

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

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Куликова Елена Ивановна,
кандидат экономических наук, доцент

Москва – 2026

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоится 16 сентября 2026 г. в 15:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.116 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, аудитория 406.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Рубцов Б.Б., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Криничанский К.В., д.э.н., доцент;
ученый секретарь – Панова С.А., д.техн.н., доцент;

члены диссертационного совета:
Алифанова Е.Н., д.э.н., профессор;
Евлахова Ю.С., д.э.н., профессор;
Ершов М.В., д.э.н.

Автореферат диссертации разослан 6 июля 2026 г.

I Общая характеристика работы

Актуальность темы 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.

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.

Согласно глобальному опросу Capital Group ESG Global Study 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.

Однако несмотря на этот прогресс, текущие методики ESG-оценки, преимущественно экспертно-нормативные, продолжают игнорировать финансовую существенность ESG-факторов и доказывают низкую адаптивность к различным стадиям жизненного цикла компаний.

Степень разработанности темы исследования. 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 Ghouli, R. Albuquerque, E. Dimson, L. Bassen, A. Dorfleitner, J. Sharfman.

Ряд исследований, проведенных как на международном, так и на российском уровне, подчеркивают важность ESG-факторов для привлечения инвестиций и управления финансовыми рисками: S. El Ghouli, 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: V. 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. Абрамов, 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, 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 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**:

- 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 их на внутренние критерии в условиях санкционных ограничений и регуляторных инициатив Банка России с целью обеспечения сопоставимости различных (национальных и международных) методик рейтингования;

- 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;

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

- 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;

- 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).

Научная новизна исследования заключается в разработке 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.

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.

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», 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 методика 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).

Методология и методы исследования. 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 Российской Федерации,

постановления и приказы Правительства Российской Федерации и Министерства финансов Российской Федерации; 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.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования.

Подтверждением достоверности 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 на следующих научных мероприятиях: 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 Публичного акционерного общества «Мобильные ТелеСистемы». В частности, предложенная в диссертации модифицированная методика ESG-оценки российских эмитентов, в рамках которой показатели экологической, социальной и управленческой составляющих сопоставляются с ключевыми финансовыми метриками – средневзвешенной стоимостью капитала (WACC) и рентабельностью активов (ROA), либо показателями рыночной капитализации компании была применена при эмиссии социальных биржевых облигаций ПАО «МТС» серии 001P-18 объемом 4,5 млрд рублей со ставкой купона 6,50% годовых для

привлечения финансирования социальных проектов ПАО «МТС». Применение методики предусматривает: формирование интегрального ESG-профиля эмитента с учетом его влияния на стоимость капитала и финансовую и рыночную результативность; использование результатов оценки для обоснования параметров эмиссии (ставки купона, срока обращения, объема выпуска) и выбора пула проектов, соответствующих заявленным экологическим и социальным целям.

Результаты диссертационного исследования используются 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».

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 сокращений и условных обозначений, списка литературы, состоящего из 240 наименований, 14 приложений. Текст диссертации изложен на 207 страницах машинописного текста, содержит 34 таблицы, 11 формул, 18 рисунков.

II Основное содержание работы

Обоснована двухуровневая структура институциональной среды российского ESG-рейтингования; установлена устойчиво-дивергентная модель российского ESG-рынка, развивающейся в стороне от универсалистской парадигмы.

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), впервые выявлена двухуровневая структура институционального взаимодействия в сфере российского ESG-рейтингования:

1) *Централизованный регулятивный уровень*, который формируется Банком России, Национальной финансовой ассоциацией и Министерством экономического развития, где определяются принципы устойчивого инвестирования и базовые требования к раскрытию ESG-информации.

2) *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.

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.

Дополнительно проведенное сравнение норм раскрытия нефинансовой отчетности согласно Положению Банка России № 714-П и международных стандартов (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, а через горизонтальные взаимодействия рыночных и профессиональных сообществ.

Обоснована инвестиционная нерелевантность текущих ESG-рейтингов российских публичных компаний, проявляющаяся в слабой связи интегральных оценок с финансовыми показателями и рыночной стоимостью эмитентов; введено понятия отраслевого ESG-профиля и эмпирическая квантификация отраслевой специфики; выявлены «слепые зоны» российского риск-менеджмента относительно западных практик; разработана классификация российских ESG-методик по типологическим уровням.

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 (1) – (3).

1) Модель капитализации выражается формулой (1)

$$\ln(\text{Market Cap}) = \alpha + \beta_1 * ESG_{SCORE} + \epsilon, \quad (1)$$

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 (2)

$$ROA = \alpha + \beta_2 * ESG_SCORE + \epsilon, \quad (2)$$

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 (3)

$$\text{Beta} = \alpha + \beta_3 * ESG_SCORE + \epsilon, \quad (3)$$

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 1.

