ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ПРОФСОЮЗОВ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ «АКАДЕМИЯ ТРУДА И СОЦИАЛЬНЫХ ОТНОШЕНИЙ»

На правах рукописи

Зарипов Мансур Ринатович

РАЗВИТИЕ ESG-ПОДХОДОВ К УПРАВЛЕНИЮ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬЮ КОМПАНИИ

Специальность 5.2.4. Финансы

Диссертация на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:
кандидат экономических наук, доцент
Перцева Светлана Юрьевна

Москва – 2026

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ ***3***

Глава 1. Теоретические основы инвестиционной привлекательности компании и их трансформация в контексте устойчивого развития ***20***

1.1. Инвестиционная привлекательность компании как объект научного анализа 20

1.2. Эволюция концепции устойчивого развития и ее влияние на инвестиционную привлекательность компании 45

1.3. Факторы управления инвестиционной привлекательностью компании: экономические и нефинансовые параметры 63

Глава 2. Современные тенденции влияния ESG-факторов на инвестиционную привлекательность компании: международный опыт ***87***

2.1. Специфика применения ESG в странах с развитой экономикой 87

2.2. Особенности внедрения ESG-подходов в странах с развивающейся экономикой 110

2.3. Компаративный анализ управления инвестиционной привлекательностью компаний развитых и развивающихся рынков 131

Глава 3. Эмпирический анализ влияния ESG-факторов на управление инвестиционной привлекательностью российских компаний ***162***

3.1. Современное состояние и развитие ESG-сектора в России 162

3.2. Модель оценки инвестиционной привлекательности крупнейших российских компаний 174

3.3. Совершенствование системы управления инвестиционной привлекательности отечественных компаний с учётом ESG-факторов 187

ЗАКЛЮЧЕНИЕ ***200***

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ ***206***

ПРИЛОЖЕНИЯ ***238***

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность исследования. В условиях кардинальной трансформации глобальной экономической архитектуры, вызванной геополитической фрагментацией, санкционным давлением и изменением роли бизнеса в обществе, инвестиционная привлекательность компаний перестаёт определяться исключительно финансовыми метриками. Экологические, социальные и управленческие факторы (ESG) превратились в самостоятельный аналитический контур, воздействующий на стоимость капитала, доступ к финансированию и долгосрочную устойчивость бизнеса. В таком контексте концепция ESG (Environmental, Social, Governance) становится ключевым вектором трансформации бизнес-моделей и инвестиционной стратегии, переходя от факультативного элемента корпоративной отчетности к системной парадигме принятия управленческих решений[1]. На развитых рынках ESG-интеграция достигла стадии зрелости – глобальные активы под ESG-мандатом, по прогнозу PwC, могут достичь к 2026 г. 33,9 трлн долл. США, а регуляторные требования сделали раскрытие нефинансовой информации обязательным для тысяч компаний[2]. При этом по более консервативной оценке Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), основанной на строгой методологии учёта публично раскрываемых фондовых активов, отнесённые к устойчивым инвестиционным стратегиям, составил 16,7 трлн долл. США в 2024 г.[3]. Важно то, что это расхождение не является противоречием оценок, а объясняется различием в охвате и методологии подсчета.

---

[1] Бобылев С. Н., Гурьева С. В. Устойчивое развитие: парадигма XXI века // Проблемы прогнозирования. — 2020. — № 5. — С. 102–110.

[2] PwC. Asset and Wealth Management Revolution 2022: Exponential Expectations for ESG. — URL: https://www.pwc.com/id/en/media-centre/press-release/2022/english/esg-focused-institutional-investment-seen-soaring-84-to-usd-33-9-trillion-in-2026-making-up-21-5-percent-of-assets-under-management-pwc-report.html (дата обращения: 30.05.2026).

3 GSIA. Global Sustainable Investment Review (GSIR), 2024/25. — URL: https://www.gsi-alliance.org/members-resources/gsir2024/ (дата обращения: 30.05.2026).

Системное внедрение ESG-факторов позволяет компаниям снижать регуляторные, репутационные и операционные риски, а также укреплять доверие со стороны инвесторов, контрагентов и потребителей. Согласно данным опроса PwC, более 70% институциональных инвесторов в 2024 г. учитывали ESG-показатели при формировании своих инвестиционных стратегий, полагая их индикатором устойчивости и предсказуемости доходности[4].

