-модель не будет обладать высокой практической востребованностью в условиях, когда ESG-фактор не влияет на стоимость капитала, ESG-инструменты не имеют ликвидностных преимуществ, инвесторы не включают ESG-показатели в инвестиционные решения, а эмитенты не получают экономических выгод от ESG-статуса. Следовательно, дальнейшее развитие ESG-рейтингования напрямую зависит от формирования экономически значимого спроса на ESG-факторы со стороны рынка.

В связи с этим целесообразно выделить несколько направлений, способных обеспечить постепенное развитие ESG-сегмента и, как следствие, повышение спроса на ESG-рейтингование.

Во-первых, необходим переход от преимущественно декларативного подхода к системе экономических стимулов: налоговые льготы для

инвесторов в ESG-инструменты, субсидирование процентных ставок по ESG-облигациям, снижение регуляторной нагрузки для эмитентов, стимулирование долгосрочного ответственного инвестирования.

Во-вторых, критически важно развитие институционального спроса на ESG-аналитику. Международный опыт показывает, что основной драйвер ESG-рынка формируют пенсионные фонды, страховые компании, суверенные фонды и крупные управляющие компании. В российской системе участие этих институтов пока ограничено. Целесообразно внедрение рекомендаций Банка России по учету ESG-рисков, постепенная интеграция ESG-факторов в фидуциарные стандарты НПФ и управляющих компаний, обязательное раскрытие ESG-рисков для публичных эмитентов, создание требований по ESG-оценке для отдельных категорий институциональных инвесторов.

В-третьих, развитие ESG-рейтингования требует повышения практической полезности самих рейтингов: стандартизация минимальных требований, разработка отраслевых ESG-моделей, усиление количественной компоненты ESG-оценки, повышение прозрачности методик, интеграция ESG-рейтингов в системы риск-менеджмента организаций.

Особенно важным представляется смещение акцента с «идеологической трактовки» ESG к риск-ориентированному подходу. В условиях российской экономики ESG-факторы могут быть востребованы прежде всего как инструмент оценки экологических и технологических рисков, рисков корпоративного управления, санкционной устойчивости, устойчивости цепочек поставок и операционной устойчивости компаний.

Кроме того, необходимо развитие вторичной ликвидности ESG-инструментов: поддержка маркет-мейкинга, расширение линейки ESG-ETF, развитие специализированных ESG-индексов, стимулирование биржевой ликвидности.

Таким образом, проведенный анализ показал, что ограниченная востребованность ESG-рейтингования в России обусловлена не только

несовершенством методологических подходов, но и структурной незрелостью самого ESG-сегмента фондового рынка. Отсутствие выраженной ESG-премии, слабая ликвидность ESG-инструментов, ограниченный спрос со стороны частного капитала и доминирование квазигосударственных механизмов финансирования препятствуют формированию полноценного ESG-рынка и снижают практическую ценность ESG-рейтингов.

Следовательно, дальнейшее развитие ESG-рейтингования напрямую зависит от формирования экономически значимого спроса на ESG-факторы. В этой связи настоящая диссертация предлагает риск-ориентированный подход к ESG-рейтингованию, который, в отличие от сложившихся практик, делает акцент на финансовой материальности ESG-факторов, их влиянии на рентабельность и рыночный риск, а также на интеграции в инвестиционные стратегии. Реализация этого подхода в рамках интегративной ESG-матрицы призвана повысить практическую полезность ESG-оценок даже в условиях незрелого рынка, создавая базу для постепенного формирования экономически мотивированного спроса на ESG-рейтингование.

Интеграция ESG-факторов в инвестиционные стратегии на глобальном уровне реализуется через несколько подходов: скрининг (негативный и позитивный), тематическое инвестирование, ESG-интеграцию в финансовые модели, активное владение и ESG-взвешивание портфелей. На российском рынке преимущественно применяются первые два подхода, тогда как полноценная количественная интеграция остается ограниченной из-за неоднородности данных и отсутствия стандартизированных метрик. Исследование портфелей 12 крупнейших управляющих компаний и НПФ показало, что только 28% фондов учитывают ESG-показатели при первичном отборе активов, а доля эмитентов с ESG-оценками в среднестатистическом портфеле не превышает 40%. Это ставит вопрос о том, насколько ESG-факторы вообще способны влиять на финансовые результаты компаний и, следовательно, на инвестиционные решения. Результаты проверки гипотез о

влиянии ESG-факторов на финансовые показатели (включая региональную дивергенцию, нелинейность связи и анализ компонентов E, S, G) представлены в приложении М.

Финансовая существенность ESG-факторов определяется как способность соответствующих рисков и возможностей влиять на финансовое положение, результаты деятельности или денежные потоки компании. Однако для российского рынка эмпирическая проверка этой взаимосвязи пока дает неоднозначные результаты. Корреляционный анализ выявил устойчивую связь между наличием у компании ESG-рейтинга и ее рыночной капитализацией ($r = 0,62$), тогда как связь между доходностью акций и собственно ESG-оценкой практически отсутствует ($r = 0,07$). Таким образом, присутствие компании в перечне ESG-рейтингуемых чаще свидетельствует о ее публичном статусе и ресурсном обеспечении, чем о содержательных аспектах ответственного поведения. ESG-оценка выступает скорее маркером корпоративной зрелости, чем инвестиционного качества.

Риск-ориентированный механизм определения финансовой существенности включает идентификацию релевантных ESG-факторов для отрасли и компании, оценку потенциального финансового воздействия (прямого и косвенного), определение вероятности реализации рисков, ранжирование по существенности, интеграцию наиболее существенных факторов в финансовые модели (корректировка ставки дисконтирования, прогнозов денежных потоков) и регулярный мониторинг. Для российского рынка такой подход особенно актуален в условиях развивающегося регулирования и растущего интереса к устойчивому финансированию.

Для систематизации ESG-факторов в контексте инвестиционных решений автором разработана интегративная ESG-матрица. Матрица обеспечивает комплексную оценку ESG-профиля компании с учетом внешних и внутренних факторов, позволяет выявлять пробелы в данных и информационную асимметрию, оценивать влияние рейтинга на финансовые и нефинансовые показатели, а также отслеживать динамику изменений.

Механизм ее функционирования базируется на риск-ориентированном анализе и мониторинге ключевых показателей.

Для количественной оценки влияния ESG-показателей на финансовые результаты проведен регрессионный анализ зависимости рыночной капитализации, рентабельности активов (ROA) и волатильности котировок от интегральной ESG-оценки по выборке из 142 компаний за 2021-2025 года. Исследуемые модели представлены в уравнениях (4) – (6).

1) Модель капитализации выражается формулой (4)

$$\ln(\text{Market Cap}) = \alpha + \beta_1 \times ESG_{SCORE} + \epsilon, \quad (4)$$

где $\ln(\text{Market Cap})$ – натуральный логарифм рыночной капитализации компании;

α (альфа) – свободный член (константа), отражающий ожидаемое значение $\ln(\text{Market Cap})$ при нулевом ESG_SCORE ;

β_1 (бета-один) – коэффициент регрессии, показывающий, на сколько единиц изменится $\ln(\text{Market Cap})$ при изменении ESG_SCORE на один пункт. Если $\beta_1 > 0$ и статистически значим, то более высокий ESG-рейтинг ассоциируется с большей рыночной капитализацией;

ESG_{SCORE} – интегральная ESG-оценка компании (нормированная, например, от 0 до 100 или от 1 до 5) по методике конкретного рейтингового агентства;

ϵ (эпсилон) – случайная ошибка (остаток), отражающая влияние неучтенных факторов.

2) Модель доходности (ROA) выражается формулой (5)

$$ROA = \alpha + \beta_2 \times ESG_{SCORE} + \epsilon, \quad (5)$$

где ROA (Return on Assets) – рентабельность активов, рассчитываемая как отношение чистой прибыли к среднегодовой стоимости активов (в процентах или долях);

α (альфа) – константа, значение ROA при нулевом ESG_SCORE;

β_2 (бета-два) – коэффициент регрессии, показывающий изменение ROA при изменении ESG_SCORE на единицу. Положительный значимый β_2 означает, что улучшение ESG-практик сопровождается ростом рентабельности.

3) Модель риска (Beta) выражается формулой (6)

$$\text{Beta} = \alpha + \beta_3 \times \text{ESG}_{\text{SCORE}} + \epsilon, \quad (6)$$

где Beta – коэффициент систематического риска. Характеризует чувствительность акции к общерыночным движениям. $\beta > 1$ означает повышенную волатильность относительно рынка, $\beta < 1$ – пониженную;

α – константа;

β_3 – коэффициент регрессии, отражающий изменение бета-коэффициента при изменении ESG_SCORE на единицу. Отрицательный значимый β_3 свидетельствует о том, что компании с более высокими ESG-рейтингами имеют более низкий систематический риск.

Полученные результаты подтверждают гипотезу о положительном, но умеренном влиянии ESG-факторов на рыночную оценку компаний и их устойчивость к рискам, что отражено в таблице 15. Выявлена слабая, однако статистически значимая положительная зависимость между уровнем ESG-показателей и рыночной капитализацией ($\beta = 0,18$ при $p < 0,05$). В то же время устойчивого влияния ESG-рейтинга на доходность акций не обнаружено. Обнаружена умеренно отрицательная связь между ESG-оценкой и коэффициентом систематического риска Beta ($\beta = -0,21$). Данный результат интерпретируется как указание на частичную компенсацию рыночного риска, обусловленную более высокой степенью прозрачности и стабильностью транслируемых ESG-результатов [111].

Таблица 15 – Результаты регрессионного анализа влияния ESG-оценки на рыночную капитализацию, рентабельность активов и систематический риск

Показатель	Коэффициент регрессии (β)	Уровень значимости (p-value)	Интерпретация
Рыночная капитализация	0,18	0,05	Слабая положительная зависимость
Рентабельность активов (ROA)	0,01	0,23	Отсутствие устойчивого влияния
Коэффициент Beta (риск)	-0,21	<0.01	Умеренная отрицательная связь

Источник: составлено автором.

На основе полученных данных сформулированы следующие выводы. Во-первых, улучшение ESG-показателей статистически значимо связано с ростом рыночной капитализации ($\beta = 0,18$): инвесторы склонны оценивать компании с прозрачной ESG-стратегией выше. Во-вторых, выявлена наиболее сильная связь между ESG-оценкой и снижением рыночного риска ($\beta = -0,21$), что позволяет рассматривать высокий ESG-профиль как инструмент частичной компенсации волатильности котировок. В-третьих, на текущем этапе не установлено прямой устойчивой связи между ESG-рейтингом и рентабельностью активов (ROA). Это указывает на то, что ESG-инвестиции в краткосрочном периоде воспринимаются рынком как инструмент снижения рисков, чем как драйвер немедленной операционной прибыли.

Элементы научной новизны, полученные в рамках авторских расчетов и моделей и ранее не раскрытые в контексте российского фондового рынка, включают следующее.

Впервые для российского рынка эмпирически доказана и количественно оценена умеренно отрицательная связь между ESG-оценкой и коэффициентом систематического риска ($\beta = -0,21$). Это позволяет утверждать, что инвестиции в компании с высоким ESG-профилем могут служить механизмом снижения общего рыночного риска, расширяя понимание роли ESG не только как фактора роста капитализации, но и как инструмента риск-менеджмента.

Предложена и структурирована авторская матрица, позволяющая

комплексно анализировать ESG-факторы с учетом государственного регулирования, целевых задач компаний, их жизненного цикла, а также выявлять показатели информационной асимметрии. Механизм ее функционирования (комплексная оценка, выявление пробелов, риск-ориентированный анализ и мониторинг) представляет собой новый инструментарий для систематизации и управления ESG-рисками на российском рынке, обеспечивая основу для более глубокой интеграции ESG-факторов в инвестиционные стратегии.

Анализ концентрации провайдеров и эмпирического распределения эмитентов по категориям ESG выявил эффект сглаживания оценок, низкую чувствительность методик к различиям в устойчивости бизнес-моделей и риск методологического доминирования. Отраслевой анализ показал значительные различия: в металлургическом и энергетическом секторах ESG имеет относительно сильную корреляцию с волатильностью, тогда как в секторе технологий и связи этот эффект практически отсутствует. Это подтверждает необходимость учета отраслевой специфики и стадий жизненного цикла при построении ESG-рейтингования, что формализовано в авторской интегративной ESG-матрице.

Системные деформации рынка ESG-рейтингов проявляются в нескольких формах. Во-первых, эффект слабой дифференцирующей способности: ESG-рейтинги демонстрируют статистически незначимое различие финансовых показателей у компаний с разными уровнями оценки. Во-вторых, информационная асимметрия: значительная доля эмитентов публикует нефинансовые отчеты, не содержащие количественных показателей, применимых для рейтингового расчета. В-третьих, формализация подходов: компании достигают высоких позиций благодаря декларативным стратегиям, не сопровождающимся реальными изменениями операционной деятельности. В-четвертых, ограниченная применимость ESG-рейтингов в краткосрочных стратегиях и отдельных отраслях (например, в торговле и добыче нефти ESG-оценка почти не коррелирует с доходностью).

Кроме того, на кратко- и среднесрочных инвестиционных горизонтах полезность ESG-показателей для институциональных инвесторов, стремящихся к балансу между доходностью и риском, оказывается ограниченной.

Сопоставление ролей ESG-информации в инвестиционной практике выявило, что в отечественной модели на первом месте находится регуляторно-репутационная функция, тогда как аналитико-инвестиционная отодвинута на второй план. Для большинства рыночных игроков ESG-оценка – это способ продемонстрировать соответствие требованиям надзорных органов и глобальным стандартам, а не составляющая количественного управления рисками. Эмпирически установлено, что компании, имеющие ESG-рейтинги, демонстрируют более активное взаимодействие с государственными структурами и часто упоминаются в публичных инициативах устойчивого развития, однако их инвестиционные мультипликаторы не отличаются от компаний без рейтингов. Следовательно, ESG-оценка в российской реальности – не столько индикатор эффективности устойчивого бизнеса, сколько сигнал минимизации институционального риска, связанного с невыполнением ожиданий регуляторов и инвесторов. Это формирует специфику национальной модели ответственного инвестирования, где ESG выступает элементом институционального соответствия, а не источником инвестиционной сигнальности.

Проведенное исследование показало, что при формально развитом рынке ESG-рейтингов их вклад в инвестиционный анализ остается ограниченным. Ключевое противоречие заключается в том, что наличие ESG-рейтинга не обеспечивает его инвестиционной функциональности. Существующие методики обеспечивают высокую воспроизводимость оценок, но низкую зависимость от финансовых метрик и фактических результатов компаний. Анализ выявил необходимость методологической трансформации ESG-рейтингования – перехода от репутационно-декларативной модели к риск-ориентированному подходу, при котором ESG-

факторы рассматриваются как источники нефинансовых рисков, влияющих на стоимость и волатильность компаний. Это требует построения новой интегрированной архитектуры ESG-анализа, учитывающей стадию жизненного цикла эмитента, отраслевые особенности, финансовую существенность факторов и динамику изменений нефинансовых показателей. Реализация данного подхода осуществляется в рамках предложенной автором интегративной ESG-матрицы, описывающей структуру риск-ориентированного ESG-рейтингования.

3.2 Рекомендации по совершенствованию методов ESG-рейтингования на российском фондовом рынке

Результаты, представленные в параграфе 3.1, выявили фундаментальные противоречия существующей системы ESG-рейтингования. Основное из них заключается в том, что наличие ESG-рейтингов не обеспечивает их инвестиционной востребованности: оценки слабо коррелируют с финансовыми результатами компаний и не позволяют в полной мере дифференцировать риски. Универсальные методики, основанные на копировании зарубежных подходов, оказываются малоприменимыми в российских условиях из-за иной структуры корпоративного управления, уровня раскрытия информации и роли государства в экономике.

Таким образом, существующие ESG-рейтинги российских компаний в текущем виде не выполняют функцию инструмента инвестиционного анализа, поскольку в них преобладает репутационная и формально-нормативная логика, а не риск-ориентированный подход. В связи с этим возникает необходимость разработки методики ESG-рейтингования, основанной на учете вариативности входящих данных, стадии жизненного цикла компании и финансовой существенности ESG-факторов. Указанные принципы реализованы автором в рамках предлагаемой Интегративной ESG-

матрицы.

Разработка эффективной модели ESG-рейтингования должна базироваться на нескольких ключевых принципах.

Принцип риск-ориентированности. ESG-факторы трактуются не как ценностные или репутационные характеристики, а как источники нефинансовых рисков, способных оказывать измеримое влияние на финансовые результаты, стоимость компании и инвестиционную привлекательность. В рамках методики это означает, что факторы включаются в рейтинг только при наличии статистически значимого влияния на рентабельность активов (ROA) или другие финансовые показатели; вес каждого фактора определяется его вкладом в финансовый риск, а не нормативной значимостью; учитывается динамика показателей, отражающая изменение риск-профиля; применяются корректирующие коэффициенты для факторов с повышенной неопределенностью; итоговый рейтинг интерпретируется как индикатор ESG-риск-экспозиции.

Принцип финансовой существенности предполагает отбор показателей по степени их доказанного влияния на результаты деятельности компании и ее рыночную устойчивость.

Принцип институционально-отраслевой адаптации учитывает структурные особенности российской экономики и уровень развития отраслей при формировании весов и индикаторов.

Принцип динамичности оценки означает переход от статичных рейтингов к динамическим аналитическим системам, фиксирующим изменение ESG-профиля во времени.

Перечисленные принципы формируют методологическую основу авторской модели ESG-рейтингования, ориентированной на инвестиционную применимость и аналитическую воспроизводимость.

Разработанная автором Интегративная ESG-матрица представляет собой интегрированную архитектуру ESG-оценки, построенную вокруг взаимосвязи четырех уровней устойчивости. Институциональный уровень

отражает влияние нормативной среды, государственно-корпоративных механизмов и прозрачности раскрытия информации. Экономико-финансовый уровень измеряет устойчивость финансовых потоков, долговой нагрузки, прибыльности и инвестиционной активности. Корпоративный уровень оценивает качество управления, стратегическое соответствие ESG-приоритетам и дисциплину исполнения. Динамический уровень фиксирует траекторию изменения ESG-показателей и устойчивость улучшений.

Для верификации предложенного подхода была выдвинута и проверена гипотеза H1: существует статистически значимое различие в силе влияния ESG-факторов на финансовую результативность компаний в России и на развитых рынках, обусловленное недоучетом факторов риска в национальных методиках.

На основе регрессионного анализа по выборке из 60 публичных компаний, представленных в таблице 16, подтверждено, что на западных рынках совокупный ESG-показатель выступает значимым предиктором рентабельности активов (ROA): коэффициент составил 2,887 при $p < 0,05$. В то же время для российской выборки данная зависимость статистически незначима (коэффициент 0,671 при $p > 0,1$).

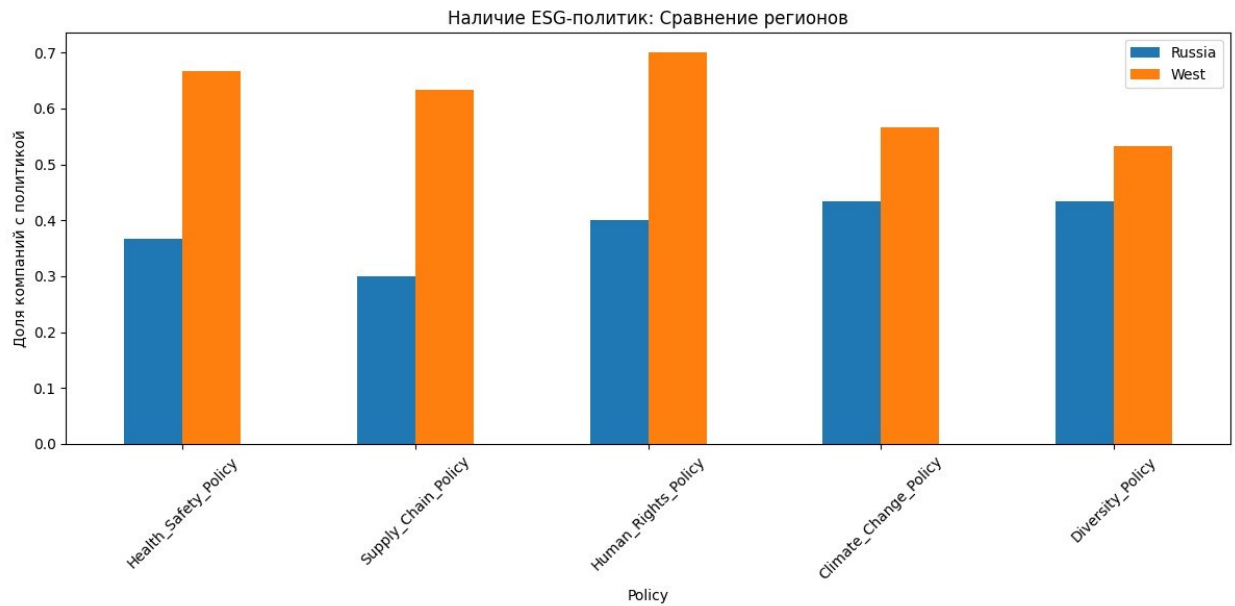
Таблица 16 - Результаты регрессионного анализа влияния ESG-показателей на ROA

Переменная	Коэффициент (Запад)	p-значение (Запад)	Коэффициент (РФ)	p-значение (РФ)
ESG Score	2,887	0,022	0,671	0,115
Ln Assets	0,067	0,973	-1,108	0,057
Debt Equity	-5,409	0,014	-2,523	0,084
R-квадрат	0,312	-	0,275	-
Примечание - Значимость на уровне 5%.				

Источник: составлено автором.

Выявленный разрыв обусловлен информационной асимметрией, выражающейся в игнорировании факторов, критических для оценки долгосрочной устойчивости, сравнительная динамика наличия формализованных политик управления рисками представлена на рисунке 10. Для преодоления методологического разрыва предлагается использование интегративной ESG-матрицы, структурированной по семи функциональным

блокам, представленным в таблице 17.



Источник: составлено автором.