Таблица 1 – 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.

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.

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 скорее как инструмент снижения рисков, чем как драйвер немедленной операционной прибыли.

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.

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.

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

Сравнительный анализ, представленный в таблице 2, 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

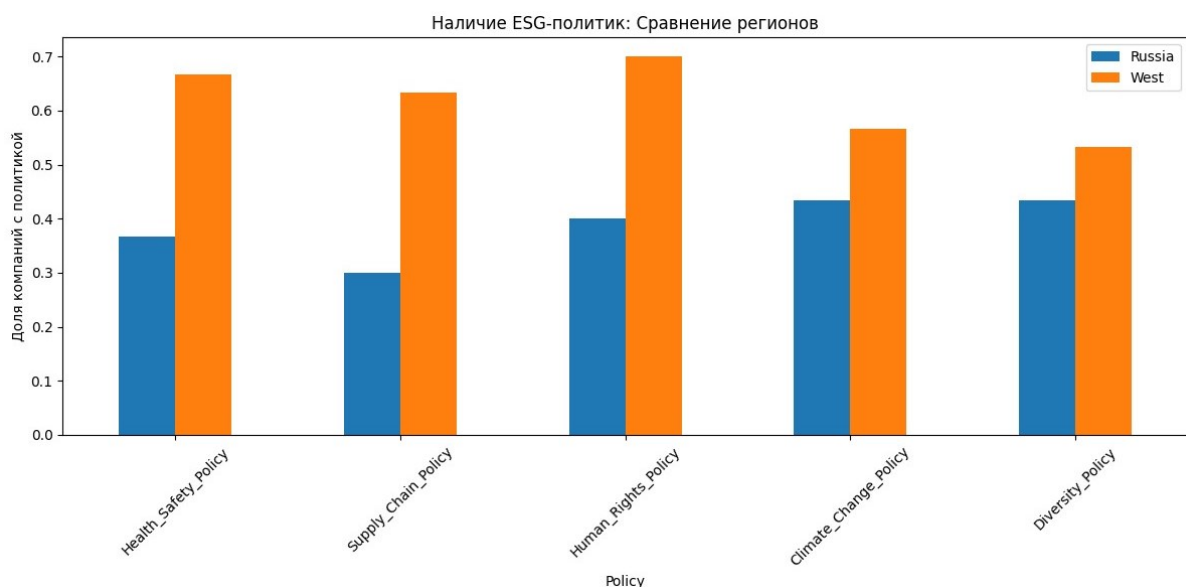
риск-менеджменте. В отношении климатической политики установлено, что на Западе ее наличие является значимым фактором рейтинга и снижения средневзвешенной стоимости капитала (WACC). В России наличие такой политики практически не влияет на итоговую оценку (коэффициент $-0,006$), что свидетельствует о формальном характере этого документа для большинства отечественных компаний. Наблюдается также парадокс в отношении этики и антикоррупции: наличие этических политик в России часто коррелирует с ростом восприятия риска инвесторами (отрицательный коэффициент в модели WACC).

Таблица 2 - Сравнительная таблица значимости факторов (на основе регрессии)

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

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 1.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Доля компаний, имеющих формализованные политики по ключевым факторам риска (Россия и Запад)

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).

Проведена количественная оценка расхождений отечественных ESG-практик с международными; выявлен системный перекося в сторону компонента G (управление) в российских агентских методиках; введен коэффициент методологической дивергенции ESG-рейтинга (КМД) с установлением его значения для российского рынка на уровне 0,27; обоснована концепция вторичного ESG-сигналирования для биржевых рейтингов, выполняющих информационно-репутационную и институционально-поведенческую функции.

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

Оценочно-экспертный (агентский) подход (АКРА, «Эксперт РА», НКР) 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 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. Также выявлен систематический перекося: 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. Впервые проводится систематизация 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.

Установленные расхождения в итоговых рейтингах и систематический перекокс 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 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 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 рисковый». 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 предложен коэффициент методологической дивергенции (КМД). 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.

С помощью Shapley-декомпозиции установлено, что основной вклад в вариацию КМД вносит компонент корпоративного управления (G): на него приходится до 60% общей дисперсии расхождений.

Предложен эндогенный механизм определения весов ESG-факторов на основе эмпирического анализа чувствительности доходности и риска к изменениям соответствующих показателей.

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 (4)

$$\omega_i = \frac{|\partial R / \partial E_i|}{\sum_i |\partial R / \partial E_i|}, \quad (4)$$

где 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.

Разработана методика 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.

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 были 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).