Для России ситуация осложняется уникальным сочетанием факторов. С одной стороны, санкционное давление, начавшееся в 2022 г., отрезало российские компании от международного рынка капитала, сделало недоступными глобальные ESG-рейтинги и привело к стагнации биржевых ESG-фондов, чьи активы сократились на 21% в 2024 г., тогда как СЧА (стоимость чистых активов) прочих биржевых фондов выросли на 230%, преимущественно за счет фондов денежного рынка (LQDT, SBMM, AKMM), приток в которые был вызван повышением ключевой ставки Банка России[5]. С другой стороны, государство активно формирует институциональную инфраструктуру: с октября 2025 г. действует ранжирование зелёных проектов, введена XBRL-таксономия Банка России, а с 2027 г. планируется обязательная нефинансовая отчётность для эмитентов первого и второго котировальных списков. Тем не менее, существующие подходы к управлению инвестиционной привлекательностью остаются преимущественно финансово-ориентированными, а российские корпоративные практики ESG-интеграции фрагментарны: по данным АНФОР-2025, лишь 46% отчётов имеют высокое качество, а биржевые ESG-фонды занимают 0,12% рынка. ESG по-прежнему воспринимается как маркетинговый

[4] PwC. Global Investor Survey 2024. — URL: https://www.pwc.com/gx/en/issues/c-suite-insights/global-investor-survey/global-investor-survey-2024.html (дата обращения: 30.05.2025).
[5] ИНФРАГРИН. ESG-диагностика на платформе ИНФРАГРИН: пациент скорее жив, однако... — URL: https://infragreen.ru/analitika_6/ (дата обращения: 06.09.2025); Московская биржа / РБК Инвестиции. Объем вложений в биржевые фонды денежного рынка превысил ₽500 млрд. — URL: https://www.rbc.ru/quote/news/article/66f1472b9a794719fdaa6e36 (дата обращения: 06.09.2025).

инструмент или критерий соответствия тендерным требованиям, а не как стратегический инструмент устойчивого развития[6].

В целом национальная практика ESG-интеграции находится на стадии становления, испытывая дефицит методологических ориентиров, стандартов отчетности и зрелых инфраструктурных решений[7]. В этих условиях становится особенно важным научное осмысление возможности адаптации международных ESG-подходов к российскому контексту, с учетом отраслевой, институциональной и культурной специфики. Ключевая проблема здесь заключается в том, что универсальные западные ESG-индикаторы, построенные без учёта локальной институциональной среды, культурно-религиозных факторов и национальных приоритетов, оказываются малоэффективными в российских условиях. Агрегированные макро-ESG-индексы, единые для всех компаний в пределах одного года, не способны объяснить индивидуальные различия в инвестиционной привлекательности.

В результате менеджмент компаний лишён адекватного инструментария для стратегического управления ESG-факторами, инвесторы не получают релевантных сигналов о качестве корпоративной устойчивости, а государство, выступая главной движущей силой ESG-интеграции, не имеет научно обоснованных ориентиров для настройки институциональной среды. Решение данной проблемы требует разработки теоретико-методологического подхода, соединяющего классическую теорию корпоративных финансов с институциональной и поведенческой экономикой, а также эмпирической верификации влияния ESG на инвестиционную привлекательность с использованием дифференцированных показателей, отражающих реальную ESG-зрелость компаний.

---

[6] Гладышева И.А. Корпоративная устойчивость и нефинансовая отчетность в России: практика и вызовы // Экономика. Налоги. Право. — 2021. — Т. 14, № 5. — С. 75–83.
[7] Кузнецова И. В., Рубцов Б. Б. ESG-повестка в России: проблемы и перспективы адаптации // Деньги и кредит. — 2022. — № 12. — С. 30–39.

Таким образом, необходимость дальнейшего развития ESG-интеграции, формализации критериев оценки нефинансовой эффективности и выработки институциональных механизмов устойчивого инвестирования определяет высокую научную и практическую значимость темы настоящего исследования.

Степень научной разработанности проблемы. Вопросы устойчивого развития, инвестиционной привлекательности и интеграции ESG-подходов активно изучаются в современной отечественной и зарубежной научной литературе. Теоретико-методологические основы концепции устойчивого развития были заложены в трудах таких исследователей, как Г.Х. Брундтланд[8], Э. Барбье[9], С.Н. Бобылев[10], Н.Н. Моисеев[11], В.И. Данилов-Данильян[12], которые обосновали необходимость перехода от модели экономического роста к модели устойчивого развития, учитывающей экологические и социальные ограничения. Теоретические основы экономики устойчивого развития дополнительно раскрыты в трудах Э.В. Гирусова[13].

С позиции инвестиционного анализа, значительный вклад в изучение ESG-факторов внесли зарубежные исследователи: М. Портер и М. Крамер, рассматривавшие ESG как катализатор создания устойчивой добавленной стоимости и снижения системных рисков[14]; Р. Экклс, И. Иоанну и Дж. Серафейм, показавшие связь корпоративной устойчивости с доходностью акционерного капитала, вовлечённостью стейкхолдеров и качеством управления[15]; Г. Фриде, Т.