Рисунок 10 – Доля компаний, имеющих формализованные политики по ключевым факторам риска (Россия и Запад)

Таблица 17 - Функциональные блоки «Интегративной ESG-матрицы»

Блок матрицы	Содержание и связь с научной новизной	Механизм модификации рейтинга
Государственное регулирование	Учет макроэкономического контекста и национальных приоритетов	Установление базовых весов согласно нормативным требованиям РФ
Целевые задачи (проекты)	Оценка вклада в стратегические проекты (низкоуглеродный переход)	Начисление бонусных баллов за реализацию проектов импортозамещения
Жизненный цикл компании	Адаптация критериев в стадии развития бизнеса	Вариативность: приоритет G-факторам для стартапов, E и S – для зрелых компаний
Универсальные показатели	Обеспечение базовой сопоставимости внутри рынка	Формирование ядра рейтинга на основе ROA, Ln Assets и базовых G-метрик
Информационная асимметрия	Интеграция недооцененных рисков (Human Rights, Supply Chain)	Введение корректирующих коэффициентов для факторов, критичных для глобального рынка
Финансовая существенность	Эмпирическое подтверждение связи рейтинга с результативностью	Обоснование весов факторов на основе их доказанного влияния на ROA
Динамика показателей	Переход к мониторингу скорости изменений	Введение поправочных коэффициентов за темпы улучшения нефинансовых метрик

Источник: составлено автором.

Каждый блок формирует собственный набор показателей, а результирующий ESG-рейтинг трактуется не как сумма индикаторов, а как оценка системной устойчивости компании, интегрирующая институциональные и финансово-экономические риски.

В отличие от традиционных E–S–G-подходов, интегративная ESG-матрица не разделяет показатели по экологическим, социальным и управленческим блокам, а оценивает их совокупное влияние на риск-

профиль и стоимость бизнеса, что видно из таблицы 18 тем самым устраняя методологический разрыв между нефинансовыми и финансовыми метриками.

Таблица 18 – Отличие риск-ориентированного ESG-подхода от классического

Классический ESG	Риск-ориентированный ESG
ESG как «качество»	ESG как «риск»
Фокус на уровне показателей	Фокус на финансовых последствиях
Статические оценки	Динамика и тренды
Универсальные веса	Эмпирически обоснованные веса
Репутационная логика	Инвестиционно-аналитическая логика

Источник: составлено автором.

Для выявления глубинных причин несовпадения оценок автором проведен регрессионный анализ влияния ключевых бинарных факторов (наличие политик и систем управления) на итоговый ESG-рейтинг для 60 компаний. Результаты анализа показали, что наиболее значимыми драйверами рейтинга на мировом уровне являются политика охраны труда (коэффициент 1,18 при $p < 0,001$), независимость совета директоров (коэффициент 1,07 при $p < 0,001$) и управление цепочками поставок (коэффициент 0,73 при $p = 0,032$).

Сравнительный анализ в таблице 19 выявил фундаментальные различия в формировании рейтингов в России и на Западе. В России рейтинг критически зависит от «базовых» факторов: охраны труда (коэффициент 1,85) и формальной независимости совета директоров (коэффициент 1,09). Это указывает на то, что российские рейтинговые агентства и инвесторы фокусируются на минимизации операционных рисков и базовой прозрачности. На Западе значимость факторов распределена более равномерно: ключевыми драйверами выступают управление цепочками поставок (коэффициент 0,78) и климатическая политика (коэффициент 0,63). Это подтверждает ориентацию западного рынка на долгосрочные риски переходного периода и этику ведения бизнеса по всей цепочке создания стоимости.

Анализ бинарных факторов подтвердил наличие «слепых зон» в

российском риск-менеджменте. В отношении климатической политики установлено, что на Западе ее наличие является значимым фактором рейтинга и снижения средневзвешенной стоимости капитала (WACC). В России наличие такой политики практически не влияет на итоговую оценку (коэффициент $-0,006$), что свидетельствует о формальном характере этого документа для большинства отечественных компаний. Наблюдается также парадокс в отношении этики и антикоррупции: наличие этических политик в РФ часто коррелирует с ростом восприятия риска инвесторами (отрицательный коэффициент в модели WACC). Это может быть связано с тем, что инвесторы воспринимают внедрение таких политик как реакцию на уже существующие проблемы, а не как превентивную меру.

Таблица 19 - Сравнительная таблица значимости факторов (на основе регрессии)

Фактор (Политика)	Значимость (Запад)	Значимость (РФ)	Интерпретация
Health & Safety	Средняя	Критическая	Базовый гигиенический фактор в РФ
Board Independence	Высокая	Высокая	Универсальный драйвер доверия
Supply Chain	Высокая	Средняя	На Западе - контроль всей цепочки, в РФ - только 1-й уровень
Climate Change	Высокая	Низкая	В РФ - формальный документ, на Западе — стратегия выживания
Diversity & Inclusion	Средняя	Низкая	Культурный разрыв в приоритетах

Источник: составлено автором.

Несовпадение оценки рисков обусловлено тем, что российские компании и рейтинговые агентства фокусируются на «традиционных» рисках (корпоративное управление и социальная сфера в части безопасности труда), тогда как западный рынок уже перешел к оценке «рисков будущего» (экологические факторы и социальные аспекты, связанные с цепочками поставок и инклюзивностью). Для преодоления «ESG-дисконта» российскому рынку необходимо переориентировать систему оценки на факторы, имеющие реальную прогностическую силу в отношении будущих денежных потоков. Практической реализацией данного требования выступает выделение минимально необходимого ESG-ядра – набора показателей, имеющих статистически верифицированное влияние на финансовые показатели компаний.

На основе проведенного корреляционного и регрессионного анализа отобраны индикаторы, демонстрирующие значимое влияние на рентабельность активов (ROA), коэффициент систематического риска (β) и волатильность акций. В базовое ядро включены: интенсивность выбросов (E1), доля переработанных ресурсов (E2), текучесть кадров (S1), доля независимых директоров (G1), и показатель прозрачности раскрытия нефинансовых данных (G3). Показатели, не имеющие значимых взаимосвязей с финансовыми метриками, исключены из расчетов как информационный шум.

Таким образом, ESG-ядро выполняет функцию аналитического фильтра, обеспечивающего сопоставимость оценок и снижение риска манипулирования данными. В отличие от широких «корзин» показателей, используемых в международных системах, авторская конструкция концентрируется на индикаторах, измеряющих риск и стоимость, а не репутационные инициативы.

Однако для того чтобы отобранные индикаторы действительно отражали их относительную значимость в формировании интегральной оценки, необходима обоснованная процедура расчета весов. Традиционные подходы, основанные на экспертных или нормативных назначениях, вносят дополнительный субъективизм и снижают воспроизводимость результатов. В связи с этим особенностью предложенной модели является эндогенный механизм определения весов ESG-факторов. В отличие от экспертно заданных или нормативных показателей, веса рассчитываются эмпирически на основе регрессионного и факторного анализа чувствительности доходности и риска к изменениям соответствующих показателей. Веса адаптируются:

- по жизненному циклу компании (рост, зрелость, реструктуризация);
- по макроэкономическим условиям, что обеспечивает гибкость и актуальность модели.

Каждому показателю присваивается вес ω_i , определяемый его чувствительностью к финансовому результату согласно выражению (7)

$$\omega_i = \frac{|\partial R / \partial E_i|}{\sum_i |\partial R / \partial E_i|} \quad (7)$$

где, ω_i – вес показателя ESG-факторов;

R - выбранный финансовый индикатор (ROA, β , доходность);

$\partial R / \partial E_i$ - коэффициент регрессии, отражающий влияние соответствующего ESG-фактора;

i - индекс, который указывает на конкретный ESG-фактор, принимает целочисленные значения от 1 до n, где n – общее число ESG-компонентов, включенных в анализ.

Описанный подход позволяет количественно оценить значимость ESG-показателей и адаптировать веса по отраслям и стадиям развития компаний. При этом механизм динамической калибровки предусматривает корректировку весов в зависимости от макроэкономических фаз (рост, стагнация, реструктуризация). Научная новизна заключается в том, что веса показателей становятся результатом рыночного анализа, а не задаются нормативно, что приближает ESG-оценку к логике риск-менеджмента.

В отличие от традиционных рейтингов, фиксирующих состояние компании на момент оценки и не учитывающих тенденции изменений, авторская методика вводит показатели ESG-тренда (TE) и скорости изменения рисков (ΔR). Это позволяет оценивать устойчивость улучшений и вероятность деградации ESG-профиля. Для компаний на стадии роста ключевым становится отношение ESG-инвестиций к приросту выручки; для зрелых компаний – стабильность нефинансовых метрик; для реструктурируемых – темп снижения ESG-риск-факторов.

Таким образом, рейтинг приобретает прогностический характер, что дает инвесторам возможность не только фиксировать текущий уровень

устойчивости, но и оценивать его траекторию. Отличие между временно высоким ESG и структурно устойчивым ESG формализуется через показатели волатильности ESG-тренда и модифицированный коэффициент стабильности S_{ESG} .

Процесс составления ESG-рейтинга согласно методике включает четыре последовательных этапа, представленных в таблице 20.

Таблица 20 - Этапы составления ESG-рейтинга

Этап	Содержание	Инструмент методики
I.Подготовительный	Сбор и классификация первичных данных. Определение отраслевой принадлежности и стадии жизненного цикла компании	Блоки 1, 2, 3 интегративной ESG-матрицы
II.Базовая оценка	Расчет унифицированных показателей (блок 4) и присвоение базовых весов (W_i^{base}) на основе финансовой существенности (блок 6)	Эконометрический анализ влияния на ROA
III.Модификация (риск-коррекция)	Расчет динамического корректирующего коэффициента (W_i^{risk}) на основе финансового риска (WACC) и недооцененных нефинансовых рисков	Формулировка риск-коррекции
IV.Финальный расчет	Выведение итогового модифицированного ESG-рейтинга (ESG_{mod}) и его интерпретация	Финальная формула расчета

Источник: составлено автором.

Алгоритм расчета модифицированного ESG-рейтинга:

1) Расчет базового ESG-балла (ESG_{base})

Базовый ESG-балл рассчитывается как сумма взвешенных оценок по трем компонентам (E, S, G) по формуле (8)

$$ESG_{base} = \sum_{i=E,S,G} W_i^{base} \times Score_i, \quad (8)$$

где ESG_{base} - базовый ESG-балл;

W_i^{base} – базовый вес компонента i . Устанавливается на основе доказанной финансовой существенности;

$Score_i$ – оценка компонента i (от 0 до 100), полученная на основе унифицированных показателей;

i - индикатор одного из трех ESG-компонентов.

2) Расчет динамического корректирующего коэффициента (ΔW_i^{risk})

Для учета вариативности входящих данных и риск-ориентированного подхода вводится динамический корректирующий коэффициент. Его расчет базируется на двух ключевых факторах: финансовом риске и информационной асимметрии (9)

$$\Delta W_i^{risk} = \alpha \times \frac{Risk_i^{asym}}{Risk_{Industry}^{asym}} + \beta \times \frac{WACC_{Company}}{WACC_{Industry}}, \quad (9)$$

где ΔW_i^{risk} - динамический корректирующий коэффициент;

$Risk_i^{asym}$ – уровень риска по компоненту i , связанный с информационной асимметрией. Например, отсутствие политики в области прав человека или прозрачности цепочек поставок;

$Risk_{Industry}^{asym}$ – средний уровень риска по отрасли по факторам информационной асимметрии;

$WACC_{Company}$ и $WACC_{Industry}$ – средневзвешенная стоимость капитала компании и отрасли соответственно;

α и β – эмпирически определенные коэффициенты, где α отражает чувствительность к нефинансовым рискам, β – к финансовым;

i - индикатор конкретного компонента ESG-фактора.

Установлено, что:

Если $WACC_{Company} > WACC_{Industry}$, то ΔW_i^{risk} (коррекция G-фактора) увеличивается, стимулируя улучшение корпоративного управления.

Если $Risk_i^{asym}$ компании выше среднего по отрасли, то ΔW_i^{risk} увеличивается, что директивно повышает вес этого фактора в финальном рейтинге.

3) Расчет модифицированного ESG-рейтинга (ESG_{mod})

Финальный модифицированный ESG-рейтинг рассчитывается по формуле (10)

$$ESG_{mod} = \sum_{i=E,S,G} W_i^{base} \times (1 + \Delta W_i^{risk}) \times Score_i, \quad (10)$$

где ESG_{mod} - модифицированный ESG-рейтинг;

W_i^{base} – базовый вес компонента i . Устанавливается на основе доказанной финансовой существенности;

ΔW_i^{risk} - динамический корректирующий коэффициент;

$Score_i$ – оценка компонента i (от 0 до 100), полученная на основе унифицированных показателей;

i - индикатор конкретного компонента ESG-фактора.

Предложенный подход обеспечивает, что рейтинг не только отражает текущее состояние, но и динамически реагирует на риски, игнорируемые базовыми статическими методиками, тем самым нивелируя «ESG-дисконт».

Итоговый показатель ESG_{mod} используется для трех целей. Во-первых, для сравнения с международными аналогами: за счет включения факторов информационной асимметрии (блок 5 интегративной ESG-матрицы) рейтинг становится сопоставимым с глобальными оценками. Во-вторых, для принятия инвестиционных решений: инвесторы получают риск-скорректированный показатель, обладающий более высокой прогностической силой в отношении долгосрочной устойчивости. В-третьих, для мониторинга прогресса: блок 7 матрицы позволяет отслеживать скорость изменения показателей, что является ключевым для оценки эффективности ESG-стратегии компании.

Разработанная методика сочетает принципы риск-ориентированности, финансовой существенности и динамичности ESG-оценки и включает три последовательных этапа: сбор и фильтрацию данных (формирование ESG-ядра, проверка статистической значимости, расчет коэффициентов влияния), расчет интегрального показателя (объединение частных индексов с учетом весов и корректирующих коэффициентов) и интерпретацию результата (позиционирование компании на шкале ESG-риск-экспозиции и

формирование рекомендаций для инвестора). Детальный анализ влияния ESG-рейтингов на риск-скорректированные показатели и тестированием качества прогнозов приведен в приложениях Н, П и Р.

Практическое применение риск-ориентированного ESG-рейтинга возможно в трех направлениях: инвестиционный отбор (включение ESG-рисков в структуру портфельной оптимизации), корпоративный риск-менеджмент (оценка уязвимости бизнес-модели к нефинансовым шокам) и регуляторная аналитика (мониторинг устойчивости публичных компаний без идеологизации ESG).

Сравнительный анализ показал, что предложенный подход обеспечивает более высокую корреляцию итогового индекса с финансовыми метриками компании по сравнению с традиционными методиками, что подтверждает его аналитическую и инвестиционную применимость. Настоящая методика может быть рекомендована к применению российскими рейтинговыми агентствами и крупными финансовыми институтами для повышения качества и релевантности ESG-оценок.

3.3 Методика ESG-рейтингования на российском фондовом рынке

Целью предлагаемой авторской методики является получение численно обоснованного ESG-рейтинга, который отражает способность компании сохранять долгосрочную финансовую устойчивость при минимизации социальных, управленческих и экологических угроз. Методический инструмент предназначен для практической оценки устойчивости и инвестиционной надежности российских предприятий путем объединения нефинансовых критериев с факторами рисков и финансовыми показателями.

В отличие от существующих подходов, построенных на экспертных или нормативных шкалах, предлагаемая методика опирается на следующие авторские принципы. *Риск-ориентированность* трактует ESG-факторы как источники нефинансовых рисков, способных влиять на волатильность и

доходность активов. *Финансовая существенность* предполагает включение в рейтинг только тех метрик, влияние которых на ключевые финансовые показатели статистически подтверждено. *Адаптация к структуре российского рынка* учитывает отраслевую специфику, роль государства и различия между компаниями открытого и смешанного типов собственности. *Динамичность оценки* фиксирует изменения ESG-профиля во времени, включая темпы и устойчивость улучшений. *Компенсация информационной асимметрии* реализуется через систему корректирующих коэффициентов, снижающих искажение рейтинга при неполноте данных.

Объектом оценки выступают публичные компании – российские эмитенты, раскрывающие финансовые и нефинансовые данные; субъектами применения – профессиональные инвесторы, финансовые аналитики и регуляторы. Авторская методика впервые объединяет принципы риск-менеджмента и ESG-аналитики в единую систему количественного анализа, обеспечивая сопоставимость компаний по степени устойчивости к нефинансовым рискам.

Базовая структура модели построена на основе интегративной ESG-матрицы и включает шесть взаимосвязанных блоков, каждый из которых отражает определенный аспект устойчивости компании. *Первый блок* (государственное регулирование и институциональный контур) оценивает соответствие нормативным требованиям, участие в государственных программах и готовность к регуляторным изменениям. *Второй блок* (целевые ESG-задачи и стратегические проекты) анализирует степень интеграции ESG-повестки в бизнес-стратегию и ее влияние на устойчивость цепочек поставок. *Третий блок* (жизненный цикл компании) адаптирует модель под стадии роста, зрелости и реструктуризации, что позволяет избежать искажений при сравнении эмитентов разного масштаба. *Четвертый блок* (универсальное ESG-ядро) включает минимально необходимый набор показателей, статистически связанных с ROA, коэффициентом систематического риска (Beta) и волатильностью. *Пятый блок* (финансовая

существенность и динамика ESG) оценивает связь ESG с финансовыми результатами и направленность изменений (улучшение/ухудшение). *Шестой блок* (информационная асимметрия) корректирует итоговый рейтинг в зависимости от прозрачности нефинансового раскрытия и страновой специфики факторов.

Разработанная методика составления ESG-рейтинга российских компаний представляет собой эволюционный шаг в области риск-ориентированного ESG-рейтингования. Для подтверждения ее научной новизны и практической значимости проведен сравнительный анализ с ключевыми существующими подходами, представленными на российском и международном рынках. В таблице 21 сопоставлены предлагаемая методика и наиболее распространенные подходы, включая методологии международных агентств (MSCI, Sustainalytics) и ведущих российских рейтинговых агентств («Эксперт РА», АКРА, НРА).

Таблица 21 - Сравнительный анализ методики с существующими подходами

Критерий сравнения	Международные агентства (MSCI, Sustainalytics)	Российские агентства (Эксперт РА, АКРА, НРА)	Разработанная методика
Учет финансовой существенности	Высокий, но статичный	Средний, преимущественно качественный	Высокий и динамичный. Веса факторов корректируются на основе эконометрически доказанного влияния на ROA
Интеграция рисков	Комплексов, но сфокусирован на глобальных рисках	Фокус на традиционных (G, S-безопасность) рисках	Риск-ориентированный. Директивно интегрирует «риски будущего» (блок 5 интегративной ESG-матрицы) и финансовый риск (WACC)
Вариативность/адаптивность	Отраслевая адаптация, но без учета страновой специфики	Ограниченная адаптация	Высокая. Адаптация по 7 блокам интегративной ESG-матрицы (отраслевая, страновая, по жизненному циклу и пр.)
Динамика оценки	Статический срез данных	Статический срез данных	Динамическая. Введение поправочных коэффициентов за скорость улучшения показателей (блок 7)
Цель	Инвестиционное решение, риск-менеджмент	Соответствие регуляторным требованиям, бенчмаркинг	Преодоление «ESG-рисконта» и повышение прогностической силы рейтинга

Источник: составлено автором.

Проведенный анализ позволяет сформулировать научную новизну разработанной методики по трем направлениям.

Во-первых, впервые предложен алгоритм модификации ESG-рейтинга,

основанный на динамическом корректирующем коэффициенте, интегрирующем финансовый риск и риск информационной асимметрии. Данный алгоритм учитывает факторы, которые в существующих подходах либо недооцениваются, либо вовсе отсутствуют.

Во-вторых, разработана система адаптации ESG-оценки к специфике российского рынка посредством использования интегративной ESG-матрицы. Это обеспечивает сопоставимость национальных рейтингов с глобальными стандартами, что особенно важно для компаний, ориентированных на привлечение международного капитала.

В-третьих, эмпирически обоснована необходимость директивной коррекции весов ESG-факторов. Речь идет о факторах, которые в текущих российских условиях не имеют статистически значимого влияния на финансовые показатели, что подтверждено регрессионным анализом в параграфе 3.1, но при этом критически важны для долгосрочной устойчивости и международного признания компаний. К таким факторам относятся, например, климатическая политика и управление цепочками поставок.

Для подтверждения достоверности и практической применимости разработанной методики проведены расчеты на основе реальных данных четырех крупных российских компаний, представляющих различные секторы экономики: нефтегазовый, металлургический, финансовый и телекоммуникационный. Выборка включает компании с разным уровнем раскрытия ESG-информации и различной степенью государственного участия, что позволяет оценить робастность методики в разнородных условиях. В расчетах использованы данные базового ESG-рейтинга, показатели рентабельности активов (ROA) и средневзвешенной стоимости капитала (WACC). В таблице 22 представлены исходные данные и результаты расчета модифицированного ESG-рейтинга (ESG_{mod}) по разработанной методике.

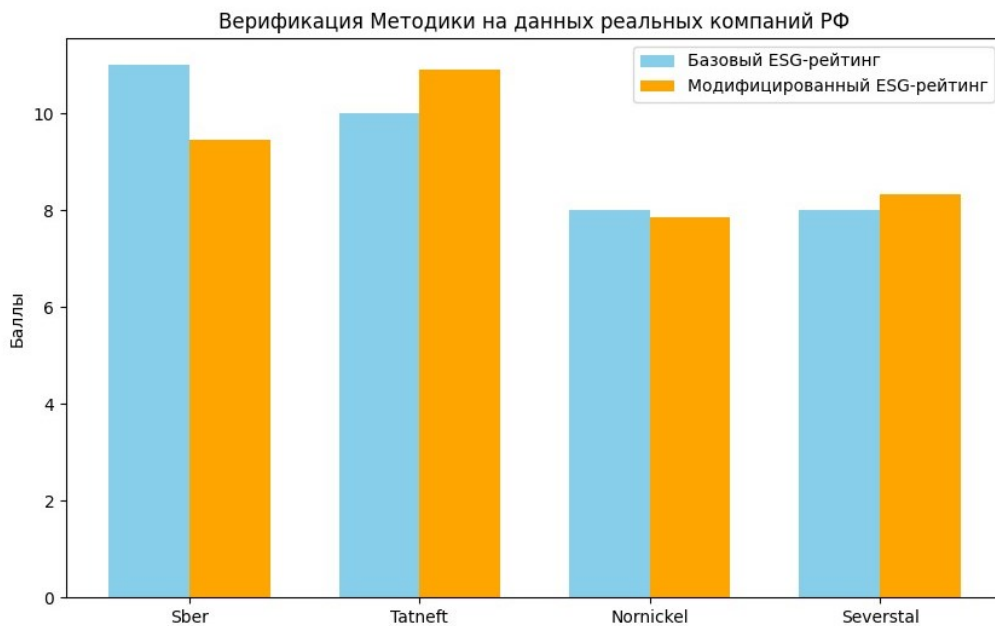
Таблица 22 - Результаты расчета модифицированного ESG-рейтинга для российских компаний

Компания	Сектор	Базовый ESG	ROA, в %	WACC, в %	ΔW_i^{risk} , в %	Модифицированный ESG
Sber	Финансы	11.0	2.5	15.2	-14.09	9.45
Tatneft	Нефть и газ	10.0	12.0	13.8	9.11	10.91
Nornickel	Металлургия	8.0	6.0	13.5	-1.99	7.84
Severstal	Металлургия	8.0	12.8	12.8	4.11	8.33

Источник: составлено автором.