С целью устранения методических пробелов в рассматриваемой области в диссертации разработана матрица показателей ESG-рейтингования, опирающаяся на многоуровневую структуру, отраженная на рисунках 2-4. 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.

Для преодоления методологического разрыва предлагается использование интегративной ESG-матрицы, структурированной по семи функциональным блокам, представленным в таблице 3.

Таблица 3 - 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 Российской Федерации
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 материальность	Эмпирическое подтверждение связи рейтинга с результативностью	Обоснование весов факторов на основе их доказанного влияния на ROA
Динамика показателей	Переход в мониторингу скорости изменений	Введение поправочных коэффициентов за темпы улучшения нефинансовых метрик

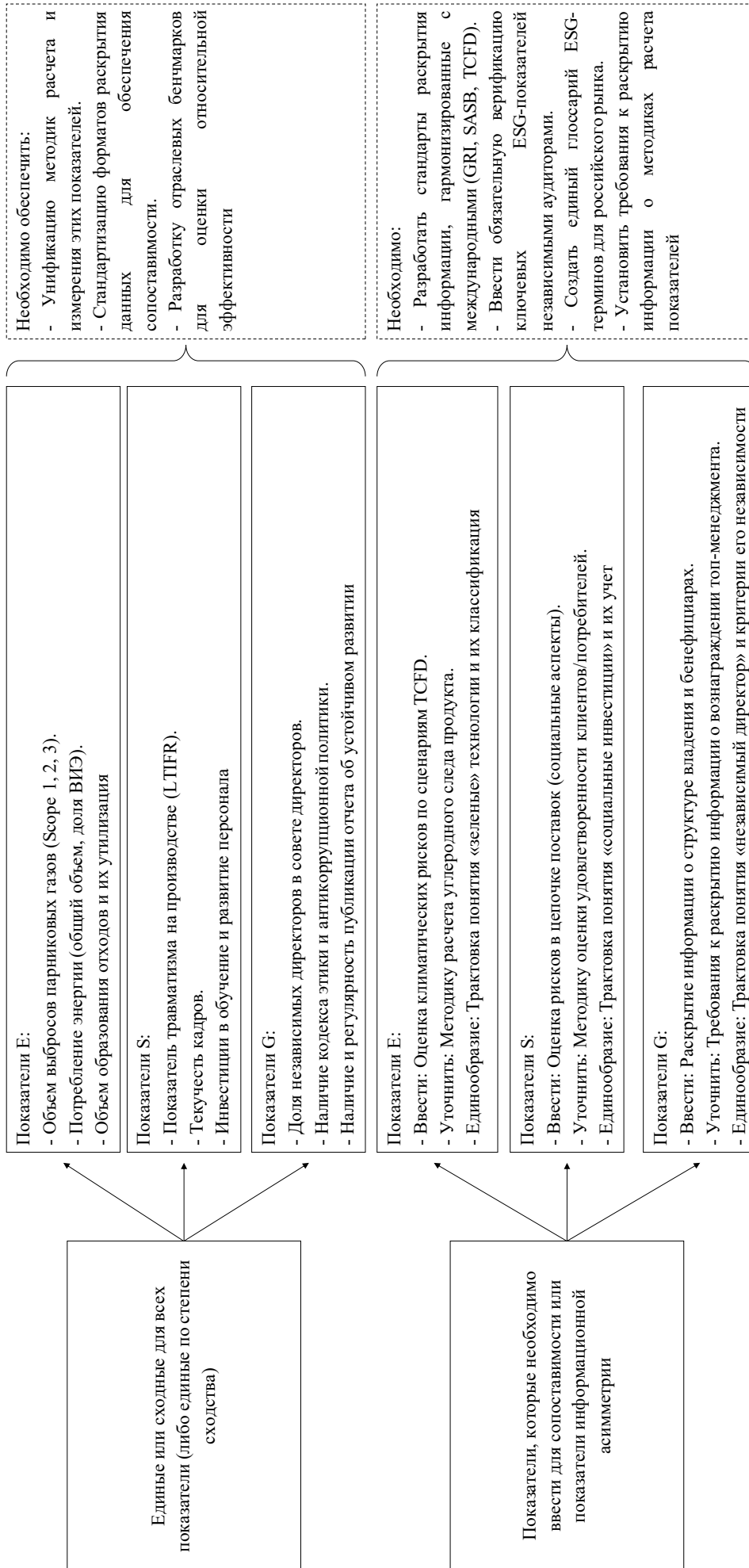
Источник: составлено автором.

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.

