

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

### ОТЗЫВ

*на автореферат диссертации Павлики Алёны на тему «Развитие методов ESG-рейтингования на российском фондовом рынке», представленной на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки)*

Низкая сопоставимость ESG-рейтингов, присваиваемых российским компаниям различными национальными рейтинговыми агентствами, создаёт существенные препятствия для формирования прозрачного инвестиционного климата на отечественном фондовом рынке. В условиях санкционных ограничений и снижения присутствия международных рейтинговых агентств в России формирование суверенной, методологически обоснованной системы ESG-оценки приобретает стратегическое значение. Кроме того, рост интереса инвесторов к ESG-факторам (87% инвесторов учитывают их при принятии решений согласно данным Capital Group ESG Global Study; притоки в ESG-инструменты на Мосбирже росли на 62% год к году) требует перехода от декларативно-репутационной модели оценивания к риск-ориентированному подходу, интегрированному в инвестиционный анализ.

В автореферате диссертации представлены основные положения, раскрывающие научную новизну и личный вклад автора в развитие методологического инструментария ESG-рейтингования российских публичных компаний.

Судя по содержанию автореферата, работа имеет **чёткую структуру и последовательную логику** изложения научного материала. В ней обоснованно решаются группы теоретических, методических и прикладных задач, объединённых общей целью разработки и обоснования риск-ориентированного подхода к ESG-рейтингованию российских публичных компаний. Объект и предмет исследования полностью соответствуют заявленной теме и паспорту научной специальности 5.2.4. Финансы. Работа выполнена на основе широкого круга источников: нормативных актов, данных национальных рейтинговых агентств (АКРА, «Эксперт РА», НКР), международных методологий (MSCI, Sustainalytics, S&P Global CSA),

корпоративной отчётности и данных<sup>2</sup> Московской биржи. Несомненным достоинством работы является обсуждение полученных результатов на четырёх научных конференциях, а также их практическое внедрение в деятельность ПАО «МТС» и в учебный процесс Финансового университета.

**Научный интерес** представляют следующие **положения**, полученные автором:

1) Выявлена двухуровневая структура институциональной среды российского ESG-рейтингования, включающая централизованный регулятивный уровень (Банк России, НФА, Минэкономразвития) и децентрализованный рыночный уровень (АКРА, «Эксперт РА», НКР, биржи). Обосновано формирование «автономного контура» ESG-оценки в условиях санкций. Российская модель охарактеризована как устойчиво-дивергентная и «компенсаторная» – ориентированная на внутренние институциональные риски, а не на глобальную климатическую повестку (стр. 9-11).

2) Предложен и количественно обоснован коэффициент методологической дивергенции (КМД) ESG-рейтинга. Значение КМД для российского рынка - 0,27 (высокая дивергенция). Shapley-декомпозиция показала, что до 60% расхождений обусловлено перекосом в сторону компонента G в российских методиках (стр. 16-19).

3) Предложен оригинальный эндогенный механизм определения весов ESG-факторов. Веса определяются не экспертно, а эмпирически – через чувствительность финансовых индикаторов (ROA,  $\beta$ , доходность) к изменениям ESG-показателей (формула 4, стр.19). Обеспечивается динамическая адаптация весов по стадиям жизненного цикла компании и макроэкономическим фазам (стр. 19-20).

4) Разработана интегративная ESG-матрица, включающая семь функциональных блоков (государственное регулирование, целевые задачи, жизненный цикл компании, универсальные показатели, информационная асимметрия, финансовая материальность, динамика показателей), обеспечивающая адаптацию ESG-оценки к отраслевой специфике и стадиям развития компаний. Обоснованное формирование ESG-ядра из пяти показателей (E1, E2, S1, G1, G3), имеющих статистически верифицированное влияние на финансовые результаты, представляет практическую ценность для рейтинговых агентств и инвесторов (стр. 20-25).