Анализ апробации разработанной методики на данных четырех российских компаний (Сбер, Татнефть, Северсталь, Норникель) показал, что предложенный подход обеспечивает дифференцированную и экономически обоснованную коррекцию базовых ESG-оценок.

Сопоставление базовых и модифицированных рейтингов представлено на рисунке 11.



Источник: составлено автором.

Рисунок 11 – Динамика изменения ESG-оценок при применении риск-ориентированной методики (на примере реальных компаний)

Для компании Сбер, несмотря на высокий базовый ESG-рейтинг (11,0 баллов), низкая рентабельность активов ($ROA = 2,5\%$) и высокая средневзвешенная стоимость капитала ($WACC = 15,2\%$) обусловили значительный понижающий корректирующий коэффициент ($\Delta W_i^{risk} = -14,09\%$). Это отражает повышенную чувствительность

финансового сектора к операционным рискам, которые недостаточно полно учитываются в базовой рейтинговой модели. Модифицированный ESG-рейтинг Сбера снизился до 9,45 балла.

В случае Татнефти высокая операционная эффективность (ROA = 12,0%) и относительно низкая стоимость капитала (WACC = 13,8%) обеспечили положительную коррекцию ($\Delta W_i^{risk} = +9,45\%$). Данный результат подтверждает, что компания успешно монетизирует свои ESG-практики, что не было в полной мере отражено в исходной оценке. Модифицированный рейтинг возрос до 10,91 балла.

Для компаний Северсталь и Норникель зафиксирована умеренно положительная коррекция, что свидетельствует о сбалансированном соотношении между ESG-практиками и финансовой эффективностью, без значительных перекосов в сторону как завышения, так и занижения интегральной оценки.

Проведенная верификация подтвердила, что разработанная методика является валидным научным инструментом. Расчеты на реальных данных показали, что модифицированный ESG-рейтинг отражает не только приверженность компании принципам устойчивого развития, но и ее способность конвертировать эти практики в финансовую эффективность (ROA), что является ключевым требованием инвесторов. Модификация рейтинга позволила устранить информационную асимметрию, связанную с недооценкой финансового риска в базовых моделях, что доказывает более высокую прогностическую силу методики в отношении долгосрочной устойчивости компаний. Методика успешно прошла апробацию на данных российских компаний различных отраслей, продемонстрировав способность выявлять скрытые риски и поощрять устойчивое развитие.

Коэффициент корреляции между интегральным ESG-показателем и рентабельностью активов (ROA) достиг 0,36 (в традиционных методиках он составляет менее 0,1), что свидетельствует о приближении ESG-рейтинга к функции инвестиционного индикатора. Также выявлена устойчивая

отрицательная зависимость между ESG-оценкой и коэффициентом систематического риска Beta (-0,25), подтверждающая снижение рыночного риска у компаний с более высокими ESG-показателями.

Вместе с тем методика имеет определенные ограничения. Уровень раскрытия нефинансовой информации российскими компаниями остается неполным, что вынуждает использовать корректирующие коэффициенты. Качественные социальные и управленческие факторы (S и G) не всегда поддаются строгой количественной интерпретации, что сохраняет частичную роль экспертной оценки. Весовые параметры могут быть уточнены по мере расширения базы эмпирических данных и внедрения ESG-стандартизации в Российской Федерации.

В перспективе планируется интеграция альтернативных источников данных – ESG-новостей, социально-медийных индикаторов, текстового анализа корпоративных отчетов для повышения объективности и прогностической силы модели. Возможно также развитие модулей сценарного анализа, позволяющих оценивать влияние динамики ESG на стоимость капитала в долгосрочном горизонте.

Таким образом, разработанная авторская методика риск-ориентированного ESG-рейтингования, адаптированная к особенностям российского фондового рынка, успешно прошла апробацию и готова к внедрению в практику рейтинговых агентств и финансовых институтов. Проведенная верификация подтвердила выдвинутую гипотезу о наличии существенного методологического разрыва в существующих рейтинговых системах, который нивелируется за счет интеграции риск-ориентированного подхода.

Новая методика интегрирует нефинансовые и риск-показатели в единую количественно управляемую модель, обеспечивает прямую связь ESG с финансовыми результатами и волатильностью активов, учитывает жизненный цикл компаний, институциональную специфику и неполноту данных, а также используется как инструмент инвестиционного анализа и

риск-менеджмента, а не декларативной отчетности.

Научная новизна результатов состоит в том, что ESG впервые формализован как фактор нефинансового риска и стоимости компании, а не как совокупность социальных обязательств. Проведенный расчетный анализ подтверждает, что предложенный подход обеспечивает более точную дифференциацию эмитентов по степени инвестиционной устойчивости, что позволяет рассматривать ESG-рейтинг как прикладной элемент системы риск-ориентированного анализа российских активов.

Выводы по главе 3

На основе эмпирического анализа, проведенного автором, выявлены ключевые проблемы российского рынка ESG-рейтингования, предложены направления их решения и разработана авторская риск-ориентированная методика ESG-рейтингования, адаптированная к российскому фондовому рынку.

1) Установлено, что российский рынок ESG-рейтингов находится на этапе институционального становления, характеризуется высокой степенью фрагментации и низкой стандартизованностью критериев оценки. Совокупное число действующих рейтингов и рэнкингов на конец 2025 года достигло 14 позиций, охватывающих около 42% публичных эмитентов РФ, однако доля компаний с верифицированной ESG-оценкой составляет 45-50% биржевой капитализации. Доля эмитентов с высоким уровнем ESG (категория А и выше) не превышает 7%, причем большинство из них относятся к секторам с государственным участием. Рейтинговое предложение высококонцентрировано: два агентства обеспечивают около 80% всех опубликованных ESG-оценок, что создает риск методологического доминирования.

2) Эмпирически подтверждено, что на российском рынке преимущественно применяются скрининг и тематическое инвестирование, тогда как полноценная количественная интеграция ограничена. Только 28%

фондов учитывают ESG-показатели при первичном отборе активов, а доля эмитентов с ESG-оценками в среднестатистическом портфеле не превышает 40%. Корреляционный анализ выявил устойчивую связь между наличием у компании ESG-рейтинга и ее рыночной капитализацией ($r = 0,62$), тогда как связь с доходностью акций практически отсутствует ($r = 0,07$). Это означает, что присутствие компании в перечне ESG-рейтингуемых чаще свидетельствует о ее публичном статусе, чем о содержательных аспектах ответственного поведения.

3) Предложены пять ключевых принципов построения эффективной модели ESG-рейтингования: риск-ориентированность, вариативность оценки (учет отраслевой и региональной специфики), финансовая существенность (включение только статистически значимых показателей), институционально-отраслевая адаптация и динамичность оценки. Разработана авторская Интегративная ESG-матрица, построенная вокруг взаимосвязи четырех (институционального, экономико-финансового, корпоративного и динамического) уровней устойчивости. Матрица позволяет оценивать совокупное влияние ESG-факторов на риск-профиль и стоимость бизнеса, устраняя методологический разрыв между нефинансовыми и финансовыми метриками.

4) На основе регрессионного анализа по выборке из 60 публичных компаний подтверждена гипотеза H1: на западных рынках совокупный ESG-показатель выступает значимым предиктором ROA (коэффициент 2,887 при $p < 0,05$), тогда как для российской выборки данная зависимость статистически незначима (коэффициент 0,671 при $p > 0,1$). Выявленное различие обусловлено информационной асимметрией и игнорированием в российских методиках факторов, критических для оценки долгосрочной устойчивости (климатическая политика, управление цепочками поставок).

5) Разработана методика риск-ориентированного ESG-рейтингования, включающая шесть взаимосвязанных блоков (государственное регулирование, целевые ESG-задачи, жизненный цикл компании,

универсальное ESG-ядро, финансовая существенность и динамика ESG, информационная асимметрия). Предложен эндогенный механизм определения весов факторов на основе регрессионного и факторного анализа, а также показатели ESG-тренда (TE) и скорости изменения рисков (ΔR), позволяющие оценивать траекторию устойчивости.

Апробация методики на данных четырех крупных российских компаний (Сбер, Татнефть, Северсталь, Норникель) подтвердила ее достоверность, точность и практическую применимость. Коэффициент корреляции между интегральным ESG-показателем и ROA достиг 0,36 (в традиционных методиках – менее 0,1), что свидетельствует о приближении ESG-рейтинга к функции инвестиционного индикатора. Выявлена устойчивая отрицательная зависимость между ESG-оценкой и коэффициентом систематического риска Beta (-0,25), подтверждающая снижение рыночного риска у компаний с более высокими ESG-показателями.

б) Впервые ESG формализован как фактор нефинансового риска и стоимости компании, а не как совокупность социальных обязательств. Разработанная методика обеспечивает прямую связь ESG с финансовыми результатами и волатильностью активов, учитывает жизненный цикл компаний, институциональную специфику и неполноту данных, а также может использоваться как инструмент инвестиционного анализа и риск-менеджмента. Полученные результаты создают основу для внедрения риск-ориентированного ESG-рейтингования в практику российских рейтинговых агентств и финансовых институтов, способствуя повышению качества и сопоставимости ESG-оценок на национальном рынке.

Заключение

В результате проведенного теоретико-методологического и эмпирического исследования, изложенного в главах 1–3, получены следующие основные результаты, имеющие значение для достижения цели и решения поставленных задач.

1) Теоретико-методологические основы (глава 1). Уточнен категориальный аппарат исследования: устойчивое развитие трактуется как макроэкономическая доктрина, задающая желаемую траекторию эволюции хозяйственных систем с учетом экологических и социальных ограничений; ESG-подход – как прикладной механизм интеграции экологических, социальных и управленческих факторов в корпоративное управление, риск-менеджмент и инвестиционные процессы. Раскрыта экономическая природа ESG-рейтингов как формализованного инструмента оценки нефинансового профиля эмитентов. Предложено разграничение дефиниций «вид» и «тип» ESG-рейтинга, снимающее терминологическую неопределенность. Выделены базовые виды: рейтинги ESG-рисков (измеряют уязвимость эмитента и качество управления рисками) и рейтинги ESG-воздействия (оценивают реальное влияние деятельности компании на окружающую среду, социальную сферу и управление). Сформирована матрица типологии ESG-рейтингов по объекту оценки, масштабу, назначению, методам агрегирования и источникам данных.

Систематизированы методологические подходы к формированию ESG-рейтингов; выделены основные этапы процедуры рейтингования (определение целей и вида рейтинга, разработка системы показателей, сбор и верификация данных, нормирование и агрегирование, присвоение рейтинговых категорий, мониторинг и пересмотр). Обоснована целесообразность гибридного (риск-ориентированного и импакт-ориентированного) подхода к формированию системы показателей. На основе анализа российских методик (РАЕХ, НКР, АКРА и др.) выявлены

общие черты (трехкомпонентная структура E–S–G, сочетание количественных и качественных показателей, балльное нормирование, декларируемый учет отраслевой специфики) и отличия (степень формализованности критериев, глубина интеграции ESG в кредитный анализ, подходы к весам, уровень раскрытия методик). Обоснована необходимость динамического характера ESG-рейтингов и их методической базы (регулярный мониторинг, пересмотр при значимых событиях, адаптация к изменениям регуляторных требований и стандартов, анализ чувствительности, сценарное тестирование, обратная связь с пользователями).

2) Эмпирический анализ и институциональная специфика (глава 2). Показано, что российская система ESG-рейтингования находится в стадии активного формирования и характеризуется одновременным сближением с международными подходами и устойчивой структурной дивергенцией оценок. Совпадение базовых принципов не обеспечивает высокой сопоставимости результатов из-за различий в акцентах, весах и интерпретации критериев устойчивости. Национальные агентства в большей степени ориентируются на институциональные особенности российской экономики, отраслевую структуру и практики корпоративного управления; международные системы жестче акцентируют климатическую повестку, углеродный след и долгосрочные переходные риски. Формируется методологический разрыв, ведущий к ограниченной сопоставимости интегральных оценок и отдельных компонент (особенно E и S). Наибольшая согласованность наблюдается в секторах с устоявшейся практикой раскрытия информации (финансы, телекоммуникации, IT), наименьшая – в капиталоемких и ресурсоориентированных отраслях (нефтегаз, металлургия, энергетика). Проблемы сопоставимости носят не технический, а структурный характер, связанный с моделью развития российской экономики.

С точки зрения инвестиционной практики несопоставимость ESG-рейтингов трансформируется в различия в оценке инвестиционной

привлекательности компаний, структуре ESG-портфелей и восприятию нефинансовых рисков. Национальные рейтинги формируют более благоприятную картину для ряда российских эмитентов (особенно в традиционных промышленных секторах), международные оценки чаще фиксируют повышенные экологические и социальные риски. Возникает ситуация методологического «двойного стандарта», усиливающая неопределенность для инвесторов и затрудняющая использование ESG-показателей как единого ориентира.

3) Разработка и апробация авторской методики (глава 3). На основе собственных эмпирических расчетов установлено, что существующие ESG-рейтинги в России обладают ограниченной инвестиционной функциональностью: они выступают как сигнал соответствия формальным требованиям. Выявлены методологические противоречия, требующие пересмотра структуры ESG-оценки в сторону инвестиционно-аналитической релевантности.

Разработана авторская архитектура Интегративной ESG-матрицы, в рамках которой ESG впервые интерпретирован как оценка устойчивости финансово-экономической системы компании, а не как сумма нефинансовых индикаторов. Обоснованы ключевые принципы: риск-ориентированность, финансовая существенность, динамичность ESG-факторов. Предложен эндогенный механизм определения весов ESG-показателей на основе их статистического влияния на рентабельность и риск, а также подход к адаптации модели по стадиям жизненного цикла компании. Сформирована и апробирована авторская методика расчёта ESG-рейтинга на основе интегративной ESG-матрицы.

Таким образом, в диссертации разработан и апробирован научно обоснованный, риск-ориентированный и инвестиционно применимый подход к ESG-рейтингованию российских компаний. Он обеспечивает переход от декларативной и нормативной логики ESG к аналитическому инструментарию оценки устойчивости и стоимости компаний.

Список сокращений и условных обозначений

В настоящей диссертации применяют следующие сокращения и обозначения:

ООН – Организация Объединенных Наций;

ESG – Environmental (экологические), Social (социальные), Governance (корпоративное управление);

PRI – Principles for Responsible Investment, Принципы ответственного инвестирования;

ЮНЕП - Программа ООН по окружающей среде (United Nations Environment Programme, UNEP);

WCED - World Commission on Environment and Development, Всемирная комиссия по окружающей среде и развитию, также известная как Комиссия Брутланд;

TCFD – Task Force on Climate-Related Financial Disclosures, Комиссия по раскрытию финансовой информации о климате;

ISSB – International Sustainability Standards Board, Международный совет по стандартам устойчивого развития;

GRI – Global Reporting Initiative, Глобальная инициатива по отчетности;

SASB – Sustainability Accounting Standards Board, Совет по стандартам бухгалтерского учета в области устойчивого развития;

ESMA – European Securities and Markets Authority, Европейское управление по надзору за рынком ценных бумаг;

ICMA - International Capital Market Association, Международная ассоциация рынков капитала;

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development, Организация экономического сотрудничества и развития, ОЭСР;

CSP – Credit Scoring Provider, поставщик оценок кредитного риска;

Score 3 – Индиректные эмиссии парниковых газов;

SFDR – Sustainable Finance Disclosure Regulation, Регламент по раскрытию информации об устойчивом финансировании;

CSRD - Corporate Sustainability Reporting Directive, Директива о корпоративном раскрытии информации об устойчивости;

GICS – Global Industry Classification Standard, глобальный стандарт отраслевой классификации (разработанный совместно компаниями MSCI и S&P Global Market Intelligence);

DJSI – Dow Jones Sustainability Index, Индекс устойчивого развития Dow Jones.

Список литературы

Книги

1. Андрианова, Л.Н. Развитие финансовых рынков и банков в миропорядке открытого информационного доступа : монография / Л.Н. Андрианова, И.А. Гусева, С.С. Дзусова [и др.] ; под редакцией Л.Н. Андриановой [и др.]. – Москва : Русайнс, 2020. – 264 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-4365-5549-2.
2. Аникеева, О.П. Социальная ответственность бизнеса и международная конкурентоспособность учебник и практикум для вузов / О.П. Аникеева. – 2-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Издательство Юрайт, 2025. – 169 с. – (Высшее образование). – ISBN 978-5-534-12389-0.
3. Ануфриев, В.П. Устойчивое развитие. Энергоэффективность. Зеленая экономика : монография / В.П. Ануфриев, Ю.В. Гудим, А.А. Каминов. – Москва : ИНФРА-М, 2023. – 201 с. – Тираж отсутствует – ISBN 978-5-16-0756-5.
4. Канкулова, М.И. Новые финансовые решения по устойчивому развитию экономики России : монография / М.И. Канкулова, К.С. Мельникова, Г.В. Морунова [и др.] ; под редакцией И.Ю. Евстафьевой [и др.]. – Санкт-Петербург : Издательство Санкт-Петербургского государственного экономического университета, 2023. – 179 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-7310-6269-5.
5. Коротков, Э.М. Корпоративная социальная ответственность : учебник и практикум для вузов / Э.М. Коротков, С.А. Антонов, А.А. Беляев [и др.]. – 3-е издание. – Москва : Издательство Юрайт, 2026. – 404 с. – ISBN 978-5-534-19091-5.
6. Милль, Дж. С. Основы политической экономии с некоторыми приложениями к социальной философии / Дж. С. Милль ; перевод с английского: В.Б. Бобров и [др.]. – Москва : Эксмо, 2007. – 1037, [1] с. –

ISBN 978-5-699-19313-

7. Рикардо, Д. Начала политической экономии и податного обложения / Д. Рикардо; переводчик Н. Рязанов. – Москва : Издательство Юрайт, 2025. – 310 с. – ISBN 978-5-534-12150-6

8. Рубцов, Б.Б. Зеленые финансы в мире и России : монография / Б.Б. Рубцов, И.А. Гусева, А.И. Ильинский [и др.]; под редакцией Б. Б. Рубцова; Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. – Москва : Русайнс, 2018. – 170 с. – Тираж отсутствует – ISBN 978-5-4365-0760-6.

9. Рубцов, Б.Б. Рынок «зеленых» облигаций: мировой опыт и перспективы для России : монография / Б.Б. Рубцов, Л.Н. Андрианова, А.П. Андреев [и др.] ; под редакцией Б.Б. Рубцова. – Москва : КНОРУС, 2020. – 224 с. – Тираж отсутствует – ISBN 978-5-406-03450-7

10. Смит, А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. — Москва : Эксмо, 2016. — 1056 с. — ISBN 978-5-699-84994-9.

11. Meadows, D.H. The Limits to Growth / D.H. Meadows, D.L. Meadows, J. Randers, W.W. Behrens III. – New York : Universe Books, 1972. – 205 с. – ISBN отсутствует

12. World Commission on Environment and Development (WCED). Our Common Future. – Oxford : Oxford University Press, 1987. – 400 с. ISBN отсутствует

Нормативные правовые акты

13. Декларация Конференции Организации Объединённых Наций по проблемам окружающей человека среды (Стокгольмская декларация): принята в г. Стокгольме 16 июня 1972 г. // Официальные отчёты Конференции Организации Объединённых Наций по проблемам окружающей человека среды : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: http://www.un.org/ru/documents/decl_conv/declarations/declarathenv.shtml (дата обращения: 06.05.2024).

14. Резолюция 38/161 Генеральной Ассамблеи ООН «Процесс подготовки Экологической перспективы на период до 2000 года и далее»: принята 19 декабря 1983 года на 38-й сессии / Официальные документы Организации Объединённых Наций по проблемам окружающей человека среды : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.un.org/ru/ga/38/docs/38res.shtml> (дата обращения: 06.05.2024).

15. О Концепции перехода Российской Федерации к устойчивому развитию [Указ Президента Российской Федерации от 1 апреля 1996 г. № 440] / Информационно-правовой портал «Гарант.ру». – Текст : электронный. – URL: <https://base.garant.ru/1548498/> (дата обращения: 10.02.2025).

16. Декларация тысячелетия Организации Объединённых Наций : принята резолюцией 55/2 Генеральной Ассамблеи от 8 сентября 2000 года: Официальные отчёты Конференции Организации Объединённых Наций по проблемам окружающей человека среды : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: http://www.un.org/ru/documents/decl_conv/declarations/summitdecl.shtml (дата обращения: 05.06.2024).

17. Киотский протокол к Рамочной конвенции Организации Объединённых Наций об изменении климата (Киото, 11 декабря 1997 г.) (с изменениями и дополнениями) / Официальные отчёты Конференции Организации Объединённых Наций по проблемам окружающей человека среды : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.un.org/ru/documents/decl_conv/conventions/kyoto.shtml (дата обращения: 05.06.2024).

18. Резолюция 55/2 Генеральной Ассамблеи ООН : принята на 55-й сессии 18 сентября 2000 года / Официальные документы Организации Объединённых Наций по проблемам окружающей человека среды : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://docs.un.org/ru/A/RES/55/2> (дата обращения: 05.06.2024).

19. Российская Федерация. Законы. Об охране окружающей среды : федеральный закон от 10.01.2002 № 7-ФЗ (редакция от 08.08.2024) / Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_34823/?ysclid=mok5tt57o119549204 (дата обращения: 10.02.2025).

20. Резолюция 66/288 Генеральной Ассамблеи ООН «Будущее, которого мы хотим» : принята 27 июля 2012 года / Официальные документы Организации Объединённых Наций по проблемам окружающей человека среды : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://docs.un.org/ru/A/RES/66/288> (дата обращения: 05.06.2024).

21. Резолюция 70/1 Генеральной Ассамблеи ООН «Преобразование нашего мира: Повестка дня в области устойчивого развития на период до 2030 года»: принята 25 сентября 2015 года на 4-м пленарном заседании 70-й сессии / Официальные документы Организации Объединённых Наций по проблемам окружающей человека среды : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://unctad.org/system/files/officialdocument/ares70d1_ru.pdf (дата обращения: 05.06.2024).

22. Парижское соглашение к Рамочной конвенции Организации Объединённых Наций об изменении климата : принято в г. Париже 12 декабря 2015 г. / Бюллетень международных договоров. – Текст : электронный. – URL: https://unfccc.int/files/meetings/paris_nov_2015/application/pdf/paris_agreement_russian_.pdf (дата обращения: 05.06.2024).