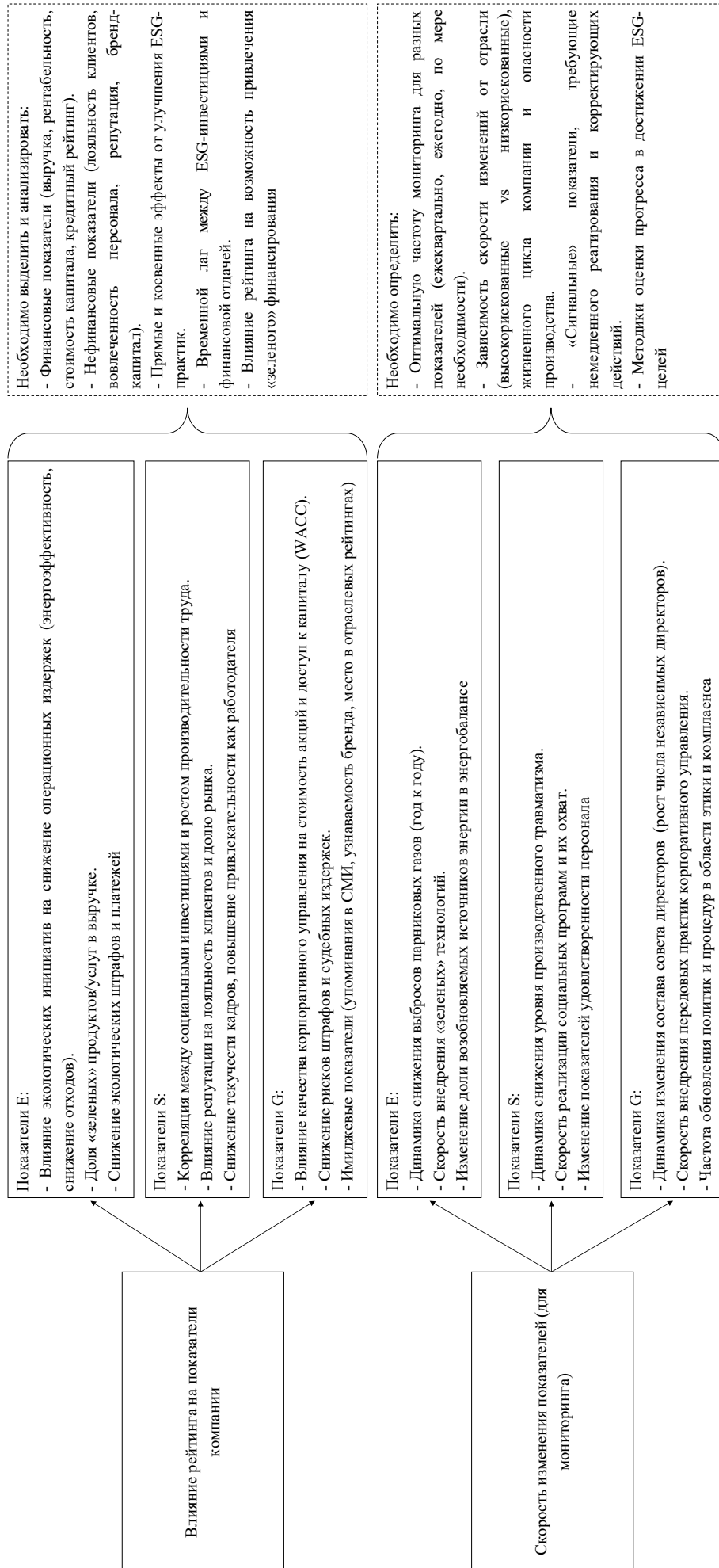
В отличие от традиционных E, S, G-подходов, интегративная ESG-матрица не разделяет показатели по экологическим, социальным и управленческим блокам, а оценивает их совокупное влияние на риск-профиль и стоимость бизнеса, тем самым устраняя методологический разрыв между нефинансовыми и финансовыми метриками.



Источник: составлено автором.
 Рисунок 2 – Первая часть матрицы



Источник: составлено автором.
Рисунок 3 – Вторая часть матрицы



Источник: составлено автором.
Рисунок 4 – Третья часть матрицы

Предложенная 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.

III Заключение

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 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 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.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определенных ВАК при Минобрнауки России*

1. 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).

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

3. 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.

4. 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.

Публикации в других научных изданиях

5. Павлика, А.Ю., Проблема международной сопоставимости ESG-рейтингов: пути гармонизации российских методологий через призму риск-ориентированного подхода / А.Ю. Павлика // Высшая школа: научные исследования : материалы Межвузовского международного конгресса : в 2 томах. Том 1 ; под редакцией Д.Р. Хисматуллина. – Москва : Издательство Инфинити, 2025. – С. 25-34. – 130 с. – ISBN отсутствует.