5) Эмпирически выявлены «слепые зоны» российского риск-менеджмента (климатическая политика, этика и антикоррупция) по сравнению

с западными практиками. Проведённый регрессионный анализ по выборке из 142 компаний за 2021–2025 гг. убедительно демонстрирует слабую связь интегральных ESG-оценок с рентабельностью активов ( $\beta = 0,01$ ;  $p = 0,23$ ) при наличии статистически значимой связи с рыночной капитализацией ( $\beta = 0,18$ ;  $p < 0,05$ ) и систематическим риском ( $\beta = -0,21$ ;  $p < 0,01$ ), что обосновывает инвестиционную нерелевантность текущих ESG-рейтингов в их существующем виде (стр. 11-16).

Необходимо отметить, что все научные разработки автора базируются на эконометрических инструментах, регрессионном и факторном анализе, процедурах многокритериальной оценки и сравнительном анализе, что обеспечивает высокую степень достоверности полученных результатов.

**Практическая значимость** исследования подтверждается внедрением модифицированной методики ESG-оценки в практическую деятельность Департамента корпоративной отчетности ПАО «МТС» при эмиссии социальных биржевых облигаций серии 001P-18 объёмом 4,5 млрд рублей, а также использованием результатов в учебном процессе Финансового университета. Предложенная методика может быть рекомендована для применения рейтинговыми агентствами, биржевыми институтами и инвестиционными компаниями.

Вместе с тем при прочтении автореферата возникает ряд вопросов и замечаний к его содержанию:

1) В автореферате на стр. 7, стр.18 описан принцип и результат расчёта коэффициента методологической дивергенции (КМД), но не приведена расчётная формула, поэтому понять методику вычисления КМД из текста автореферата не представляется возможным в полной мере.

2) Автореферат содержит результаты регрессионного анализа по выборке из 142 компаний, однако не раскрывает критерии отбора эмитентов в выборку и отраслевое распределение, что затрудняет оценку репрезентативности полученных результатов.

3) В автореферате обоснована концепция вторичного ESG-сигнализирования для биржевых рейтингов, однако не раскрыты конкретные механизмы интеграции данного концепта в инвестиционные стратегии институциональных инвесторов.

Однако отмеченные замечания носят дискуссионный характер, не снижают научно-практической значимости исследования и не влияют на общее положительное впечатление от работы.

В целом, основываясь на содержании автореферата, можно сделать вывод, что диссертация Павлики Алёны выполнена на высоком научном уровне, является самостоятельным и завершённым исследованием, в котором разработан и обоснован риск-ориентированный подход к ESG-рейтингованию российских публичных компаний, обеспечивающий переход от декларативной модели к аналитическому инструментарию оценки устойчивости и стоимости компаний.

Основные положения и выводы диссертации, представленные в автореферате, соответствуют Паспорту научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки), пункт 23 «Финансовые инвестиции и финансовые инновации. Финансы устойчивого развития. «Зелёные» финансы и экологические инвестиции», 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 г. № 1714/о, предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата наук.

Можно заключить, что автор диссертации, Павлика Алёна, заслуживает присуждения учёной степени кандидата экономических наук по научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Рецензент:

кандидат экономических наук, доцент,  
заместитель директора по науке Института магистратуры,  
доцент кафедры финансового мониторинга  
и финансовых рынков ФГБОУ ВО «Ростовский  
государственный экономический университет (РИНХ)»

Е.И. Бричка

« 14 » августа 2026 г.

Контактные данные:

ФИО: Бричка Елена Ивановна

Ученая степень: кандидат экономических наук

Ученое звание: доцент

Наименование организации: ФГБОУ ВО «Ростовский государственный экономический университет (РИНХ)»

Почтовый адрес организации: 344002 г. Ростов-на-Дону, ул. Б. Садовая, д. 69

Контактный телефон: +7 908 193 15 33

E-mail: ktyxbr@inbox.ru