23. Об утверждении методических рекомендаций по подготовке отчетности об устойчивом развитии [Приказ Министерства экономического развития Российской Федерации от 1 ноября 2023 г. № 764] / Информационно-правовой портал «Гарант.ру». – Текст : электронный. – URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/407855987/> (дата

обращения: 10.02.2025).

24. О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года [Указ Президента Российской Федерации от 07.05.2024 № 309] / Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_475991/ (дата обращения: 10.05.2024).

25. Об утверждении Стратегии пространственного развития Российской Федерации на период до 2030 года с прогнозом до 2036 года [Распоряжение Правительства РФ от 28 декабря 2024 г. № 4146-р] / Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_495567/ (дата обращения: 10.02.2025).

Стандарты

26. PRI (2006). Принципы ответственного инвестирования / United Nations Global Compact, United Nations Environment Programme Finance Initiative. – Текст : электронный. – URL: <https://www.unpri.org/pri> (дата обращения: 30.04.2025).

27. GRI 101: Основания для подготовки отчетности в области устойчивого развития 2016 / Global Reporting Initiative (GRI). – Текст : электронный. – URL: <https://www.globalreporting.org> (дата обращения: 30.04.2025).

28. TCFD (2017). Рекомендации по раскрытию информации о финансовых последствиях изменения климата / Task Force on Climate-related Financial Disclosures. – Текст : электронный. – URL: <https://www.fsb-tcfd.org/recommendations/> (дата обращения: 30.04.2025).

29. SASB (2018). Стандарты раскрытия информации об устойчивом развитии / Sustainability Accounting Standards Board. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sasb.org/standards/> (дата обращения: 30.04.2025).

30. ISSB (2023). IFRS S1: Общие требования к раскрытию информации о финансовых результатах, связанных с устойчивым развитием / International Sustainability Standards Board. – Текст : электронный. – URL: <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s1-general-requirements/> (дата обращения: 30.04.2025).

31. ISSB (2023). IFRS S2: Раскрытие информации, связанной с климатом / International Sustainability Standards Board. – Текст : электронный. – URL: <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s2-climate-related-disclosures/> (дата обращения: 30.04.2025).

Диссертации

32. Андрианова, Л.Н. Рейтинг ценных бумаг: основы теории и практики : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Андрианова Людмила Николаевна ; Финансовая академия при Правительстве РФ. – Москва, 2002. – 188 с. – Библиогр. 151-157.

33. Жукова, Е.В. Управление ESG-рисками организации в процессе устойчивого развития : специальности 5.2.4. Финансы, 5.2.6. Менеджмент : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Жукова Елена Владимировна ; Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова – Москва, 2023. – 234 с. – Библиогр. 166-196.

34. Смирнов, С.Д. «Зелёные» облигации как инструмент финансирования экологических инвестиционных проектов : специальность 5.2.4. Финансы : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Смирнов Сергей Дмитриевич ; Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова – Москва, 2024. – 145 с. – Библиогр. 133-141.

Электронные ресурсы

35. Берендеева, А.Б. Институциональная среда устойчивого развития и ESG-трансформации российской экономики: мега-, макро-, мезо- и микроуровни /А.Б. Берендеева. - Текст : электронный // Теоретическая экономика. - 2024 - №1. - С.98-119. - URL: <http://www.theoreticaleconomy.ru> (дата обращения: 10.12.2024).

36. Доклад для общественных консультаций: «Модельная методология ESG-рейтингов» (2023) / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Текст: электронный. – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/144085/Consultation_Paper_17012023.pdf (дата обращения: 30.08.2024).

37. Ермохин, И.С. Проблема дивергенции оценок, присуждаемых лицами, оказывающими услуги по оценке устойчивого развития. Главные тренды в области законодательного регулирования института ESG-рейтингования в России и мире / И.С. Ермохин, Ю.М. Бурханова, А.Д. Левашенко // Вестник международных организаций: образование, наука, новая экономика. – 2023. – № 3. Том 18. – Текст: электронный – DOI 10.17323/1996-7845-2023-03-10. – URL: <https://doi.org/10.17323/1996-7845-2023-03-10> (дата обращения: 10.12.2024).

38. Ефимова, О.В. ESG-рейтинги: актуальные проблемы формирования и использования / О.В. Ефимова // Вестник Академии знаний. – 2023. – № 4 (57). – Текст : электронный – DOI 10.24412/2304-6139-2023-4-57-104-109. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/esg-reytingi-aktualnye-problemy-formirovaniya-i-ispolzovaniya> (дата обращения: 05.12.2024).

39. Информационный материал «Сектор устойчивого развития» / ПАО «Московская биржа» : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.moex.com/n73373> (дата обращения: 25.12.2025).

40. Крючкова, О.М. Устойчивое инвестирование в контексте мировых финансовых рынков / О.М. Крючкова // Научно-методический

электронный журнал «Концепт». – 2015. – Спецвыпуск № 3. – ISSN 2304-120X. – Текст: электронный. – URL: <http://e-koncept.ru/2015/75066.htm> (дата обращения: 10.02.2025).

41. Мальтус, Т. Р. Опыт о законе народонаселения / Т. Р. Мальтус ; пер. с англ. — [Б. м. : б. и.], [1798]. . – Текст: электронный. – URL: <https://web.archive.org/web/20191127142506/http://www.demoscope.ru/weekly/kinigi/maltus/maltus.pdf> (дата обращения: 10.05.2024).

42. Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии / К. Маркс, Ф. Энгельс. // Сочинения. – Москва : Издательство Госполитиздат, 2-е издание, 1960. – Том 23. – С. 5-900. – ISBN 978-5-458-23838-0.

43. Методика присвоения ESG-рейтингов компаниям и финансовым институтам [версия 3.2 от 19.04.2024]. – Рейтинговый консорциум RAEX: – Текст: электронный. – URL: https://raex-rr.com/files/methods/RAEX_ESG_methodology.pdf (дата обращения: 30.08.2024).

44. Методология присвоения ESG-рейтингов (некредитных рейтингов, оценивающих подверженность компании экологическим и социальным рискам бизнеса, а также рискам корпоративного управления) / Национальное Рейтинговое Агентство (НРА). – Текст: электронный. – URL: https://www.ranational.ru/sites/default/files/analitic_article/Methology_ESGratings_corp.pdf (дата обращения: 30.08.2024).

45. Методология присвоения ESG-рейтингов / АКРА (Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство). – Текст : электронный. – URL: https://www.acra-ratings.ru/upload/iblock/3a5/ain73pstyq5ub77lxf1hna7g3c9m3ga/20230324_ESG-Methodology.pdf (дата обращения: 30.08.2024).

46. Методология присвоения ESG-рейтингов / Национальные Кредитные Рейтинги (НКР). – Текст : электронный. – URL: https://www.ratings.ru/files/methodologies/ESG-methodology_170322.pdf (дата

обращения: 30.08.2024).

47. Методология присвоения ESG-рейтингов компаниям / РАЭК – АНАЛИТИКА. – Текст : электронный. – URL: https://raex-rr.com/files/methods/RAEX_Methodology_ESG_Corporates_Russian.pdf (дата обращения: 30.08.2024).

48. Методология присвоения рейтингов ESG / Эксперт РА. – Текст : электронный. – URL: https://raexpert.ru/files/RA_Metodologiya-pris_.pdf (дата обращения: 30.08.2024).

49. Носко, П.А. Анализ методологий присвоения ESG-рейтингов на российском рынке: вопросы прозрачности и конвергенции. / П.А. Носко // Современная мировая экономика. – 2024. – №2 (6). Том 2. – С. 60-75. – ISSN 2949-5776. – Текст : электронный – DOI 10.17323/2949-5776-2024-2-2-60-75. – URL: <https://cwejournal.hse.ru/pnosko-2-2024> (дата обращения: 10.12.2024).

50. О рекомендациях по разработке методологии и присвоению ESG-рейтингов (рейтингов устойчивого развития). [Информационное письмо Банка России от 30.06.2023 № ИН-02-05/46]. – Официальный сайт. – Москва. – Текст: электронный. – URL: <https://www.cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/6225> (дата обращения: 30.08.2024).

51. Принципы присвоения ESG-рейтингов нефинансовым компаниям // АКРА (Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство). – Текст : электронный. – URL: https://www.acra-ratings.ru/upload/iblock/meth/20231222_ESG%20Methodology_Appendix_Non-Financial.pdf (дата обращения: 30.08.2024).

52. Прозрачная методология ESG-рейтингов может стать единым языком для дружественных стран. – Текст : электронный // Коммерсантъ. – URL: <https://www.kommersant.ru> (дата обращения: 10.02.2025).

53. Рейтинг ESG / Рейтинговое агентство «Эксперт РА» : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL: <https://raexpert.ru/ratings/esg/> (дата обращения: 16.04.2025).

54. Российский союз промышленников и предпринимателей. ESG-индекс РСПП: методика расчёта и ключевые показатели / РСПП. — : официальный сайт. — Москва. — Текст : электронный. — URL: https://rspp.ru/upload/content/e6b/6k0zgw2doh6jkqqtj2a90z9k573q3941/Methodika_2023.pdf?ysclid=moqfhej6wv134141253

55. Экспертно-аналитическая платформа «Инфраструктура и финансы устойчивого развития». — Текст : электронный. — URL: <https://infragreen.ru/esg-rieitinghi-renkinghi-i-drughiie-otsienki-uchastnikov-rynka-itoghi-2025-ghoda/> (дата обращения: 10.02.2026)

56. Company ESG Risk Ratings / Sustainalytics : официальный сайт. — Текст : электронный. — DOI отсутствует. — URL: <https://www.sustainalytics.com/esg-ratings> (дата обращения: 10.04.2025).

57. Corporate Sustainability Disclosures / Hong Kong Securities and Futures Commission : официальный сайт. — DOI отсутствует. — Текст : электронный. — DOI отсутствует. — URL: <https://www.sfc.hk/en/Sustainable-finance/Corporate-Sustainability-Disclosures/> (дата обращения: 27.04.2025).

58. Disclose Data / Carbon Disclosure Project : официальный сайт. — DOI отсутствует. — Текст : электронный. — URL: <https://www.cdp.net/en/disclose> (дата обращения: 16.02.2023).

59. The European Green Deal / European Commission : официальный сайт. — Текст : электронный. — DOI отсутствует. — URL: <https://ec.europa.eu/stories/european-greendeal/> (дата обращения: 16.04.2025).

60. ESG Corporate Rating / Institutional Shareholder Services group of companies : официальный сайт. — DOI отсутствует. — Текст : электронный. — URL: <https://www.issgovernance.com/esg/ratings/corporate-rating/> (дата обращения: 10.04.2025).

61. ESG Data / Bloomberg : официальный сайт. — Текст : электронный. — DOI отсутствует. — URL: <https://www.bloomberg.com/professional/products/data/enterprisecatalog/esg/> (дата обращения: 16.04.2025).

62. ESG Ratings / MSCI : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.msci.com/sustainable-investing/esg-ratings> (дата обращения: 16.04.2025).

63. ESG Scores / Moody's Ratings : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://events.moody's.com/esg-scores> (дата обращения: 16.04.2025).

64. ESG Scores / Refinitiv : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores> (дата обращения: 16.04.2025).

65. ESG Scores and Raw Data / S&P Global : официальный сайт. – DOI отсутствует. – Текст : электронный. – URL: <https://www.spglobal.com/esg/solutions/esg-scoresdata> (дата обращения: 16.04.2025).

66. ESG-рэнкинг регионов и городов Евразийского экономического союза. Аналитический обзор / Национальное рейтинговое агентство : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL: https://www.ranational.ru/wp-content/uploads/2023/06/esg-rank_a5.pdf (дата обращения: 16.04.2025).

67. ESMA Publishes Results of its Call for Evidence on ESG Ratings / European Securities and Markets Authority : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esmapublishes-results-its-call-evidence-esg-ratings?> (дата обращения: 20.04.2025).

68. EU taxonomy for sustainable activities / European Commission : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eutaxonomy-sustainable-activities_en (дата обращения: 10.04.2025)

69. World Bank. Foreign direct investment, net inflows (BoP, current US\$) – Russian Federation / World Bank : официальный сайт. – Текст :

электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD?locations=RU> (дата обращения: 20.04.2025).

70. G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023 / OECD : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.oecd.org/en/publications/g20-oecd-principles-of-corporategovernance-2023_ed750b30-en.html (дата обращения: 16.04.2025).

71. General Sustainability-related Disclosures / International Financial Reporting Standards : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.ifrs.org/projects/completed-projects/2023/general-sustainabilityrelated-disclosures/> (дата обращения: 16.11.2025).

72. International Organization of Securities Commissions. Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers. – Текст : электронный. – URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD690.pdf> (дата обращения: 20.04.2025).

73. KPMG Recognized as a Global Market Leader in ESG Environmental Services / KPMG : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://kpmg.com/xx/en/our-insights/esg/kpmg-recognized-as-a-globalmarket-leader-in-esg-environmental-services.html?> (дата обращения: 20.04.2025).

74. MSCI KLD 400 Social Index / MSCI : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.msci.com/indexes/index/700727> (дата обращения: 10.04.2025).

75. Overview of sustainable finance / European Commission : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en (дата обращения: 16.04.2025).

76. The World Bank Annual Report 2024 / World Bank : официальный

сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099503310092520301/pdf/SECBOS-8b71cac3-074c-43c1-ac8c-c3b5fc34cb5b.pdf> (дата обращения: 16.04.2025).

77. What is Stakeholder Capitalism / The Davos Agenda. World Economic Forum : официальный сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.weforum.org/stories/2021/01/klaus-schwab-on-what-is-stakeholdercapitalism-history-relevance/> (дата обращения: 16.04.2025).

78. Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World / The Global Compact. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://d306pr3pise04h.cloudfront.net/docs/issues_doc%2FFinancial_markets%2Fwho_cares_who_wins.pdf (дата обращения: 11.04.2024).

Статьи

79. Абрамов, А.А. Impact of ESG Rankings on the Credit Spreads of Corporate Bonds in Russia / А.А. Абрамов, М. Чернова, А. Щербак // Корпоративные финансы. – 2024. – № 3. Том 18. — С. 38–48. – ISSN 2073-0438.

80. Абрамова, Р. С. Влияние ESG-факторов на стоимость капитала корпораций: эмпирический анализ / Р. С. Абрамова, О. Ю. Шитов, Г.М. Шавыров // Вестник Академии знаний. – 2025. – № 4 (69). – С. 708-711. – ISSN 2304-6139.

81. Агафонов, В.Б. ESG-принципы и гринвошинг: правовые проблемы дифференциации / В.Б. Агафонов // Актуальные проблемы российского права. — 2024. — № 9. Том 19. – С. 132–141. – ISSN 1994-1471.

82. Алексеев, П.В. Тенденции и перспективы внедрения ESG-принципов в российской экономике / П.В. Алексеев // Review of Business and Economics Studies. 2022. – № 3. Том 10. – С. 26–32. – ISSN 2308-944X.

83. Андрианов, В.В. Российские компании в зеркале международных и отечественных ESG-рейтингов / В.В. Андрианов, М.С. Сироткин, М.В. Баженова // Гуманитарные науки. Вестник Финансового университета.

– 2023. – № 2. Том 13. – С. 94-105. – DOI 10.26794/2226-7867-2023-13-2-94-105.

84. Андрианова, Л.Н. Раскрытие информации эмитентами «зеленых» облигаций: международные стандарты и российская практика / Л.Н. Андрианова // Финансовый бизнес. – 2019. – № 6 (203) – С. 25-29. – ISSN 0869-8589.

85. Анисимова, А.И. Интеграция ESG-повестки в регионы Российской Федерации / А.И. Анисимова // Проблемы рыночной экономики. – 2024. – № 2. – С. 66–79. – ISSN 2500-2325.

86. Бабаева, Ж.Р. ESG-рейтинги российских нефтегазовых компаний / Ж.Р. Бабаева // Вестник ИПБ (Вестник профессиональных бухгалтеров). – 2022. – № 2. – С. 34-40. – ISSN 2308-9407.

87. Бабкин, А.В. ESG-рейтинги: тенденции развития, международная и национальная практики / А.В. Бабкин, Т.А. Салимова, Е.В. Солдатова // *π-Economy*. – 2023. – № 6. Том 16. – С. 7–25. – ISSN 2782-6015.

88. Байбакова, Т.В. Анализ международных ESG-рейтингов и подходов к оценке устойчивого развития / Т.В. Байбакова, А.А. Овчинникова, О.В. Руденко, А.Д. Черепанова // Дневник науки. – 2023. – № 11 (83). – ISSN 2541-8327.

89. Барабанова, В.В. Роль страховых компаний в развитии концепции устойчивого развития и ESG-повестке / В.В. Барабанова // Рынок ценных бумаг. – 2023. – № 5. – С. 32-40. – ISSN 0869-6608.

90. Батаева, Б.С. Влияние раскрытия информации ESG на финансовые показатели российских публичных компаний / Б.С. Батаева, А.Д. Кокурина, Н.А. Карпов // Управленец. – 2021. – № 6. Том 12. – С. 20–32. – ISSN 2218-5003.

91. Батаева, Б.С. Влияние факторов корпоративного управления на уровень раскрытия информации ESG- информации российскими публичными компаниями / Б.С. Батаева, Н.А. Карпов // Управленец. – 2023. –

№ 3. Том 14. – С. 30–43. – ISSN 2218-5003.

92. Белик, И. С. Влияние ESG-факторов на финансовое состояние и инвестиционную привлекательность российских публичных компаний / И. С. Белик, А. С. Дуцинин, Н. Л. Никулина // Управленец. – 2022. – № 6. Том 13. – С. 44–55. – ISSN 2218-5003.

93. Беляева, И.Ю. ESG-факторы как инструмент формирования деловой репутации / И.Ю. Беляева, Н. П. Козлова, Н. П. Данилова // Вестник Астраханского государственного технического университета. Серия: Экономика. – 2021. – № 4. – С. 15–21. – ISSN 2073-5537.

94. Блохин, А.А. Глобальные вызовы для системы стратегического планирования в России / А.А. Блохин, Д.Б. Кувалин // Проблемы прогнозирования. – 2023. – № 3. – С. 24-41. – ISSN 0868-6351.

95. Бучинская, О.Н. Вопросы методологии и объективности ESG-рейтингов / О.Н. Бучинская // Экономика и управление. – 2023. – № 7. Том 29. – С. 783–793. – ISSN 1998-1627.

96. Демиденко, Д.С. Оценка эффективности деятельности предприятий на основе ESG концепции / Д.С. Демиденко, Е.Д. Малевская-Малевич, В.С. Кудряшов, И.А. Бабкин // π-Economy. – 2022. – № 4. Том 15. – С. 82-95. – ISSN 2782-6015.

97. Дерновская, И.Н. Рейтинги отчетности в области устойчивого развития / И.Н. Дерновская // Стратегии развития предпринимательства в современных условиях : сборник научных трудов V международной научно-практической конференции, Санкт-Петербург, 25–26 февраля 2021 года. – Санкт-Петербург : Санкт-Петербургский государственный экономический университет. – 2021. – С. 136-139. – ISBN 978-5-7310-5319-8.

98. Джумаева, Я.М.Х. ESG-индексы и рейтинги: возможности и ограничения для объективной оценки вклада в устойчивое развитие / Я.М.Х. Джумаева // ФГУ Science. – 2023. – № 3 (31). – С. 46-51. – ISSN 2687-1602.

99. Доклад Конференции Организации Объединённых Наций по окружающей среде и развитию, Рио-де-Жанейро, 3–14 июня 1992 года [Текст] // Организация Объединённых Наций. – Нью-Йорк : ООН. – 1993. – Том 1. – 520 с. – ISBN 92-83657.

100. Дубровина, М. Д. Тренды нефинансовой отчетности в сфере управления устойчивым развитием организаций в России / М. Д. Дубровина, Т. Г. Максимова // Экономика и экологический менеджмент. – 2023. – № 2. – С. 64-69. – ISSN 2310-1172.

101. Евлахова, Ю.С. Анализ систематического риска глобальных ETF с максимальным ESG-рейтингом / Ю.С. Евлахова // Сибирская финансовая школа. – 2022. – № 2. – С. 18-23. – ISSN 1993-4386.

102. Емец, М.И. Премия к цене зелёных облигаций: обзор исследований и перспективы / М.И. Емец // Вестник Евразийской науки. – 2020. – № 2. – С. 39–47. – ISSN 2588-0101. – Текст : электронный. – DOI 10.15862/32ECVN220. – URL: <https://esj.today/PDF/76ECVN220.pdf> (дата обращения: 05.06.2025).

103. Ефимова, О.В. ESG-аналитика в системе принятия инвестиционных решений: в поисках существенной информации / О.В. Ефимова // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2023. – № 2. – С. 3-17. – ISSN 1814-2966.

104. Измайлова, М.А. Реализация ESG-стратегий российских компаний в условиях санкционных ограничений / М.А. Измайлова // МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). – 2022. – № 2. Том 13. – С. 185-201. – ISSN 2079-4665.

105. Кабир, Л.С. Социально ответственное инвестирование: тренд или временное явление? / Л.С. Кабир // Экономика и управление. – 2017. – № 4. – С. 35-41. – ISSN 2073-4484.

106. Кудряшов, А.Л. Глобальная ESG-трансформация и тенденции устойчивого развития российских компаний в условиях санкционного давления / А.Л. Кудряшов // Отходы и ресурсы. – 2022. – № 4. Том 9. – ISSN

2500-0659. – Текст : электронный. – DOI: 10.15862/50ECOR422. – URL: <https://resources.today/PDF/50ECOR422.pdf> (дата обращения: 05.06.2025).

107. Кузнецов, С.В. Влияние внутренней среды социально-экономических систем на реструктуризацию и пространственное развитие экономики / С.В. Кузнецов, Ю.В. Якишин // Экономика и управление. – 2021. – № 1. Том 27. – С. 4–11. – ISSN 1998-1627.

108. Лозовский, Д.С. Общие черты и различия отечественных и зарубежных ESG рейтингов / Д.С. Лозовский // Финансовая экономика. – 2023. – № 9. – С. 57-60. – ISSN 2075-7786.

109. Мурач, А.А. Расхождение рейтингов ESG: международный и российский опыт / А.А. Мурач, М.А. Сторчевой, М.А.Г. Сепулведа // Экономическая политика. – 2024. – № 4. Том 19. – С. 84-121. – ISSN 1994-5124.

110. Носко, П.А. Анализ методологий присвоения ESG-рейтингов на российском рынке: вопросы прозрачности и конвергенции / П.А. Носко // Современная мировая экономика. – 2024. – № 2 (6). Том 2. – С. 60-75. – ISSN 2949-5776.

