

В диссертационный совет  
Финансового университета  
Д 505.001.116 по защите диссертаций  
на соискание ученой степени кандидата наук,  
на соискание ученой степени доктора наук

## **ОТЗЫВ**

на автореферат диссертации «РАЗВИТИЕ МЕТОДОВ ESG-РЕЙТИНГОВАНИЯ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ», представленный Павликой А. на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4 Финансы

Диссертационное исследование Павлики А. посвящено проблеме, которая непосредственно влияет на качество принимаемых инвестиционных решений на российском фондовом рынке – методологическому обеспечению ESG-рейтингования. Анализируя текущие тренды на фондовом рынке, можно сделать вывод, что вопросы сопоставимости и достоверности ESG-оценок являются одними из наиболее актуальных в практической плоскости: участники рынка сталкиваются с низкой корреляцией рейтингов разных агентств, отсутствием прозрачных методик и, как следствие, ограниченной возможностью использования ESG-факторов в портфельных стратегиях. В этом смысле работа Павлики А. отвечает на реальный запрос рынка.

Актуальность исследования обусловлена несколькими факторами. Во-первых, уход международных рейтинговых агентств (MSCI, Sustainalytics) после 2022 года создал информационный вакуум, который российские участники рынка вынуждены заполнять самостоятельно. Во-вторых, запуск Московской биржей ESG-индексов (MESG, MRSV, MRRT, ICLIMATE) и сектора устойчивого развития требует развития методологической базы для формирования сопоставимых оценок эмитентов. В-третьих, российские институциональные инвесторы (НПФ, управляющие компании) всё чаще сталкиваются с необходимостью учитывать ESG-риски в своих инвестиционных

мандатах, но не имеют для этого адекватного инструментария. Представленная работа предлагает именно такой инструментарий.

Научная новизна исследования, с точки зрения практика, представляет интерес в следующих аспектах:

1. Разработка интегративной ESG-матрицы – это не просто академическая конструкция, а методика, которая может быть внедрена в практику рейтинговых агентств и бирж. Особую ценность представляет эндогенный механизм определения весов ESG-факторов на основе их статистического влияния на ROA и  $\beta$ . В отличие от экспертных методик, этот подход даёт объективные, воспроизводимые результаты, что критически важно для биржевого ценообразования.

2. Введение коэффициента методологической дивергенции (КМД) позволяет количественно оценить степень расхождения между методологиями и может служить инструментом мониторинга качества ESG-оценок на биржевом уровне. Это особенно актуально при формировании биржевых ESG-индексов, где требуется согласованность оценок эмитентов.

3. Выявление эффекта «инерционного улучшения» ESG-оценок – важный практический результат. Автор показывает, что рост рейтингов часто происходит не за счёт структурных изменений в бизнесе, а за счёт улучшения раскрытия информации. Для аналитика это означает необходимость критического отношения к рейтинговым изменениям и учёта «качества» улучшений.

4. Эмпирическое подтверждение низкой корреляции ESG-рейтингов с финансовыми показателями – это прямой сигнал для участников рынка. Автор не просто констатирует проблему, но предлагает способ её решения через модифицированную оценку, которая демонстрирует корреляцию с ROA на уровне 0,36.

Практическая значимость работы для биржевого сообщества, на наш взгляд, заключается в следующем:

– Для организаторов торгов – разработанная методология может быть использована при формировании и ребалансировке ESG-индексов, а также при разработке требований к эмитентам, включаемым в сектор устойчивого развития. Предложенный риск-ориентированный подход позволяет более точно отражать реальный ESG-профиль компаний.

– Для институциональных инвесторов (НПФ, УК) – методика даёт инструмент для интеграции ESG-факторов в портфельные стратегии, обеспечивая более высокую прогностическую силу оценок. Апробация на данных крупных компаний показывает, что модифицированный рейтинг лучше коррелирует с финансовыми результатами.

– Для брокеров и аналитических подразделений – предложенные индексы и коэффициенты могут быть использованы в аналитических отчётах и инвестиционных рекомендациях. В частности, КМД позволяет оценить надёжность ESG-оценки компании и степень её зависимости от методологических особенностей конкретного агентства.

– Для регулятора – работа содержит конкретные предложения по унификации требований к раскрытию ESG-информации, созданию единого реестра ESG-данных и Методологического совета по ESG-рейтингованию, что соответствует актуальным задачам по развитию национальной инфраструктуры устойчивого финансирования.

Следует особо отметить аналитический блок по развитию ESG-сегмента российского фондового рынка (2020-2025 гг.), представленный в параграфе 3.1. Анализ динамики ESG-индексов (IMOEX, MESG, MRSV, MRRT), рынка ESG-облигаций (падение с 211,9 млрд руб. в 2021 году до 52,8 млрд руб. в 2024 году), а также поведения инвесторов и эмитентов даёт объективную картину текущего состояния сегмента. Вывод автора о том, что ESG-сегмент не сформировал самостоятельный класс активов, а ESG-фактор не капитализируется рынком, подтверждается рыночными данными. Эта часть работы представляет самостоятельную ценность для аналитиков и стратегов.

В качестве дискуссионного замечания, не снижающего общей высокой оценки работы, хотелось бы отметить следующее. Автор справедливо указывает на отсутствие «гринума» на российском рынке облигаций (спред 0-5 б.п., что ниже статистической погрешности). Однако в работе не до конца раскрыт вопрос о том, как предлагаемая методика может повлиять на формирование ценовой премии за ESG-статус в перспективе. Было бы интересно увидеть сценарные оценки: при каком уровне интеграции ESG-факторов в инвестиционные стратегии и при каких регуляторных условиях можно ожидать появления ESG-премии на российском рынке. Планирует ли автор развивать это направление в будущих исследованиях?

Диссертационная работа Павлики А. «Развитие методов ESG-рейтингования на российском фондовом рынке» является завершённым научным исследованием, выполненным на высоком методологическом уровне и имеющим непосредственное практическое значение для развития российского фондового рынка.

Содержание автореферата свидетельствует о том, что диссертация Павлики А. «Развитие методов ESG-рейтингования на российском фондовом рынке» полностью соответствует предъявляемым к диссертациям на соискание учёной степени кандидата экономических наук требованиям Положения о присуждении учёных степеней, утверждённого Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2023 года № 842 «О порядке присуждения учёных степеней», а также требованиям Положения о присуждении в Финансовом университете учёной степени кандидата наук, учёной степени доктора наук, утверждённого Приказом Финансового университета от 30 августа 2019 года № 1714/о. Соискатель в лице Павлики А. заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Результаты исследования Павлики А. могут быть рекомендованы к внедрению в практическую деятельность Банка России, рейтинговых агентств и профессиональных участников российского фондового рынка.

Начальник управления  
аналитической поддержки бизнеса  
ПАО Московская Биржа,  
кандидат экономических наук

Большой Кисловский переулок,  
д. 13, Москва, 125009

Мария Руслановна Харлашкина



*Handwritten signature*

Начальн  
кадровой  
Департа  
и кадров



*03 августа 2026 г.*

слева

*Handwritten mark*