---

[8] Брундтланд Г.Х. Наше общее будущее / Всемирная комиссия по окружающей среде и развитию ; пер. с англ. — М. : Прогресс, 1989. — 372 с.

[9] Barbier E. The Concept of Sustainable Economic Development // World Development. — 1987. — Vol. 15, № 6. — P. 631–641.

[10] Бобылев С.Н., Соловьева С.В., Стеценко А.В. и др. Экономика устойчивого развития. — М. : ТЕИС, 2004. — 348 с.

[11] Моисеев Н.Н. Быть или не быть… человечеству. — М. : Ульяновский Дом печати, 1999. — 256 с.

[12] Данилов-Данильян В.И., Лосев К.С. Экологический вызов и устойчивое развитие. — М. : Прогресс-Традиция, 2000. — 416 с.

[13] Гирусов Э.В. и др. Экономика устойчивого развития. — М. : Проспект, 2004. — 320 с.

[14] Porter M., Kramer M. Creating Shared Value // Harvard Business Review. — 2011. — Vol. 89, № 1–2. — P. 62–77.

[15] Eccles R., Ioannou I., Serafeim G. The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance // Management Science. — 2014. — Vol. 60, № 11. — P. 2835–2857.

Буш и А. Бассен, обобщившие более 2000 эмпирических исследований взаимосвязи ESG и финансовой результативности[16]. Эмпирические подтверждения роли ESG в равновесном ценообразовании активов представлены также в работах Л. Пастора с соавторами[17].

В отечественной науке вопросы инвестиционной привлекательности традиционно анализировались через призму финансовых и экономических показателей: О.В. Ефимова[18], М.В. Рыбакова[19], В.Д. Новожилова[20], Н.А. Сафонова[21]. Значительный вклад в изучении прямых иностранных инвестиций и трансфера технологий как фактора конкурентоспособности внесён благодаря работам О.Б. Пичкова[22]. Однако в последние годы все большее внимание уделяется нефинансовым аспектам. Так, в работах С.Ю. Перцевой[23], О.В. Ефимовой с соавторами[24], Б.С. Батаевой с соавторами[25] и Б.Б. Рубцова с Е.В. Гореликом[26] подчёркивается необходимость перехода к комплексной оценке

---

[16] Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies // Journal of Sustainable Finance & Investment. — 2015. — Vol. 5, № 4. — P. 210–233.

[17] Pastor L., Stambaugh R., Taylor L. Sustainable Investing in Equilibrium // Journal of Financial Economics. — 2021. — Vol. 142, № 2. — P. 550–571.

[18] Ефимова О.В. Анализ финансовой устойчивости и инвестиционной привлекательности предприятий // Финансы и кредит. — 2019. — № 25(841). — С. 30–43.

[19] Рыбакова М.В. Оценка инвестиционной привлекательности компании: теория и практика // Финансовый журнал. — 2020. — № 6. — С. 64–71.

[20] Новожилов В.Д. Инвестиционная привлекательность предприятий и методы ее оценки. — М.: Финансы и статистика, 2018. — 176 с.

[21] Сафонова Н.А. Инвестиционная деятельность и ее эффективность в рыночной экономике. — СПб.: Питер, 2019. — 240 с.

[22] Пичков О.Б., Уланов А.А. Международный трансфер технологий как инструмент политики в XXI веке: монография. — М.: МГИМО — Университет, 2018. — 158 с.; Пичков О.Б., Раков Е.Д. Прямые иностранные инвестиции и национальные интересы государства: монография. — М.: МГИМО-Университет, 2016. — 215 с.

[23] Перцева С.Ю. Система зелёного финансирования в условиях цифровой экономики // Вестник Алтайской академии экономики и права. — 2025. — № 5-2. — С. 375–379.

[24] Ефимова О.В., Волков М.А., Королёва Д.А. Анализ влияния принципов ESG на доходность активов: эмпирическое исследование // Финансы: теория и практика. — 2021. — № 4. — С. 82–97.

[25] Батаева Б.С., Кокурина А.Д., Карпов Н.А. The Impact of ESG Reporting on the Financial Performance of Russian Public Companies // Управленец. — 2021. — Т. 12, № 6. — С. 20–32.

[26] Рубцов Б.Б., Горелик Е.В. Инвестиционные стратегии и нефинансовая отчётность: к новой модели взаимодействия // Деньги и кредит. — 2021. — № 3. — С. 19–27.