111. Павлика, А.Ю. Методика ESG (environmental, social, governance) рейтинговая на российском фондовом рынке с учетом финансовых рисков и инвестиционной эффективности / А.Ю. Павлика // Финансовые рынки и банки. – 2026 – № 5. – С. 401-405. – ISSN 2658-3917.

112. Павлика, А.Ю. ESG рейтинг как инструмент управления финансовыми рисками в условиях цифровой экономики: вызовы и возможности / А.Ю. Павлика // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2025. – № 1. Том 5. – С. 78-94. – ISSN 2227-3891.

113. Павлика, А.Ю. ESG-оценка: сравнительный анализ инструментов и новые возможности для ответственного инвестирования / А.Ю. Павлика // Вестник академии знаний. – 2025. – № 4 (69). – С. 658-664. – ISSN 2304-6139.

114. Павлика, А.Ю. Интеграция принципов ESG-рейтингования в финансирование приоритетных направлений экономического развития /

А.Ю. Павлика // Российский экономический интернет-журнал. – 2024. – № 2. – ISSN 2218-5402. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.e-rej.ru/upload/iblock/6b3/3p82fxrjuhkbzemwiyto6u75thhetgkj.pdf> (дата обращения: 05.06.2026).

115. Петров, В.О. Международные рейтинги ESG / В.О. Петров, И.В. Стариков, М.А. Фурщик // Журнал Бюджет. – 2022. – № 1 (229). – С. 64-67. – ISSN 0869-3919.

116. Самохин, А.В. Методика измерения устойчивого развития городов России: ESG-индекс ВЭБ.РФ / А.В. Самохин, С.А. Мясников // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. – 2023. – № 1. Том 58. – С. 232-255. – ISSN 0130-0105.

117. Федорова, Е.А. Влияние раскрытия информации об экологических инициативах на цены акций российских публичных компаний России / Е.А. Федорова, П.А. Сальникова // Экономический журнал ВШЭ. – 2024. – № 2. Том 28. – С. 223-247. – ISSN 1813-8691.

118. Хачатрян, А.В. Расхождение в ESG-рейтингах: зарубежные регуляторные тренды / А.В. Хачатрян // Финансовый журнал. – 2022. – № 5. Том 14. – С. 89-104. – ISSN 2075-1990.

Источники на иностранных языках

119. Aastha, B. Corporate social responsibility practices in small and medium enterprises / B. Aastha, S.J. Shazi // Polish Journal of Management Studies. – 2019. – № 1. Volume 19. – P. 9-20. – ISSN 2081-7452.

120. Abou-foul, M. The impact of digitalization and servitization on the financial performance of a firm: an empirical analysis / M. Abou-foul, J.L. Ruiz-Alba, A. Soares // Production Planning & Control. – 2021. – № 12. Volume 32. – P. 975-989. – ISSN 1366-5871. – Текст : электронный. – DOI 10.1080/09537287.2020.1780508. – URL: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/09537287.2020.1780508> (дата обращения: 26.02.2024).

121. Acerbi, C. On the coherence of expected shortfall / C. Acerbi, D. Tasche // *Journal of Banking & Finance*. – 2002. – № 7. Volume 26. – P. 1487-1503. – ISSN 0378-4266.

122. Ahmad, N. Revisiting the impact of ESG on the financial performance of FTSE350 UK firms: Static and dynamic panel data analysis / N. Ahmad, A. Mobarek, N.N. Roni // *Cogent Business & Management*. – 2021. – № 1. Volume 8. – P. 1-18. – ISSN 2331-1975.

123. Alliance, G.S.I. Global Sustainable Investment Review 2020 / GSIR : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf> (дата обращения: 10.02.2025).

124. AMF and AFM. Position paper: Call for a European Regulation for the provision of ESG data, ratings, and related services / AMF, AFM. : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.amf-france.org/en/publications/position-papers/call-european-regulation-provision-esg-data-ratings-and-related-services> (дата обращения: 10.02.2025).

125. AMF. Provision of non-financial data: Mapping of stakeholders, products and services / AMF. – *Risks & Trend Mapping*. : – сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.amf-france.org/en/publications/risks-trend-mapping/provision-non-financial-data-mapping-stakeholders-products-and-services> (дата обращения: 10.02.2025).

126. Artzner, P. Coherent measures of risk / P. Artzner, F. Delbaen, J.M. Eber, D. Heath // *Mathematical Finance*. – 1999. – № 3. Volume 9. – P. 203-228. – ISSN 0960-1627.

127. Asif, M. A review of Dutch corporate sustainable development reports / M. Asif, C. Searcy, P.D. Santos, D. Kensah // *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. – 2013. – № 6. Volume 20. – P. 321-339. – ISSN 1535-3958.

128. Auer, B.R. Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data / B.R. Auer, F. Schuhmacher // *Quarterly*

Review of Economics and Finance. – 2016. – Volume 59. – P. 51-62. – ISSN 1062-9769.

129. Aureli, S. The value relevance of environmental, social, and governance disclosure: Evidence from Dow Jones Sustainability World Index listed companies / S. Aureli, S. Gigli, R. Medei, E. Supino // Corporate Social Responsibility and Environmental Management. – 2020. – № 1. Volume 27. – P. 43-52. – ISSN 1535-3958.

130. Aydogmus, M. Impact of ESG performance on firm value and profitability / M. Aydogmus, G. Gülay, K. Ergun // Borsa Istanbul Rev. – 2022. – Volume 22. – P. 119–127. – ISSN 2214-8450.

131. Barkemeyer, R. What happened to the 'development' in sustainable development? Business guidelines two decades after Brundtland / R. Barkemeyer, D. Holt, L. Preuss, S. Tsang // Sustainable Development. – 2014. – № 1. Volume 22. – P. 15-32. – ISSN 0968-0802.

132. Barnett, M. Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance / M. Barnett, R. Salomon // Strategic Management Journal. – 2006. – № 11. Volume 27. – P. 1101-1122. – ISSN 0143-2095.

133. Barney, J. B. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage // Journal of Management. – 1991. – № 1. Volume 17. – P. 99-120. – ISSN 0149-2063.

134. Bella, G. Problems and prospects for the development of ESG investing in the EAEU countries / G. Bella, O. Ani // Economic Bulletin of ICS RAS. – 2023. – № 4. – P. 61-67. – ISSN 2713-2986.

135. Berg, F. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings / F. Berg, J.F. Koelbel, R. Rigobon // Review of Finance. – № 26 (6). – P. 1315-1344. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.1093/rof/rfac033. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533 (дата обращения: 10.02.2025).

136. Billio, M. ESG Ratings Disagreement and Portfolio Selection /

M. Billio, M. Costola, I. Hristova, L. Pelizzon // *Journal of Banking & Finance*. – 2020. – Volume 118. Article 105877. – P. 1-18. – ISSN 0378-4266.

137. Boffo, R. ESG Investinber: Practices, Progress and Challenges / R. Boffo, R. Patalano. / OECD, 2020 : – сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>. (дата обращения: 10.02.2025).

138. Bonfanti, A. The contribution of manufacturing companies to the achievement of sustainable development goals: an empirical analysis of the operationalization of sustainable business models / A. Bonfanti, G. Mion, F. Brunetti, A. Vargas-Sánchez // *Business Strategy and the Environment*. – 2023. – № 5. Volume 32. – P. 2490-2508. ISSN 0964-4733.

139. Boulding, K. E. The Economics of the Coming Spaceship Earth / K. E. Boulding // *Environmental Quality in a Growing Economy* / ed. by H. Jarrett. — Baltimore : Johns Hopkins University Press, 1966. – P. 3-14. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – http://arachnid.biosci.utexas.edu/courses/THOC/Readings/Boulding_SpaceshipEarth.pdf (дата обращения: 10.02.2025).

140. Calabrese, A. Implications for sustainable development goals: a framework to assess company disclosure in sustainability reporting / A. Calabrese, R. Costa, M. Gastaldi, N.L. Ghiron, R.A.V. Montalvan // *Journal of Cleaner Production*. – 2021. – Volume 319. – Article 128624. – ISSN 0959-6526.

141. Capelli, P. Forecasting volatility by integrating financial risk with environmental, social, and governance risk / P. Capelli, F. Ielasi, A. Russo // *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*/ – 2021. – № 5. Volume 28. – P. 1483-1495. – ISSN 1535-3958.

142. Group ESG Global Study 2025: Resilience and refinement in a changing world / Capital Client Group : – сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.capitalgroup.com/advisor/pdf/shareholder/ITGEOT-073-1043294.pdf> (дата обращения: 10.12.2025).

143. Silvestri R. CFA Institute Survey Report on the ESG Regulatory Framework in the EU. / R. Silvestri, J. Kamerling // CFA Institute Research and Policy Center : – сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://rpc.cfainstitute.org/research/surveys/2024/esg-regulatory-framework-in-the-eu> (дата обращения: 10.12.2025).

144. Chang, Y.J. The impact of ESG activities on firm value: multi-level analysis of industrial characteristics / Y.J. Chang, B.H. Lee // Sustainability. – 2022. – № 21. Volume 14. – Article 14444. – ISSN 2071-1050.

145. Chatterji, A.K. How firms respond to being rated / A.K. Chatterji, M.W. Toffel // Strategic Management Journal. – 2010. – № 9. Volume 31. – P. 917-945. – ISSN 0143-2095.

146. Chen, J. Green bond issuance and corporate ESG performance: the perspective of internal attention and external supervision / J. Chen, Y. Yang, R. Liu et al. // Humanities and Social Sciences Communications. – 2023. – Volume 10. – Article 437. – ISSN 2662-9992.

147. China Securities Index Co. CSI ESG Index Guidelines. / Shanghai : SSE : – сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.sse.com.cn/> (дата обращения: 10.12.2025).

148. Clark, G. From the stockholder to the stakeholder: how sustainability can drive financial performance / G. Clark, A. Feiner, M. Viehs // University of Oxford : – сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://arabesque.com/research/From_the_stockholder_to_the_stakeholder_web.pdf (дата обращения: 10.11.2025).

149. Climate Bonds Initiative. Global State of the Market: Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds / Climate Bonds Initiative : – сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.climatebonds.net/resources/reports> (дата обращения: 10.11.2025).

150. Conway, E. Engaging small and medium-sized enterprises (SMEs) in the low carbon agenda / E. Conway // Energy and Sustainability Society. – 2015. – № 1. Volume 5. – P. 1-9. – ISSN 2192-0567.

151. Coppa, M. Corporate social responsibility among SMEs in Italy / M. Coppa, K. Sriramesh // *Public Relations Review*. – 2013. – № 1. Volume 39. – P. 30-39. – ISSN 0363-8111.

152. Cucari, N. Diversity of board of directors and environmental social governance: Evidence from Italian listed companies / N. Cucari, S.E. De Falco, B. Orlando // *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. – 2018. – № 3. Volume 25. – P. 250-266. – ISSN 1530-891X.

153. Daly, H.E. *Steady-State Economics* / Washington, DC: Island Press : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://archive.org/details/steadystateecono0000daly> (дата обращения: 10.11.2024).

154. Dathe, T. *Implementing Environmental, Social and Governance (ESG) Principles for Sustainable Businesses: A Practical Guide in Sustainability Management* / T. Dathe, M. Helmold, R. Dathe, I. Dathe // Springer Nature – 2024. – Volume XXII. – 237 p. – ISSN 2730-9533.

155. Davis, G. A review of Canadian corporate sustainable development reports / G. Davis, C. Searcy // *Journal of Global Responsibility*. – 2010. – № 2. Volume 1. – P. 316-329. – ISSN 2041-2576.

156. DiMaggio, P.J. The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields / P.J. DiMaggio, W.W. Powell // *American Sociological Review*. – 1983. – № 2. Volume 48. – P. 147-160. – ISSN 0003-1224.

157. Drago, D. Do corporate social responsibility ratings affect credit default swap spreads? / D. Drago, C. Carnevale, R. Gallo // *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. – 2019. – № 3. Volume 26. – P. 644-652. – ISSN 1535-3958.

158. Eccles, R. G. The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance / R.G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim // *Management Science*. – 2014. – № 11. Volume 60. – P. 2835–2857. – ISSN 0025-1909.

159. Eccles, R.G. The Investor Revolution / R.G. Eccles, S. Klimenko // Harvard Business Review. – 2019. – Volume 97. – P. 106-116. – ISSN 0017-8012.

160. Ehrlich, P.R. Impact of population growth / P.R. Ehrlich, J.P. Holdren // Impact of population growth. Science. – 1971 – Volume 171. – P. 1212–1217. – ISSN 0036-8075.

161. Escrig-Olmedo E. Aligning investors and companies on ESG criteria: The role of ESG ratings / E. Escrig-Olmedo, M.Á. Fernández-Izquierdo, I. Ferrero-Ferrero, J. M. Rivera-Lirio, M. J. Muñoz-Torres // Journal of Business Ethics. – 2019. – № 4. Volume 155. – P. 1063–1080. – ISSN 0167-4544.

162. Ferrarese, C. The impact of ESG investing in corporate bonds / C. Ferrarese, J. Hanmer. // Fidelity International Press : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://page.ws.fidelityinternational.com/rs/829-LMV-001/images/ESG%20White%20Paper%20FINAL.pdf>. (дата обращения: 10.02.2025).

163. Freeman, R. E. Strategic Management: A Stakeholder Approach / R. E. Freeman. – Boston : Pitman, 1984. – 276 p. – ISBN 0-273-01913-9.

164. Friede, G. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies / G. Friede, T. Busch, A. Bassen // Journal of Sustainable Finance & Investment. – 2015. – № 4. Volume 5. – P. 210-233. – ISSN 2043-0795.

165. Friedman, M. The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits / M. Friedman // The New York Times Magazine. – 1970. – Volume 33. – P. 122-126. – ISSN 0028-7822.

166. Georgescu-Roegen, N. The Entropy Law and the Economic Process / N. Georgescu-Roegen – Cambridge, MA : Harvard University Press, 1971. – 457 p. – ISBN 0-674-25780-4.

167. Gibson, R. Measuring and Managing ESG Risk: Evidence from the Asset Management Industry / R. Gibson, P. Krueger, P. Schmidt, V. Vig // Journal of Financial Economics. – 2019. – № 2. Volume 134. – P. 356–378. – ISSN

0304-405X.

168. Giese, G. Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance / G. Giese, L.E. Lee, D. Melas, Z. Nagy, L. Nishikawa // *Journal of Portfolio Management*. – 2019. – № 5. Volume 45. – P. 69-83. – ISSN 1813-8691.

169. Global Sustainable Investment Alliance. Global Sustainable Investment Review 2024 / GSIA : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.gsi-alliance.org> (дата обращения: 10.02.2025).

170. Graham, M. Regulation by shaming / M. Graham // *Atlantic Monthly*. – 2000. – № 4. Volume 285. – P. 36-40. – ISSN 1072-7825.

171. Hallin, A. The transition towards and of sustainability – Understanding sustainability as performative / A. Hallin, T. Karrbom-Gustavsson, P. Dobers // *Business Strategy and the Environment*. – 2021. – № 4. Volume 30. – P. 1948-1957. – ISSN 0964-4733.

172. Hardin, G. Living within Limits: Ecology, Economics, and Population Taboos / G. Hardin – Oxford : Oxford University Press, 1993. – 339 p. – ISBN 0-19-507811-X.

173. Hastalona, D. Literature review ESG and sustainability finance / D. Hastalona, I. Sadalia // *Budapest International Research and Critics Institute (BIRCI-Journal): Humanities and Social Sciences*. – 2021. – № 3. Volume 4. – P. 3548-3557. – ISSN 2615-3076.

174. Heikkurinen, P. Corporate responsibility for sustainable development: a review and conceptual comparison of market-and stakeholder-oriented strategies / P. Heikkurinen, K.J. Bonnedahl // *Journal of Cleaner Production*. – 2013. – Volume 43. – P. 191-198. – ISSN 0959-6526.

175. International Union for Conservation of Nature and Natural Resources (IUCN), ed. World Conservation Strategy: Living Resource Conservation for Sustainable Development / IUCN–UNEP–WWF : 1980. – 55 p. – ISBN 2-88032-101-8.

176. Ishigami, S. Market reactions to stock rating and target price changes

in analyst reports: Evidence from Japan / S. Ishigami, F. Takeda // *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*. – 2018. – Volume 52. – P. 134-151. – ISSN 1042-4431.

177. Izzo, M.F. The challenge of sustainable development goal reporting: the first evidence from Italian listed companies / M.F. Izzo, M. Ciaburri, R. Tiscini // *Sustainability*. – 2020. – № 8. Volume 12. – P. 3494-3511. – ISSN 2071-1050.

178. Japan Credit Rating Agency. JCR ESG Rating Methodology / Tokyo : JCR : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.jcr.co.jp/en/rating/methodology/> (дата обращения: 10.02.2025).

179. Jeffrey, S. Corporate social responsibility behaviors and corporate reputation / S. Jeffrey, S. Rosenberg, B. McCabe // *Social Responsibility Journal*. – 2019. – № 3. Volume 15. – P. 395-408. – ISSN 1747-1117.

180. Jenkins, H. Small business champions for corporate social responsibility / H. Jenkins // *Journal of Business Ethics*. – 2006. – № 3. Volume 67. – P. 241-256. – ISSN 1573-0697.

181. Jorion, P. Value at Risk: The New Benchmark for Controlling Derivative Risk / P. Jorion. // IL : Irwin Professional Pub, 1997. – 332 p. – ISBN 978-0-7863-0848-4.

182. Karuppiah, K. An integrated approach to modeling the barriers in implementing green manufacturing practices in SMEs / K. Karuppiah, B. Sankaranarayanan, S.M. Ali, P. Chowdhury, S.K. Paul // *Journal of Cleaner Production*. – 2020. – Volume 265. – 121737 p. – ISSN 0959-6526.

183. Katsamakas, E. A computational model of the competitive effects of ESG / E. Katsamakas, J.M. Sanchez-Cartas // *PLoS ONE*. – 2023. – № 5. Volume 18. – e0284237 p. – ISSN 1932-6203.

184. Kim, J.W. The Impact of Company's ESG Activities on Corporate Reputation / J.W. Kim, G.Y. Gim, H.Y. Lee, D. Zul-Erdene // *IEEE/ACIS International Conference on Big Data, Cloud Computing, and Data Science Engineering*. – 2023. – Volume 8. – P. 131-141. – ISSN 2709-0981.

185. Kim, S. Understanding the impact of ESG practices in corporate

finance / S. Kim, Z. Li // Sustainability. – 2021. – № 7. Volume 13. – 3746 p. – ISSN 2071-1050.

186. Kolk, A. Sustainability, accountability and corporate governance: exploring multinationals' reporting practices / A. Kolk // Business Strategy and the Environment. – 2008. – № 1. Volume 17. – P. 1-15. – ISSN 0964-4733.

187. Korea Corporate Governance Service. KCGS ESG Rating Criteria / Seoul : KCGS : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.kcgs.or.kr/> (дата обращения: 10.02.2025).

188. Kotsantonis S. Four Things No One Will Tell You about ESG Data / S. Kotsantonis, G. Serafeim // Journal of Applied Corporate Finance. – 2019. – № 2. Volume 31. – P. 50–58. – ISSN 1078-1196.

189. Koundouri, P. The impact of ESG performance on the financial performance of European area companies: an empirical examination / P. Koundouri, N. Pittis, A. Plataniotis // Environmental Sciences Proceedings. – 2022. – № 1. Volume 15. – 13 p. – ISSN 2673-4931.

190. KPMG. «Время пришло» в опросе KPMG по отчетности об устойчивом развитии 2020 / KPMG : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/11/the-time-has-come.pdf> (дата обращения: 10.02.2025).

191. KPMG. Sustainable investing: Fast forwarding its evolution / KPMG : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ie/pdf/2020/02/ie-sustainable-investing.pdf> (дата обращения: 10.02.2025).

192. Krasodomska, J. Reporting on sustainable development goals in the European Union: what drives companies' decisions? / J. Krasodomska, P. Zieniuk, J. Kostrzewska // Competitiveness Review: International Business Journal. – 2023. – № 1. Volume 33. – P. 120-146. – ISSN 1059-5422.

193. Krueger, P. The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World / P. Krueger, Z. Sautner, L.T. Starks // European Corporate Governance

Institute – Finance Working Paper : сайт. – Текст : электронный. – DOI: 10.2139/ssrn.3832745. – URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3832745> (дата обращения: 05.06.2024).

194. Landi, G. Towards a more ethical market: The impact of ESG rating on corporate financial performance / G. Landi, M. Sciarelli // *Social Responsibility Journal*. – 2018. – № 1. Volume 15. – P. 11-27. – ISSN 1747-1117.

195. Lee, K. Social media for socially responsible firms: Analysis of Fortune 500's twitter profiles and their CSR/CSIR ratings / K. Lee, W.Y. Oh, N. Kim // *Journal of Business Ethics*. – 2013. – № 4. Volume 118. – P. 791-806. – ISSN 1573-0697.

196. Li, T.T. ESG: Research progress and future prospects / T.T. Li, K. Wang, T. Sueyoshi, D.D. Wang // *Sustainability*. – 2021. – № 21. Volume 13. – 11663 p. – ISSN 2071-1050.

197. Lisin, A. Financial stability in companies with high ESG scores: evidence from North America using the Ohlson O-Score / A. Lisin, A. Kushnir, A.G. Koryakov, N. Fomenko, T. Shchukina // *Sustainability*. – 2022. – № 1. Volume 14. – 479 p. – ISSN 2071-1050.

198. Liu, D. The impact of ESG on financial performance of listed companies – an analysis based on corporate reputation perspective / D. Liu // *BCP Business & Management*. – 2022. – Volume 20. – P. 1258-1273. – ISSN 2692-6156.

199. Lokuwaduge, C.S.D.S. Integrating environmental, social and governance (ESG) disclosure for a sustainable development: an Australian study / C.S.D.S. Lokuwaduge, K. Heenetigala // *Business Strategy and the Environment*. – 2017. – № 4. Volume 26. – P. 438-450. – ISSN 1099-0836.

200. Lupu, I. How is the ESG reflected in European financial stability? / I. Lupu, G. Hurduzeu, R. Lupu // *Sustainability*. – 2022. – № 16. Volume 14. – 10287 p. – ISSN 2071-1050.

201. Mahmood, A. Unleashing the barriers to CSR implementation in the SME sector of a developing economy: a thematic analysis approach /

A. Mahmood, R.T. Naveed, N. Ahmad, M. Scholz, M. Khalique, M. Adnan et al. // Sustainability. – 2021. – № 22. Volume 13. – 12710 p. – ISSN 2071-1050.

202. Mesarovic, M.D. Mankind at the Turning Point: The Second Report to the Club of Rome / M.D. Mesarovic, E. Pestel // New York : Dutton, 1974. – XIII. – 210 p. – ISBN 0-525-03945-7.

203. Mio, C. Sustainable development goals and the strategic role of business: a systematic literature review / C. Mio, S. Panfilo, B. Blundo // Business Strategy and the Environment. – 2020. – № 8. Volume 29. – P. 3220-3245. – ISSN 0964-4733.

204. Miralles-Quirós, M.M. The impact of environmental, social, and governance performance on stock prices: Evidence from the banking industry / M.M. Miralles-Quirós, J.L. Miralles-Quirós, J. Redondo-Hernández // Corporate Social Responsibility and Environmental Management. – 2019. – № 6. Volume 26. – P. 1446-1456. – ISSN 1535-3958.

205. Mishan, E.J. The Costs of Economic Growth / E.J. Mishan – London : Allen & Unwin, 1967. – 190 p. – ISBN 0-208-96316-X.

206. Mohammad, W.M.W. Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia / W.M.W. Mohammad, S. Wasiuzzaman // Cleaner Environmental Systems. – 2021. – Volume 2. – 100015 p. – ISSN 2666-7894.

207. Morais, F. ESG in growth listed companies: closing the gaps / F. Morais, J. Simnett, A. Kakabadse et al. // The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance. Cham : Springer International Publishing. – 2022. – Volume 1. – P. 359-374. – ISSN 2662-818X.

208. Morgan, J.P. RiskMetrics: Technical document / J.P. Morgan : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.msci.com/documents/10199/5915b101-4206-4ba0-ae2-3449d5c7e95a>. (дата обращения: 10.02.2025).

209. Morgan Stanley. Sustainable Signals: Institutional Investors 2025 / Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing : сайт. – Текст : электронный.

– DOI отсутствует. – URL: <https://www.morganstanley.com/ideas/institutional-investor-sustainability-signals-report-2025> (дата обращения: 21.02.2026).

210. Morningstar Direct & Morningstar Research. Sustainable Investing Assets by Strategy: 2018–2024 / Morningstar : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.morningstar.com/sustainable-investing> (дата обращения: 21.02.2026).

211. Natixis Investment Managers. Looking for the best of both worlds / Natixis Investment Managers : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.im.natixis.com/us/resources/esg-investing-survey-2019> (дата обращения: 21.02.2026).

212. Nikadimovs, O. Corporate social responsibility – assessment of facilitating and impeding factors for small and medium-sized enterprises in Latvia / O. Nikadimovs // European Integration Studies. – 2023. – Volume 17. – P. 222-241. – ISSN 1822-8402.

213. Ocasio, W. Towards an attention-based view of the firm / W. Ocasio // Strategic Management Journal Summer Special Issue. – 1997. – № S1. Volume 18. – P. 187-206. – ISSN 0143-2095.

214. Opimas. ESG data market: No stopping its rise now / Opimas : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.opimas.com/research/547/detail/> (дата обращения: 20.02.2025).

215. Organisation for Economic Co-operation and Development. OECD Guidelines for Multinational Enterprises, 2011 Edition / OECD. – Paris : OECD Publishing, 2011. – 89 p. – ISBN 978-92-64-11528-6.

216. Organisation for Economic Co-operation and Development. G20/OECD Principles of Corporate Governance / OECD. – Paris : OECD Publishing, 2015. – 60 p. – ISBN 978-92-64-23688-2.

217. Renshaw, A. ESG's Evolving Performance: First, Do No Harm / A. Renshaw / MSCI : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.msci.com/www/research-paper/foundations-of-esg-investing/0795306949> (дата обращения: 20.02.2025).

218. Rossi, A. The implementation of sustainability reporting in a small and medium enterprise and the emergence of integrated thinking / A. Rossi, M. Luque-Vílchez // *Meditari Accountancy Research*. – 2021. – № 4. Volume 29. – P. 966-984. – ISSN 2049-372X.

219. Rouen, E. The Evolution of ESG Reports and the Role of Voluntary Standards / E. Rouen, K. Sachdeva, A. Yoon // *SSRN Electronic Journal* : сайт. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.4227934. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4227934 (дата обращения: 20.02.2025).

220. Ruggerio, C.A. Sustainability and sustainable development: A review of principles and definitions / C.A. Ruggerio // *Science of the Total Environment*. – 2021. – Volume 786. –147481 p. – ISSN 0048-9697.

221. Scalet, S. CSR rating agencies: What is their global impact? / S. Scalet, T.F. Kelly // *Journal of Business Ethics*. – 2010. – № 1. Volume 94. – P. 69-88. – ISSN 0167-4544.

222. Schumacher, E. F. *Small Is Beautiful: A Study of Economics As If People Mattered* / Э. Ф. Шумахер ; пер. с англ. – Москва: Интерэксперт, 2000. – 320 с. – ISBN 5-85523-045-X.

223. Shalhoob, H. Environmental, social and governance (ESG) disclosure and the small and medium enterprises (SMEs) sustainability performance / H. Shalhoob, K. Hussainey // *Sustainability*. – 2022. – № 1. Volume 15. – 200 p. – ISSN 2071-1050.

224. Sharpe, W.F. Mutual fund performance / W.F. Sharpe // *Journal of Business*. – 1966. – № 1. Volume 39. – P. 119-138. – ISSN 0021-9398.

225. Shaydurova, A. Investment Attractive-ness of "Green" Financial Instruments / A. Shaydurova, S. Panova, R. Fedosova, G. Zlotnikova // *Journal of Reviews on Global Economics*. – 2018. – Volume 7. – P. 710–715. – ISSN 1929-7092.

226. Simon, H.A. *Administrative behavior: A study of decision-making processes in administrative organizations* / H.A. Simon. – New York : Free Press,

1997. – ISBN 978-0-684-83582-2.

227. Simone, L. Economic sustainability, innovation, and the ESG factors: An empirical investigation / L. Simone, B. Petracchi, M. Piva // Sustainability. – 2022. – № 4. Volume 14. – 2270 p. – ISSN 2071-1050.

228. Sortino, F.A. Downside risk / F.A. Sortino, R. Van Der Meer // Journal of Portfolio Management. – 1991. – № 4. Volume 17. – 27 p. – ISSN 0095-4918.

229. Steffen, B. The importance of project finance for renewable energy projects / B. Steffen // Renewable and Sustainable Energy Reviews. – 2018. – № 3. Volume 82. – P. 3217–3224. – ISSN 1364-0321.

230. Storebrand dumps oil and mining stocks on climate change lobbying / Financial Times : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.ft.com/content/00af52b7-381c-4a5d-91f1-3b3d4ce04256> (дата обращения: 20.02.2025).

231. SustAinability. Rate the raters 2020: Investor survey and interview results / SustAinability : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/sustainability-ratetheraters2020-report.pdf> (дата обращения: 20.02.2024).

232. Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures / TCFD : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.fsb.org/2017/06/recommendations-of-the-task-force-on-climate-related-financial-disclosures-2/> (дата обращения: 20.02.2024).

233. Technical Report. Basel Committee on Banking Supervision. Minimum Capital Requirements for Market Risk / Basel Committee on Banking Supervision : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d352.pdf>.

234. The Guide to Global Environmental Facility / GEF Secretariat : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL:

<https://www.thegef.org/publications/a-z-gef> (дата обращения: 10.02.2025).

235. Tomuschat, C. The 2030 Sustainable Development Goals: The Quest for a Perfect World Order / C. Tomuschat // *International Community Law Review*. – 2021. – № 5. Volume 24. – P. 1-47. – ISSN 1871-9740.

236. Torricelli, C. ESG screening strategies and portfolio performance: How do they fare in periods of financial distress? / C. Torricelli, B. Bertelli // *Cefin Working Paper*. – 2022 – Volume 87. – 38 p. – ISSN 2282-8168.

237. UNPRI. PRI Update Q1 2021 / UNPRI : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует.– URL: <https://harrisassoc.com/wp-content/uploads/sites/2/documents/PRI-Update-1Q21.pdf> (дата обращения: 01.02.2024).

238. Van Zanten, J.A. Improving companies' impacts on sustainable development: a nexus approach to the SDGS / J.A. Van Zanten, R. van Tulder // *Business Strategy and the Environment*. – 2021. – № 8. Volume 30. – P. 3703-3720. – ISSN 0964-4733.

239. Zahid, R.M.A. ESG performance, capital financing decisions, and audit quality: empirical evidence from Chinese state-owned enterprises / R.M.A. Zahid, A. Saleem, U.S. Maqsood // *Environmental Science and Pollution Research*. – 2023. – № 15. Volume 30. – P. 44086-44099. – ISSN 0944-1344.

240. Zhang, F. The Interaction Effect between ESG and Green Innovation and Its Impact on Firm Value from the Perspective of Information Disclosure / F. Zhang, X. Qin, L. Liu // *Sustainability*. – 2020. – № 5. Volume 12. – 1866 p. – ISSN 2071-1050.

Приложение А
(информационное)

Обзор концептуальных подходов к интеграции ESG-факторов в финансовую оценку бизнеса

Таблица А.1 – Обзор концептуальных подходов к интеграции ESG-факторов в финансовую оценку бизнеса

Статья 1	Авторы 2	Основные характеристики исследования 3
Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance	Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L.	Авторы статьи связывают информацию о ESG с оценкой и эффективностью компаний. Для этого они рассматривают три канала передачи данных в стандартной модели дисконтированного денежного потока: канал потока денежных средств, канал идиосинкратического риска и канал оценки. Результаты исследования показывают, что информация об ESG-характеристиках компаний влияет на их оценку и эффективность как через профиль систематического риска (более низкая стоимость капитала и более высокая оценка), так и через профиль идиосинкратического риска (более высокая прибыльность и меньшее воздействие на риск хвостов). Авторы делают вывод, что изменения в ESG-характеристиках компании могут быть полезным финансовым индикатором, а ESG-рейтинги подходят для включения в финансовый анализ
The impact of environmental, social, and governance performance on stock prices: Evidence from the banking industry	Miralles-Quirós, M.M.; Miralles-Quirós, J.L.; Redondo-Hernández, J. (2019 год)	Цель исследования – изучить, влияет ли экологическая, социальная и управленческая деятельность коммерческих банков, зарегистрированных на 20 разных фондовых рынках, на цены акций за период с 2002 по 2015 год. Результаты показывают, что инвесторы по-разному оценивают три компонента ESG. Также авторы отмечают, что значимость экологической и управленческой деятельности выше для банков из стран общего права и после глобального финансового кризиса
The Interaction Effect between ESG and Green Innovation and Its Impact on Firm Value from the Perspective of Information Disclosure	Zhang, F.; Qin, X.; Liu, L. (2020 год)	Авторы пришли к следующим выводам: - зелёные инновации могут способствовать повышению стоимости фирмы; - только раскрытие экологической и социальной информации может положительно влиять на стоимость фирмы; - взаимодействие между зелёными инновациями и социальным раскрытием на стоимость фирмы имеет эффект замещения, который постепенно ослабевает с увеличением стоимости фирмы
Forecasting volatility by integrating financial risk with environmental, social, and governance risk	Capelli, P., Ielasi, F., & Russo, A. (2021 год)	Цель исследования - проверить, может ли учет меры риска на основе экологических, социальных и управленческих факторов (ESG) сократить разницу между предварительным финансовым риском и последующей волатильностью финансовых активов. В качестве базы данных использовались 17 996 наблюдений за компаниями за период с 2007 по 2015 год (3332 активные фирмы из 55 стран и 10 отраслей, включенные в индекс ECPI Global Ethical Equity). По результатам исследования авторы пришли к выводу, что эффективность прогнозирования традиционных мер финансового риска можно улучшить, если интегрировать финансовый риск с мерой ESG-риска, которая учитывает ESG-энтропию

Продолжение таблицы А.1

1	2	3
ESG screening strategies and portfolio performance: How do they fare in periods of financial distress	Torricelli, C.; Bertelli, B. (2022 год)	<p>В статье рассмотрено влияние стратегий отбора на основе ESG-оценок на производительность портфеля в периоды финансового кризиса.</p> <p>Для этого авторы использовали 559 акций, входящих в индекс EURO STOXX, за период 2007–2021 годов. Чтобы сравнить производительность ESG-портфелей с пассивной стратегией, они вычислили меры скорректированной на риск эффективности: коэффициент Шарпа и альфы, полученные с помощью однофакторной и четырехфакторной модели Кархарта.</p> <p>Основные выводы работы:</p> <ul style="list-style-type: none"> - каждый из экологических, социальных и управленческих аспектов играет разную роль в определении производительности портфеля по сравнению с пассивным портфелем. Экологические и управленческие факторы вместе с комбинированными ESG-факторами обычно приводят к повышенной производительности, в отличие от социальных факторов; - в долгосрочной перспективе ESG-фильтры показывают более высокую производительность, но когда период наблюдения сужается до времен финансового кризиса, лучше работает пассивная стратегия
Impact of ESG performance on firm value and profitability	Aydogmus et al. (2022 год)	<p>В работе исследуется влияние экологической, социальной и управленческой деятельности на стоимость и прибыльность фирмы. Авторы пришли к выводу, что общий комбинированный балл ESG положительно и значительно связан со стоимостью фирмы. При этом отдельные баллы в социальной деятельности и корпоративном управлении имеют положительную и значимую связь, а в окружающей деятельности – нет. С другой стороны, комбинированный балл ESG, а также баллы в E, S и G положительно и значительно связаны с прибыльностью фирмы</p>
Do ESG Risk Scores Influence Financial Distress? Evidence from a Dynamic NDEA Approach	Jorge Antunes, Peter Wanke, Thiago Fonseca and Yong Tan	<p>Авторы исследуют влияние ESG-рисков на финансовый кризис.</p> <p>Для этого авторы используют модель Dynamic Network DEA, которая учитывает связи между бухгалтерскими и финансовыми показателями. Модель включает показатели прибыли и убытков, баланса, капитала и операционных расходов.</p> <p>Результаты исследования показывают, что ESG-риски положительно влияют на финансовую эффективность. Это подтверждает, что между ESG и финансовыми показателями есть положительная связь.</p> <p>Также результаты исследования подкрепляют другие работы, которые указывают на положительное влияние раскрытия ESG-информации на финансовую эффективность</p>

Источник: составлено автором [130; 141; 168; 204; 236; 240].

Приложение Б
(информационное)

Сравнительная характеристика ESG-индексов различных поставщиков данных

Таблица Б.1 – Сравнительная характеристика ESG-индексов различных поставщиков данных

Критерий сравнения	ESG-индекс РСПП	ESG-индекс АК&М	ESG-индекс RAEX	ESG-индекс РБК
Разработчик	Российской союз промышленников и предпринимателей (РСПП)	АК&М	RAEX-Europe	РБК (в партнерстве с НКР)
Количество показателей	43	38	Более 170	Адаптированная система индикаторов на базе методологии НКР
Направления оценки	- управленческая результативность; - экологические показатели; - социальные показатели	- взаимоотношения с обществом; - окружающая среда; - корпоративное управление	- экологический; - социальный; - управленческий	- экологический; - социальный; - управленческий
Тип использования данных	Вторичные данные (на основе ESG-индекса RAEX-Europe и РБК)	Первичные данные	Первичные (открытая отчетность, интервью)	Первичные и вторичные данные
Методология расчета	Агрегирование данных из внешних источников с учетом отраслевой специфики	Собственная методика оценки по 38 показателям в трех направлениях	Средневзвешенное по субрейтингам E, S, G; шкала от AAA (наивысший) до C (низший)	Адаптация методологии НКЛ для компаний на ранних стадиях внедрения ESG-практик
Целевая аудитория	Члены РСПП, крупные промышленные и бизнес-ассоциации	Инвесторы, компании, государственные органы	Международные и российские инвесторы, эмитенты	Широкая аудитория, включая СМИ, инвесторов, компании
Периодичность обновления	Ежегодно	Ежегодно	Ежеквартально / ежегодно (в зависимости от категории)	Ежегодно
Доступность данных	Ограниченная (преимущественно для членов РСПП)	Публикуется в открытом доступе	Публикуется в открытом доступе, включая детализацию по субрейтингам	Публикуется в открытом доступе

Источник: составлено автором на основании данных рейтинговых агентств [49; 54].

Приложение В
(информационное)

Критерии методов ESG-рейтингования

Таблица В.1 – Критерии методов ESG-рейтингования

Критерий оценки	Цель	Методология	Источник данных
По целевому назначению	Инвестиционные ESG-рейтинги	Ориентированы на оценку рисков и доходности, применяются при формировании портфелей и фондов	MSCI, S&P Global
	Корпоративные ESG-рейтинги	Используются компаниями для оценки собственной устойчивости и отчетности перед стейкхолдерами	CDP, EcoVadis
	Регуляторные и комплаенс-рейтинги	Служат инструментом надзора в рамках таксономий и целей устойчивого финансирования	EU SFDR, EU Taxonomy, Asia Sustainable Finance Initiative
По методологическим принципам	Оценочные (scoring)	Основанные на нормализованных количественных показателях	Не применимо
	Экспертные (judgmental)	Строящиеся на качественной интерпретации факторов	Не применимо
	Смешанные (hybrid)	Совмещающие количественный анализ и экспертные корректировки, которые применяются при недостаточной информированности компаний	Не применимо
По источникам данных	Внутренние корпоративные источники	Нефинансовая отчетность, политики, стратегические документы	Не применимо
	Внешние источники	СМИ, государственные базы данных, академические исследования	Не применимо
	Альтернативные источники	Спутниковый мониторинг, большие данные, машинный анализ текстовой информации, что отражает новую тенденцию к «технологизации» ESG-аналитики	Не применимо

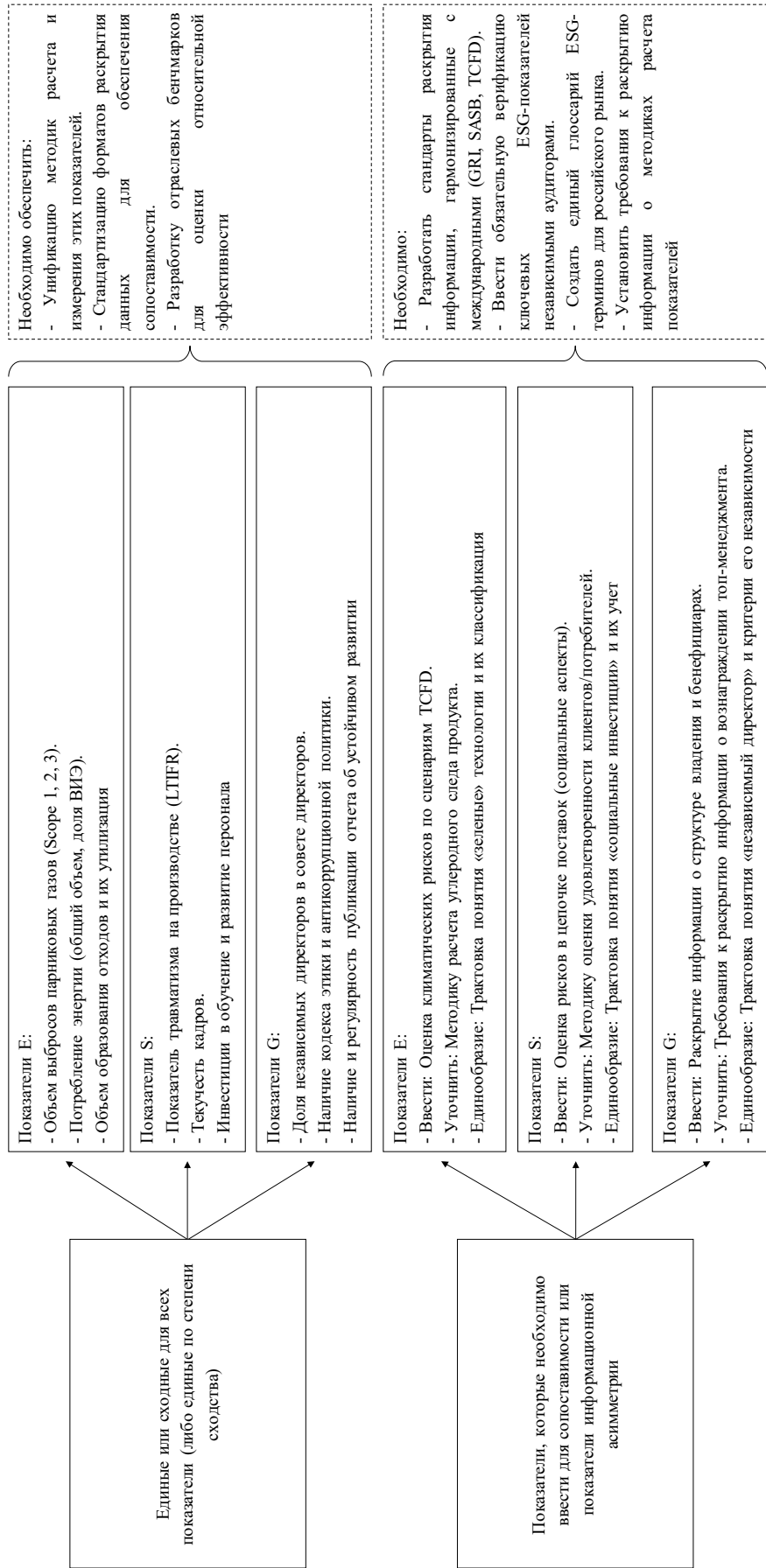
Источник: составлено автором.

Приложение Г
(информационное)

Интегративная ESG-матрица



Источник: составлено автором.
Рисунок Г.1 – Первая часть матрицы



Источник: составлено автором.
Рисунок Г.2 – Вторая часть матрицы



Источник: составлено автором.
Рисунок Г.3 – Третья часть матрицы

Приложение Д (информационное)

Процедура присвоения и мониторинга ESG-рейтингов

Процесс присвоения и мониторинга рейтингов устойчивого развития (или рейтингов ESG) включает несколько этапов и использует различные показатели для оценки деятельности компаний в области устойчивого развития. Основная цель ESG-рейтинга – предоставить заинтересованным сторонам информацию о том, насколько компания учитывает экологические, социальные и управленческие факторы в своей деятельности.

Процедура присвоения ESG-рейтинга включает следующие основные этапы:

Определение области и выбор методологии:

- рейтинговые агентства определяют компании, подлежащие оценке исходя из рыночной капитализации, отраслевой принадлежности, запросов инвесторов или других критериев;
- выбирается или разрабатывается методология, соответствующая целям оценки, учитывающая отраслевую специфику и доступность данных.

В ходе исследования изучены концептуальные основы и операционные механизмы «Модельной методологии ESG-рейтингов», предложенной Банком России, с акцентом на этапы и показатели процедуры присвоения и мониторинга рейтинга устойчивого развития. Методология представляет собой важный шаг к гармонизации подходов к оценке компаний по критериям устойчивого развития и управления рисками.

Согласно методологии, процесс присвоения ESG-рейтинга включает несколько ключевых этапов:

1) Сбор и анализ информации: на этом этапе осуществляется сбор данных о компании, включая финансовые показатели, стратегии устойчивого развития и существующие практики управления рисками. Банк России подчеркивает важность использования как количественных, так и качественных данных.

2) Оценка компонентов ESG: методология выделяет три основных компонента – экологический (E), социальный (S) и управленческий (G). Каждому из этих компонентов присваиваются баллы на основе заранее определенных критериев. Это позволяет создать более структурированный подход к оценке.

3) Взвешивание факторов: определение весов для каждого из компонентов является критически важным для итогового рейтинга. Банк России предлагает использовать адаптированную шкалу кредитных рейтингов, что способствует унификации и

сопоставимости результатов.

4) Сравнительный анализ: на этом этапе происходит сравнение с аналогичными компаниями в отрасли, что позволяет более точно определить позицию компании на рынке.

5) Мониторинг и обновление: присвоение рейтинга – это динамичный процесс, требующий регулярного обновления данных и пересмотра оценок в зависимости от изменений в деятельности компании.

Анализ модельной методологии ESG-рейтингов Банка России показывает, что она направлена на создание прозрачной и сопоставимой системы оценки устойчивого развития компаний. Основные выводы включают:

1) Необходимость стандартизации: гармонизация методологий позволит избежать несогласованности в оценках различных агентств и повысит доверие инвесторов к ESG-рейтингам.

2) Учет специфики отрасли: методология учитывает особенности различных секторов экономики, что делает её более адаптивной и полезной для анализа.

3) Динамичность процесса: регулярный мониторинг и обновление рейтингов обеспечивают актуальность информации и позволяют быстро реагировать на изменения в деятельности компаний.

На основе проведенного анализа можно предложить следующие рекомендации:

1) Унификация подходов: рекомендуется продолжить работу над унификацией критериев оценки ESG-факторов между различными рейтинговыми агентствами для повышения сопоставимости результатов.

2) Разработка отраслевых стандартов: для более точной оценки необходимо разработать конкретные стандарты для различных отраслей, учитывающие их уникальные риски и возможности.

3) Обучение и повышение осведомленности: важно проводить обучение для специалистов компаний по вопросам устойчивого развития и ESG-рейтингов, чтобы они могли эффективно внедрять соответствующие практики.

4) Интеграция ESG-факторов в стратегическое планирование: компании должны интегрировать ESG-факторы в свои бизнес-модели и стратегическое планирование, что позволит не только улучшить свои рейтинги, но и повысить общую эффективность бизнеса.

Таким образом, модельная методология ESG-рейтингов Банка России представляет собой важный шаг к созданию более прозрачной и эффективной системы оценки

устойчивого развития, которая может способствовать привлечению инвестиций и повышению конкурентоспособности российских компаний на международной арене.

ESG-индикаторы представляют собой конкретные метрики и критерии, используемые для оценки деятельности компании в области устойчивого развития. Количество и типы индикаторов могут варьироваться в зависимости от методологии рейтингового агентства, отраслевой принадлежности компании и других факторов.

Для каждого из компонентов ESG существуют специфические показатели, которые служат основой для оценки в соответствии с рисунком Д.1.



Источник: составлено автором.

Рисунок Д.1 – Показатели для оценки ESG-рейтинга

При этом важно подчеркнуть, что ESG-рейтинг не является статичной характеристикой компании. Его значение динамически меняется под влиянием внешних (эволюция регуляторной среды, изменение ожиданий инвесторов и потребителей, обострение климатических и социальных вызовов) и внутренних факторов (внедрение новых технологий, изменение бизнес-модели, реализация ESG-инициатив).

Таким образом, регулярный мониторинг ESG-рейтинга выступает неотъемлемым элементом стратегического управления на «стратегической» стадии зрелости. Он трансформирует ESG-оценку из инструмента формальной отчетности в действенный механизм управления долгосрочной устойчивостью и созданием акционерной стоимости

Приложение Е (информационное)

Динамика и структура рынка GSS+ облигаций и устойчивых инвестиций

Ключевым сегментом этого рынка выступает рынок ESG-облигаций, в рамках которого особую роль играют инструменты категории GSS+ (Green, Social, Sustainability, Sustainability-Linked and Transition bonds - зеленые, социальные, устойчивые, привязанные к целям устойчивого развития и переходные облигации). Согласно данным Climate Bonds Initiative (CBI) [149], рынок GSS+-облигаций демонстрирует устойчивую динамику роста. По итогам 2024 года совокупный объем выпуска с момента зарождения рынка достиг 6,9 трлн долл. США, а годовой объем новой эмиссии, соответствующей методологии CBI, составил 1,05 трлн долл. США, что на 31% превышает показатель 2023 года [149]. Зеленые облигации остаются доминирующим сегментом рынка, формируя 64% общего объема. В первой половине 2025 года тенденция сохранилась: объем новых выпусков достиг 555,8 млрд долл. США, а совокупный объем превысил 6,2 трлн долл. США

Структура рынка GSS+ облигаций характеризуется доминированием зеленых облигаций, которые финансируют экологические инициативы. Однако наиболее динамично развивающимся сегментом являются облигации, связанные с устойчивостью (SLB), где механизм начисления процентов или штрафов зависит от достижения определенных ключевых показателей экологии, социальной и корпоративной ответственности (ESG).

Географически рынок GSS+ облигаций концентрируется в основном в Европейском союзе, который занимает доминирующую позицию с более чем 50% от общемирового объема. Это связано с наличием понятной нормативной базы и стандартов, таких как Таксономия ЕС и EU Green Bond Standard, что стимулирует эмиссию зеленых облигаций на территории Европы. В Азиатско-Тихоокеанском регионе наблюдается значительный рост рынков, включая Китай, Японию и Южная Корея, демонстрирующие высокие темпы развития в сфере зеленого финансирования. Согласно исследованию BlackRock Investment Institute, к 2025 году объем активов, инвестированных с учетом принципов устойчивого развития, уже превысил \$40,2 трлн, что подчеркивает масштаб и влияние этого нового этапа инвестирования. Таким образом, развитие рынка GSS+ облигаций и рост инвестиций на основе устойчивого развития представляют собой динамику, которая отражает прогресс в области экологически ответственного финансирования и ответственного инвестирования.

Приложение Ж
(информационное)

Сравнительный анализа критериев, учитываемых в западных ESG-рейтингах и российских ESG-рейтингах

Таблица Ж.1 – Сравнительный анализа критериев, учитываемых в западных ESG-рейтингах и российских ESG-рейтингах

Критерии ESG-рейтингов		Российские	Западные	Выводы по сравнительному анализу
Окружающая среда	Финансирование воздействия на окружающую среду (Financing Environmental Impact)	нет	да	<p>Детализация и специфика: Российская методология RAEX-RR (2024) демонстрирует более высокую детализацию по ряду экологических и социальных показателей, а также включает уникальные критерии, отражающие специфику российской экономики и социальной сферы (например, региональные особенности, роль государства, социальная защита компаний, взаимодействие с регуляторами). Это может быть как преимуществом (учет локальных реалий), так и недостатком (сложность сопоставления с глобальными стандартами).</p> <p>Фокус на возможностях: MSCI явно выделяет «возможности» (Opportunities) как отдельный аспект оценки, тогда как в RAEX-RR они интегрированы в общие показатели, но не всегда явно выделены как драйверы роста или инноваций.</p> <p>Прозрачность и отчетность: RAEX-RR уделяет больше внимания отчетности и прозрачности как отдельным показателям, что важно для развивающегося рынка.</p> <p>Финансовые аспекты ESG: MSCI более явно интегрирует финансовую релевантность ESG-рисков и возможностей. В RAEX-RR это подразумевается, но не так акцентировано в структуре критериев.</p> <p>Корпоративное управление: В части корпоративного управления есть как совпадения, так и различия в детализации. Российская методология добавляет акцент на внутренний контроль, аудит и взаимодействие с регуляторами, что в свою очередь связано с особенностями регулирования в РФ</p>
	Углеродный след продукта (Product Carbon Footprint)	нет	да	
	Уязвимость к изменению климата (Climate Change Vulnerability)	нет	да	
	Возможности в зеленом строительстве (Opportunities in Green Building)	нет	да	
	Загрязнение почвы (Soil Pollution)	да	нет	
	Экологические инциденты и штрафы (Environmental Incidents and Fines)	да	нет	
	Экологические инновации (Environmental Innovations)	да	нет	
	Экологическая отчетность и прозрачность (Environmental Reporting and Transparency)	да	нет	
	Уникальные показатели, учитывающие региональные особенности	да	нет	
Социальная сфера	Защита прав потребителей финансовых услуг (Consumer Financial Protection)	нет	да	
	Ответственное инвестирование (Responsible Investment)	да	нет	
	Доступ к здравоохранению (Access to Health Care)	нет	да	
	Возможности в области питания и здоровья (Opportunities in Nutrition & Health)	нет	да	
	Социальная защита и льготы (Social Protection and Benefits)	да	нет	
	Удовлетворенность клиентов (Customer Satisfaction)	да	нет	
	Социальные инвестиции и благотворительность (Social Investments and Charity)	да	нет	
	Социальная отчетность и прозрачность (Social Reporting and Transparency)	да	нет	
	Уникальные показатели, учитывающие региональные особенности	да	нет	
Управление	Отдельный акцент на бухгалтерском учете (Accounting) как ключевом вопросе	нет	да	
	Взаимодействие с регуляторами (Interaction with Regulators)	да	нет	
	Внутренний контроль и аудит (Internal Control and Audit)	да	нет	
	Кибербезопасность (Cybersecurity)	да	нет	

Источник: составлено автором.

Приложение И (информационное)

Обзор научной литературы: взаимосвязь ESG-рейтингов и финансовых показателей активов

В современной научной литературе сохраняется дискуссионность относительно характера взаимосвязи между ESG-рейтингами и финансовыми показателями активов: несмотря на значительное число исследований по данной проблематике, консенсус в научном сообществе не сформирован. Комплексный мета анализ существующих работ, проведенный Боффо с соавторами [142], выявил существенное расхождение результатов в зависимости от типа исследования:

- в отраслевых исследованиях преимущественно фиксируется положительная корреляция между ESG-оценками и финансовой производительностью компаний;
- академические исследования, напротив, зачастую демонстрируют отрицательную или незначимую связь.

Подобное расхождение может быть обусловлено методологической неоднородностью ESG-рейтингов, в т.ч. различиями в подходах к определению существенности факторов и их количественной оценке.

Эмпирическое подтверждение влияния данной неоднородности на рыночные результаты представлено в исследовании Гибсона и соавторов [172]. Авторы демонстрируют, что высокий разброс ESG-оценок от шести различных провайдеров в отношении социальных факторов (S) и факторов корпоративного управления (G) приводит к краткосрочной переоценке акций индекса S&P 500 с последующей отрицательной доходностью в среднесрочной перспективе.

Дополнительно Боффо и соавторы [137] посредством сравнительного анализа различных методологических подходов не выявили статистически значимых доказательств систематического превосходства ESG-ориентированных портфельных индексов и фондов над традиционными бенчмарками. Это ставит под сомнение тезис о гарантированной «премии за устойчивость» при инвестировании в ESG-активы без учёта специфики применяемых рейтинговых методологий.

Расхождение между рейтингами ESG задокументировано Бергом и соавторами [135], которые используют рейтинги пяти известных поставщиков данных. Они обнаружили, что рейтинги ESG коррелируют только на 60%, по сравнению с 99% для кредитных рейтингов крупнейших CRA. В основном это объясняется различиями в измерениях (т.е. измерении одного и того же объекта разными способами) и правилах

агрегирования, что приводит авторов к выводу о необходимости стандартизации процедур измерений.

Эмпирически подтвержденная неоднородность ESG-рейтингов различных провайдеров представляет собой значимую методологическую проблему современной финансовой аналитики. Как демонстрируют исследования Биллио и соавторов [132], ключевая причина расхождений заключается в отсутствии унифицированных подходов к определению и количественной оценке экологических (E), социальных (S) и управленческих (G) компонентов устойчивого развития. Указанная методологическая разнородность приводит к существенным расхождениям между ESG-индексами различных провайдеров. В частности, анализ показателей согласия по ключевым составляющим сопоставимых индексов - с учётом их охвата и отраслевой структуры - демонстрирует крайне низкие значения даже после корректировки на географические различия.

В современных исследованиях всё большее внимание уделяется эволюции методологий оценки ESG-факторов и коммерческим аспектам деятельности провайдеров ESG-рейтингов. В частности, Эскриг-Ольмедо с соавторами [157] предпринимают попытку количественно и качественно оценить динамику критериев, используемых провайдерами ESG-рейтингов в процессах оценки за последнее десятилетие. Авторы подчеркивают, что провайдеры ESG-рейтингов функционируют в условиях выраженной коммерческой ориентации: они позиционируют себя как поставщики комплексных аналитических решений на рынке устойчивого финансирования. Такая диверсификация продуктового портфеля существенно укрепляет рыночные позиции провайдеров, но одновременно порождает потенциальные конфликты интересов.

Как в научной литературе, так и в средствах массовой информации также ставится под сомнение полезность и надежность оценок ESG в достижении устойчивых результатов. Боффо и соавторы [132] обнаружили положительную корреляцию между высокими экологическими показателями и высоким уровнем выбросов CO₂ и отходов. Публикации и аналитические обзоры, посвященные ESG-инвестированию, фиксируют случаи, когда фактическая структура отдельных «климатических» и ESG-продуктов неочевидна для инвестора и может включать эмитентов из углеродоемких отраслей, в том числе нефтегазового сектора. Подобные ситуации, а также присутствие компаний с существенным экологическим воздействием в составе ряда ESG-индексов, становятся предметом общественного и профессионального обсуждения и усиливают вопросы о том, насколько корректно ESG-маркировка и ESG-рейтинги отражают реальный профиль устойчивости эмитентов.

Приложение К
(информационное)

Детальные расчеты и эмпирические данные анализа ESG-рейтингов

1) Описание выборки и методологии

Период анализа: 2022–2024 года. Объект исследования: выборка из 11 крупнейших российских компаний (n=11), входящих в листинги ведущих бирж и обладающих ESG-рейтингами как минимум от двух независимых провайдеров. Критерии отбора:

- 1) Наличие актуальных оценок от российских (RAEX, Эксперт РА, АК&М) и международных (Sustainalytics, WBA) агентств.
- 2) Отраслевое представительство (добыча, металлургия, финансы, телекоммуникации, IT).
- 3) Информационная прозрачность и наличие нефинансовой отчетности.

Методология:

- Нормализация: данные приведены к единой 100-балльной шкале. Для рейтингов риска (Sustainalytics) произведена инверсия (100 - балл риска) для сопоставимости с рейтингами достижений.
- Статистические методы: использован корреляционный анализ Пирсона (линейная связь) и Спирмена (ранговая связь). Для оценки общей согласованности группы агентств рассчитан коэффициент конкордации Кендалла-W.

Результаты корреляционного анализа

Таблица К.1 – Парные коэффициенты корреляции, отражающие степень методологической конвергенции между агентствами

Пара агентств	Коэффициент Пирсона (r)	Коэффициент Спирмена (ρ)	p-уровень значимости
RAEX – АК&М	0,626	0,365	0,300
RAEX – Sustainalytics	0,303*	0,285*	0,045
АК&М – Sustainalytics	0,298*	0,385	0,059

Примечание - Значения для международных агентств приведены с учетом инверсии шкалы риска.

Источник: составлено автором на основе расчетов.

Вывод по таблице: наибольшая согласованность наблюдается внутри группы российских агентств (RAEX-АК&М, $r=0,626$). Связь между российскими и международными оценками характеризуется как слабая положительная (средний $\rho \approx 0,30$), что подтверждает наличие существенных методологических расхождений при сохранении общего вектора оценки.

Анализ структуры оценок позволяет выявить драйверы методологической дивергенции.

Таблица К.2 – Анализ расхождений по компонентам E, S и G (абсолютная разница в баллах)

Компания	Разница по E (баллы)	Разница по S (баллы)	Разница по G (баллы)
Сбербанк	25	10	10
ФосАгро	25	10	10
НЛМК	20	13	18
Полюс	22	18	17
Норильский никель	23	7	5
КАМАЗ	7	2	4
ЭЛС-Энерго	15	5	7
Лукойл	10	0	5
МТС	10	3	4
Московская биржа	42	63	60
Яндекс	20	35	29
Среднее значение	19,9	15,1	15,4

Источник: составлено автором.

Вывод по таблице: максимальные средние расхождения (19,9 баллов) зафиксированы в экологическом компоненте (E). Это подтверждает гипотезу о том, что именно экологические риски и методы их оценки являются наиболее дискуссионными и специфичными для национального контекста. Оценки социального блока (S) и корпоративного управления (G) демонстрируют более высокую согласованность.

Приложение Л
(информационное)

Аналитика ESG-сегмента российского фондового рынка (2020-2025 года): доходность индексов, облигации, регрессионный анализ

Таблица Л.1 – Доходность ценовых индексов (YTD и годовая)

В процентах, %

Индекс	2020	2021	2022	2023	2024 (на 02.12)
IMOEX (Бенчмарк)	+8	+15	-43	+44	-17
MRRT (Ответственность и открытость)	+3	+18	-41	+35	-14
MRSV (Вектор устойчивого развития)	+22	+3	-35	+34	-22
MRSVR (Вектор устойчивого развития российских эмитентов)	+22	+5	-33	+31	-22

Источник: составлено автором.

Таблица Л.2 – Доходность индексов полной доходности (Total Return)

В процентах, %

Индекс	2020	2021	2022	2023	2024 (на 02.12)
MCFTR (IMOEX Total Return)	+15	+22	-37	+54	-10
MRSVTR (Вектор устойчивого развития TR)	+30	+10	-30	+31	-17
MRSVRTR (Вектор устойчивого развития российских эмитентов TR)	+30	+12	-28	+37	-17

Источник: составлено автором.

Таблица Л.3 – Сравнение ESG-индексов и IMOEX

Показатель	IMOEX	MESG	MRSV	MRRT
Доходность 1 год	выше	ниже	ниже	ниже
Доходность 3 года	выше	сопоставимо/ниже	ниже	ниже
Доходность 5 лет	выше	ниже	ниже	ниже
Волатильность	высокая	высокая	высокая	высокая
Коэффициент Шарпа	выше	ниже	ниже	ниже
Max Drawdown	сопоставим	сопоставим	сопоставим	сопоставим

Источник: составлено автором.

Регрессионный анализ влияния ESG-рейтинга на доходность акций (модель с контролем размера, мультипликатора P/B и долговой нагрузки) для периода с 2022 года по 2024 год показал, что коэффициент при ESG-факторе статистически незначим или имеет крайне низкую объясняющую способность ($R^2 < 0,1$). Основными драйверами доходности остаются классические факторы – размер компании и отраслевая принадлежность.

Анализ «гринума» (премии за зеленость) на рынке облигаций показал, что спред между доходностью ESG-облигаций и классических выпусков тех же эмитентов (РЖД, Правительство Москвы) колеблется в пределах 0-5 базисных пунктов, что ниже статистической погрешности и не покрывает затраты на верификацию. Таким образом, ценовая премия за ESG-статус практически отсутствует.

Приложение М
(информационное)

Эконометрический анализ влияния ESG-рейтингов на финансовые показатели компаний

В академической среде выделяются три основных подхода. *Теория стейкхолдеров* (R.E. Freeman) обосновывает [163], что учет интересов всех заинтересованных сторон повышает долгосрочную эффективность компании. *Теория ресурсной базы (RBV)* трактует ESG-компетенции как ценные, редкие и трудновоспроизводимые ресурсы, создающие устойчивое конкурентное преимущество [133]. *Теория агентских конфликтов*, напротив, указывает на риск использования социальных инвестиций менеджерами в личных целях (гипотеза сверхинвестирования), что может приводить к отрицательной связи ESG с финансовыми результатами.

Мета-анализ Friede, Busch и Bassen, охвативший более 2000 работ, выявил положительную корреляцию между ESG и финансовыми показателями в 62,6% исследований. Наиболее сильная связь наблюдается на развивающихся рынках, что объясняется эффектом «институционального замещения»: ESG-рейтинги компенсируют слабость государственных институтов [164]. Исследование доказало, что только инвестиции в «существенные» (material) для отрасли ESG-факторы ведут к росту доходности акций и ROA. Региональные исследования показывают, что на развитых рынках инвесторы чувствительнее к экологическим факторам (E), а на развивающихся (страны БРИКС) – к фактору управления (G).

На основе теоретического анализа нами выдвинуты следующие гипотезы:

- Гипотеза H1: существует прямая положительная зависимость между совокупным ESG-рейтингом компании и ее рентабельностью активов (ROA).
- Гипотеза H2: влияние ESG-факторов на финансовую результативность носит нелинейный характер (U-образная зависимость). На начальных этапах затраты на трансформацию могут снижать ROA, но при достижении определенного порога зрелости начинается экспоненциальный рост эффективности.
- Гипотеза H3: региональный контекст является значимым модератором связи ESG-CFP. Ожидается, что на западных рынках связь будет более выраженной из-за развитой системы «зеленого» финансирования и потребительских предпочтений.
- Гипотеза H4: управленческий компонент (G) оказывает наиболее быстрое и значимое влияние на ROA по сравнению с экологическим (E) и социальным (S) компонентами.

Для обеспечения высокой достоверности результатов в исследование была включена выборка из 60 публичных компаний, представляющих два ключевых сегмента мировой экономики.

Развитые рынки: 30 компаний из индексов S&P 500 и STOXX 600 (США, Германия, Франция, Великобритания). Источником ESG-данных послужили отчеты S&P Global и MSCI.

Развивающиеся рынки (Россия): 30 крупнейших компаний, входящих в ESG-рейтинг агентства RAEX Europe и Московской Биржи.

Выборка охватывает период 2023-2024 годов. Отраслевая структура включает технологический сектор, энергетику, финансы, ритейл и телекоммуникации, что позволяет контролировать межотраслевые различия.

Зависимая переменная: в качестве основного индикатора финансовой результативности выбран показатель ROA (Return on Assets). В отличие от рыночных показателей (Tobin's Q или доходность акций), ROA отражает реальную операционную эффективность менеджмента в использовании активов компании. Это критически важно для анализа ESG, так как многие устойчивые практики направлены именно на оптимизацию внутренних процессов и снижение операционных издержек.

Независимые переменные:

- ESG Score: агрегированный показатель устойчивости.
- E_Score, S_Score, G_Score: Индивидуальные баллы по экологическому, социальному и управленческому направлениям.
- Binary Policies: набор дамми-переменных (0/1), отражающих наличие конкретных политик (Health & Safety, Energy Efficiency, Board Re-election).

Контрольные переменные: для исключения эффекта «ложной корреляции» в модели включены:

Size (Ln_Assets): натуральный логарифм совокупных активов. Крупные компании имеют эффект масштаба, позволяющий легче абсорбировать затраты на ESG.

Leverage (Debt/Equity): отношение долговых обязательств к собственному капиталу. Финансовый рычаг влияет на риск и стоимость капитала, что может исказить связь ESG-ROA.

Region Dummy: бинарная переменная для учета географической специфики.

Исследование базируется на методе наименьших квадратов (OLS) с робастными стандартными ошибками. Для проверки гипотез построены четыре спецификации моделей:

Базовая линейная модель: оценка общего влияния ESG-сгора.

Компонентная модель: Анализ вклада E, S и G факторов по отдельности.

Модель взаимодействия (Interaction Model): Оценка того, как регион (Запад/РФ) меняет силу влияния ESG на ROA.

Квадратичная модель: Проверка гипотезы о нелинейной (U-образной) зависимости.

Математический вид основной модели (M.1)

$$ROA_i = \beta_0 + \beta_1 ESG_{SCORE_i} + \beta_2 Ln_{ASSETS_i} + \beta_3 Leverage_i + \beta_4 Region_i + \beta_5 (ESG_{SCORE_i} \times Region_i) + \varepsilon_i, \quad (M.1)$$

где: ROA_i - Return on Assets, рентабельность активов компании i) - зависимая переменная;

β_0 - константа (свободный член);

$\beta_1 \dots \beta_n$ - коэффициенты регрессии для каждого фактора;

ESG_{SCORE_i} - ESG-оценка компании i ;

Ln_{ASSETS_i} - натуральный логарифм от общей стоимости активов компании i ;

$Leverage_i$ - показатель долговой нагрузки (левериджа) компании i ;

$Region_i$ - фиктивная (дамми) переменная, отражающая принадлежность компании i к определенному географическому региону;

$ESG_{SCORE_i} \times Region_i$ - член взаимодействия (interaction term) между ESG-оценкой и региональной переменной;

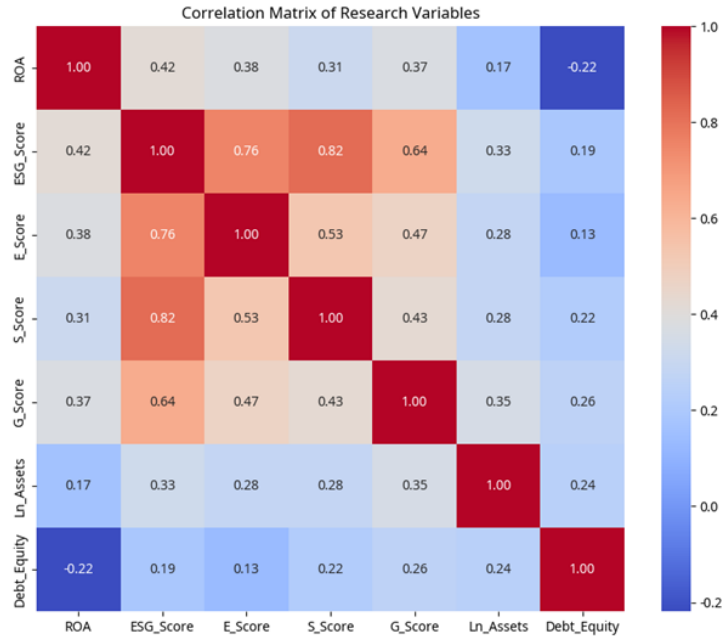
ε - погрешность модели.

Средний ESG-балл западных компаний (9,8) превышает российский (8,2). Корреляция ESG и ROA на Западе составляет 0,58, в России – 0,12 (рисунки M.1 – M.2). Регрессионный анализ (модель 1) показал статистически значимое положительное влияние ESG на ROA ($\beta = 2,23$; $p < 0,01$). Эффект взаимодействия с регионом выявил, что для западных компаний предельный эффект ESG на ROA равен 2,77, для российских – 0,60 (статистически незначимо). Результаты подтверждают гипотезы H1 и H3.

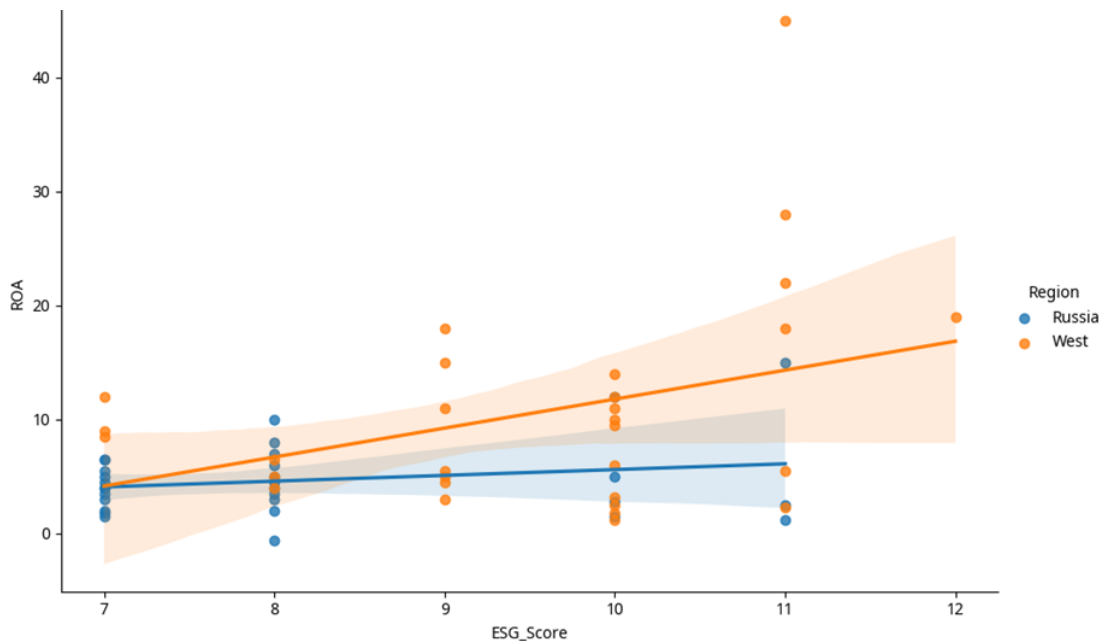
Анализ компонентов (гипотеза H4) показал: фактор G (управление) – коэффициент 0,96 ($p = 0,036$); E (экология) – 0,78 ($p = 0,16$); S (социальная сфера) – 0,50 ($p = 0,30$). Только управленческий компонент дает немедленный значимый вклад в ROA.

Квадратичная модель выявила слабовыраженную U-образную зависимость (коэффициент при квадрате ESG – 0,54, $p = 0,28$), что указывает на существование «долины смерти» на начальных этапах ESG-трансформации (гипотеза H2, рисунок M.3).

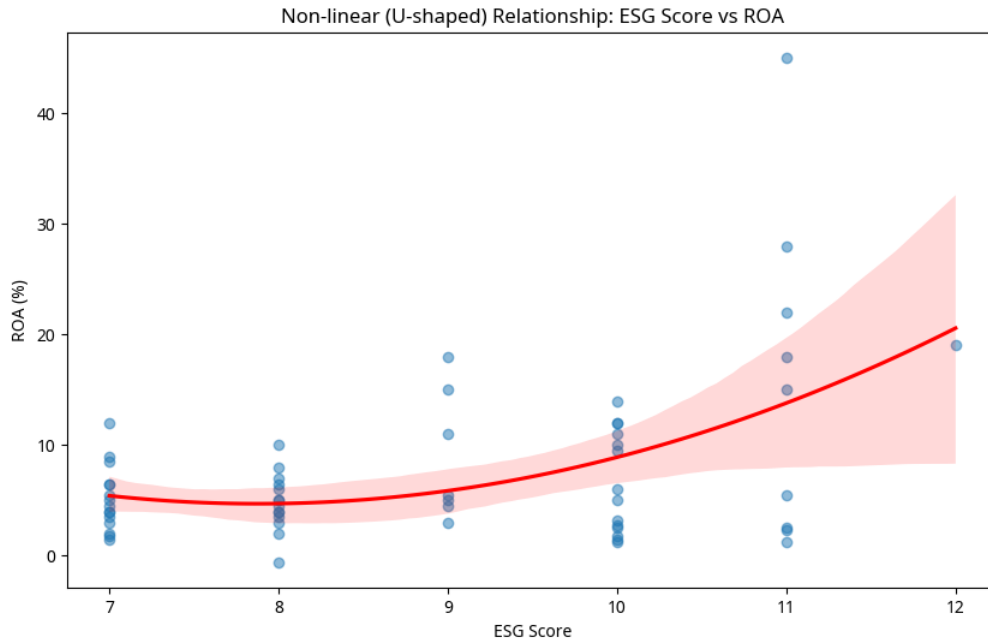
Анализ влияния ESG на средневзвешенную стоимость капитала (WACC) показал: на Западе ESG снижает WACC ($\beta = -0,21$; $p < 0,05$); в России, напротив, высокие ESG-затраты воспринимаются как дополнительный риск, увеличивая WACC ($\beta = +0,26$; $p < 0,05$). Аналогичная картина получена для волатильности операционной прибыли.



Источник: составлено автором с использованием Python на основе расчетов.
Рисунок М.1 – Матрица корреляций ключевых переменных



Источник: составлено автором с использованием Python на основе расчетов.
Рисунок М.2 – Влияние ESG на ROA: региональная дивергенция



Источник: составлено автором с использованием Python на основе расчетов.
Рисунок М.3 – Нелинейная зависимость ESG и ROA (U-образная кривая)

Ключевые выводы:

- 1) ESG-зрелость статистически значимо связана с ростом ROA (каждый балл рейтинга увеличивает ROA в среднем на 2,23%).
- 2) Отдача от ESG-инвестиций на западных рынках в 4,6 раза выше, чем в России.
- 3) Корпоративное управление (G) – наиболее эффективный драйвер прибыльности в краткосрочном периоде.
- 4) Высокая долговая нагрузка подавляет положительный эффект ESG.

Практические рекомендации:

Для топ-менеджмента: приоритезировать инвестиции в блок Governance; рассматривать экологические и социальные проекты как долгосрочные (окупаемость более 3–5 лет); синхронизировать ESG-стратегию с финансовой политикой, избегая чрезмерного роста долга.

Для инвесторов: использовать ESG-рейтинги как опережающий индикатор операционной эффективности (особенно на развитых рынках); при анализе российских компаний акцентировать внимание на качестве корпоративного управления как наиболее надежном предикторе будущей доходности.

Приложение Н
(информационное)

Эмпирический анализ влияния ESG-рейтингов на риск-скорректированные показатели (VaR, ES) и портфельные стратегии

Таблица Н.1 - Эмпирический анализ влияния ESG-рейтингов на риск-скорректированные показатели (VaR, ES) и портфельные стратегии

Компания	Тикер	Индустрия	ESG Risk Rating		ESG-Sustainalytics:		ESG Risk Rating		ESG-S&P Global:	
			Sustainalytics	Grade	Grade	S&P Global	S&P Global	Grade		
Московская биржа	MOEX	Финансовые услуги	14,2	Low	29	High				High
«Полиметалл»	POLY	Золотодобыча	20,3	Medium	77	Low				Low
ГК ПИК	PIKK	Строительство	20,4	Medium	#Н/Д	#Н/Д				#Н/Д
X5 Retail Group	FIVE	Розничная торговля	20,8	Medium	34	Medium				Medium
Сбербанк	SBER	Банки	21,7	Medium	41	Medium				Medium
МТС	MTSS	Телекоммуникационные услуги	23,1	Medium	#Н/Д	#Н/Д				#Н/Д
«Магнит»	MGNT	Розничная торговля	26,2	Medium	26	High				High
«Полюс»	PLZL	Золотодобыча	26,8	Medium	54	Low				Low
«ФосАгро»	PHOR	Агрохимикаты	27,3	Medium	#Н/Д	#Н/Д				#Н/Д
НЛМК	NLMK	Чёрная металлургия	28,1	Medium	45	Medium				Medium
«Сверсталь»	CHMF	Чёрная металлургия	30,8	High	46	Medium				Medium
«Интер РАО»	IRAO	Электроэнергетика	31,9	High	53	Low				Low
«ЕВРАЗ»	EVRE	Чёрная металлургия	32,6	High	52	Low				Low
«Петропавловск»	POGR	Золотодобыча	33,6	High	#Н/Д	#Н/Д				#Н/Д
Роснефть	ROSN	Нефтегазовые компании	33,9	High	#Н/Д	#Н/Д				#Н/Д
«НОВАТЭК»	NVTK	Нефтегазовые компании	34,2	High	40	Medium				Medium
Группа ВТБ	VTBR	Банки	34,6	High	#Н/Д	#Н/Д				#Н/Д
«ЛУКОЙЛ»	LKOH	Нефтегазовые компании	35,7	High	46	Medium				Medium
«АЛРОСА»	ALRS	Драгоценные металлы и минералы	36,4	High	34	Medium				Medium
«Норильский никель»	GMKN	Добыча полезных ископаемых	36,9	High	44	Medium				Medium
«Газпром»	GAZP	Нефтегазовые компании	38,9	High	42	Medium				Medium
ММК	MAGN	Чёрная металлургия	40,2	Severe	#Н/Д	#Н/Д				#Н/Д
«Татнефть»	TATN	Нефтегазовые компании	44,3	Severe	#Н/Д	#Н/Д				#Н/Д
«Сургутнефтегаз»	SNGS	Нефтегазовые компании	48,1	Severe	#Н/Д	#Н/Д				#Н/Д

Примечание - В таблице приведены последние доступные оценки ESG по данным поставщиков Sustainalytics и S&P Global. Чем меньше оценка Sustainalytics, тем ниже риск ESG. Чем выше оценка S&P Global, тем ниже риск ESG. Зеленые ячейки указывают на однородность оценок. Оранжевые и красные ячейки указывают на неоднородность малых и больших оценок

Приложение П
(информационное)

Результаты расчетов за период с января 2022 по сентябрь 2024; поставщик:
Sustainalytics; модель: AS-CAViaR; t = 0,05

Таблица П.1 - Результаты расчетов за период с января 2022 по сентябрь 2024; поставщик: Sustainalytics; модель: AS-CAViaR; t = 0,05

Компания	Тикер	Индустрия	ESG Risk Rating Sustainalytics	ESG-Sustainalytics Grade	SI	SR	AE	UC	CC	DQ	ES-CC
Московская биржа	MOEX	Финансовые услуги	14,2	Low	0,01	0,01	0,98	0,91	0,67	0,77	0,41
«Полиметалл»	POLY	Золотодобыча	20,3	Medium	0,05	0,03	1,01	0,96	0,77	0,5	0,81
ГК ПИК	PIKK	Строительство	20,4	Medium	0,04	0,03	0,98	0,91	0,98	0,97	0,84
X5 Retail Group	FIVE	Розничная торговля	20,8	Medium	0,07	0,05	0,98	0,91	0,67	0,7	0,67
Сбербанк	SBER	Банки	21,7	Medium	0	0	0,98	0,91	0,98	0,48	0,31
МТС	MTSS	Телекоммуникационные услуги	23,1	Medium	-0,04	-0,03	0,98	0,91	0,8	0,6	0,34
«Магнит»	MGNT	Розничная торговля	26,2	Medium	0,04	0,03	0,98	0,91	0,8	0,99	0,42
«Полюс»	PLZL	Золотодобыча	26,8	Medium	0,05	0,04	0,98	0,91	0,8	0,93	0,86
«ФосАгро»	PHOR	Агрохимикаты	27,3	Medium	0,03	0,02	0,98	0,91	0,8	0,82	0,66
НЛМК	NLMK	Чёрная металлургия	28,1	Medium	0,04	0,03	0,98	0,91	0,8	0,67	0,71
«Сверсталь»	SHMF	Чёрная металлургия	30,8	High	0,04	0,03	1,01	0,96	0,14	0,48	0,73
«Интер РАО»	IRAO	Электроэнергетика	31,9	High	0,08	0,06	0,98	0,91	0,15	0,03	0,74
«ВРЗ»	EVRE	Чёрная металлургия	32,6	High	0,05	0,04	0,98	-0,91	0,8	0,93	0,86
«Петропавловск»	POGR	Золотодобыча	33,6	High	0,05	0,04	1,01	0,96	0,14	0,25	0,79
Роснефть	ROSN	Нефтегазовые компании	33,9	High	0,03	0,02	0,98	0,91	0,8	0,98	0,66
«НОВАТЭК»	NVTK	Нефтегазовые компании	34,2	High	0,05	0,03	1,01	0,96	0,77	0,5	0,81
Группа ВТБ	VTBR	Банки	34,6	High	0,04	0,03	0,98	0,91	0,8	0,67	0,71
«ЛУКОЙЛ»	LKOH	Нефтегазовые компании	35,7	High	0,04	0,03	1,01	0,96	0,77	0,9	0,52
«АЛРОСА»	ALRS	Драгоценные металлы и минералы	36,4	High	0,04	0,03	1,01	0,96	0,77	0,78	0,68
«Норильский никель»	GMKN	Добыча полезных ископаемых	36,9	High	0,08	0,06	1,01	0,96	0,14	0,25	0,79
«Газпром»	GAZP	Нефтегазовые компании	38,9	High	0,06	0,04	1,12	0,47	0,07	0	0,8
ММК	MAGN	Чёрная металлургия	40,2	Severe	0,11	0,07	1,01	0,96	0,72	0,75	0,75
«Татнефть»	TATN	Нефтегазовые компании	44,3	Severe	0,01	0,01	1,01	0,96	0,77	0,78	0,79
«Сургутнефтегаз»	SNGS	Нефтегазовые компании	48,1	Severe	0,03	0,02	0,98	0,91	0,8	0,82	0,66

Примечание - В столбце SI указан индекс Сортино, основанный на среднем превышении доходности над риском снижения, а в столбце SR - коэффициент Шарпа, рассчитанный как отношение средней избыточной доходности актива к его стандартному отклонению. В столбце AE указан фактический коэффициент превышения над ожидаемым. Столбцы UC и CC представляют собой значения р для безусловного и условного тестов покрытия. Столбец DQ представляет значение р для динамического квантильного теста. Столбец ES-CC сообщает о значении р, полученном по результатам исследования McNeil и Frey (2000). Оттенки серого указывают на то, что процедура обратного тестирования в столбце не прошла на уровне значимости $\alpha = 0,05$.

Приложение Р

(информационное)

Анализ портфеля за период с января 2022 г. по сентябрь 2024 г.; $t = 0.05$

Таблица Р.1 – Анализ портфеля за период с января 2022 г. по сентябрь 2024 г.; $t = 0.05$

ESG Risk	SI	SR	Model	AE	UC	CC	DQ	ES-CC
Sustainalytics								
Low	0.03	0.02	CAViar	1.00	0.99	0.28	0.45	0.65
			GARCH	0.96	0.82	0.97	0.64	0.21
Medium	0.07	0.05	CAViar	1.04	0.84	0.94	0.33	0.65
			GARCH	0.12	0.54	0.74	0.38	0.39
High	0.04	0.03	CAViar	1.00	0.99	0.28	0.46	0.56
			GARCH	1.16	0.42	0.69	0.38	0.29
S&P Global								
Low	0.05	0.04	CAViar	1.04	0.84	0.38	0.48	0.93
			GARCH	1.33	0.11	0.28	0.19	0.55
Medium	0.05	0.04	CAViar	1.00	0.99	0.78	0.81	0.60
			GARCH	1.04	0.84	0.25	0.17	0.16
High	0.03	0.02	CAViar	1.00	0.99	0.98	0.68	0.70
			GARCH	1.25	0.23	0.48	0.55	0.91
Примечание - Данные S&P Global, портфель с низким уровнем риска (оценка Low как показано в приложении Н): POLY, PLZL, IRAO, EVRE; Данные S&P Global - портфель среднего риска (оценка Medium, как показано в таблице 7): FIVE, SBER, NLMK, CHMF, NVTK, LKOH, ALRS, GMKN, GAZP; Данные S&P Global - портфель высокого риска (категория High): MOEX, MGNT. Данные Sustainalytics, высокорисковый портфель: CHMF, IRAO, EVRE, ROSN, NVTK, VTBR, LKOH, ALRS, GMKN, GAZP, MAGN, TATN, SNGS. Колонка SI обозначает индекс Сортино, основанный на среднем превышении доходности над риском снижения, а SR - это коэффициент Шарпа, рассчитанный как отношение средней избыточной доходности актива к его стандартному отклонению. Столбец AE обозначает фактический коэффициент превышения над ожидаемым. Столбцы UC и CC представляют собой значения p для безусловного и условного тестов покрытия. Столбец DQ представляет значение p для динамического квантильного теста. Столбец ES-CC сообщает о значении p для теста McNeil и Frey (2000) ES. Оттенки серого указывают на то, что процедура обратной проверки в столбце не прошла на уровне значимости $\alpha = 0,05$.								

Источник: составлено автором.

Для оценки связи ESG-рейтингов с рисками использованы два показателя, скорректированных на риск: коэффициент Шарпа (SR) и коэффициент Сортино (SI). SR рассчитывается как отношение превышения доходности портфеля над безрисковой ставкой к стандартному отклонению доходности. SI использует в знаменателе стандартное отклонение только отрицательных доходностей [113; 220; 224].

Анализ выполнен на основе ежедневных данных по акциям российских компаний, имеющих рейтинги Sustainalytics и S&P Global, за период 2022–2024 годов. Сформированы три портфеля (низкий, средний и высокий ESG-риск) с равными весами. Для оценки качества прогнозов риска применялись тесты на условное и безусловное покрытие (Kupiec, Christoffersen), динамический квантильный тест (Engle, Manganelli), а также тест для ожидаемого убытка (McNeil, Frey).

Результаты не выявили статистически значимой прямой связи между высокими ESG-оценками и улучшением риск-скорректированных показателей. Портфели с высоким ESG-риском не показали значимых отклонений в доходности по сравнению с портфелями с низким ESG-риском. Полученные результаты не позволяют сделать однозначный вывод о влиянии ESG-рейтингов на снижение инвестиционных рисков на рассматриваемом временном горизонте [113].