инвестиционной привлекательности, включающей социальные, экологические и управленческие параметры.

На корпоративном уровне эффективность ESG-принципов на примере российских компаний исследована И.В. Манаевой с соавторами[27]. Отраслевая специфика экологической составляющей ESG-профиля подробно раскрыта А.В. Шевелёвой на примере компаний нефтегазового сектора[28]. Отдельные институциональные аспекты формирования ESG-повестки в России рассмотрены в трудах Б.Н. Порфирьева[29], О.В. Хмыз[30] (научная школа кафедры международных финансов МГИМО) и Б.Б. Рубцова с соавторами[31]. Вопросы цифровизации и технологической трансформации экономики как фактора, значимого для ESG-отчётности и мониторинга, исследованы И.А. Стрелец[32]. Тенденции развития международного рынка долговых инструментов и трансформация мировой валютно-финансовой системы, включая место России в этом процессе, проанализированы И.А. Балюком[33].

Отдельного внимания заслуживают диссертационные исследования, тематически связанные с рассматриваемой проблематикой. В работе О.В. Панфиловой исследованы вопросы управления инвестиционными рисками

---

[27] Манаева И.В., Растопчина Ю.Л., Ковалёва Е.И. Effectiveness of ESG-principles in the corporate sector of economics // Russian Journal of Industrial Economics. — 2023. — Т. 16, № 4. — С. 442–445.

[28] Шевелёва А.В. Эколого-экономические показатели функционирования нефтегазовых компаний // Вестник МГИМО-Университета. — 2016. — № 3(48). — С. 221–228.; Шевелёва А.В. Оценка перспектив создания эффективного экономического механизма стимулирования экологически устойчивого развития нефтегазового комплекса // Journal of Economic Regulation. — 2015. — № 4. — С. 94–101.

[29] Порфирьев Б.Н. «Зелёные» тенденции в мировой финансовой системе // Мировая экономика и международные отношения. — 2016. — Т. 60, № 9. — С. 5–16.

[30] Хмыз О.В. Международный опыт выпуска «зелёных» облигаций // Экономика. Налоги. Право. — 2019. — № 5. — С. 132–141.

[31] Рубцов Б.Б., Анненская Н.Е., Шайдурова А.А. Перспективы развития рынка «зелёных» облигаций в России // Банковские услуги. — 2019. — № 9. — С. 7–15.

[32] Стрелец И.А. Новая экономика: гипотеза или реальность? // Мировая экономика и международные отношения. — 2008. — № 2. — С. 16–23.

[33] Балюк И.А., Балюк М.А. Место и роль России в трансформирующейся мировой валютно-финансовой системе // Экономика. Налоги. Право. — 2022. — Т. 15, № 4. — С. 42–53.; Балюк И.А. Тенденции развития международного рынка долговых ценных бумаг // Финансы: теория и практика. — 2017. — Т. 21, № 2. — С. 69–81.

и их влияния на финансовую устойчивость и инвестиционную привлекательность предприятий[34]. Особенности формирования и развития российского рынка «зелёного финансирования», его институциональной среды и финансовых инструментов раскрыты в диссертации А.А. Витязевой[35].

Тем не менее, несмотря на растущее количество публикаций, системный научный анализ ESG-подходов как инструмента управления инвестиционной привлекательностью в условиях институциональной трансформации остается недостаточно разработанным.

Особенно слабо исследована специфика адаптации международных ESG-принципов к российскому контексту в условиях санкционного давления и геоэкономической фрагментации.

Область исследования. Область исследования соответствует паспорту научной специальности ВАК при Министерстве науки и высшего образования РФ 5.2.4 – Финансы и охватывает следующие направления: п. 15. Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент; п. 16. Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав; п. 22. Финансовые инструменты и операции с ними; п. 23. Финансовые инвестиции и финансовые инновации. Финансы устойчивого развития. «Зелёные» финансы и экологические инвестиции; п. 24. Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков; п. 34. Новые технологии в финансовом секторе, их влияние на состояние рынков финансовых услуг.

---

[34] Панфилова О.В. Совершенствование методов финансирования устойчивого развития промышленных корпораций РФ в условиях геополитической и экономической неопределенности: специальность 5.2.4. «Финансы»: диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук / Панфилова Ольга Вячеславовна; Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации. — Москва, 2026. — 555 с. — Текст: непосредственный.

[35] Витязева А.А. Рынок «зеленого финансирования» в России: особенности и потенциал развития: специальность 5.2.4. «Финансы»: диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Витязева Анна Андреевна; Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации. — Москва, 2025. — 247 с. — Текст: непосредственный.

Объект исследования составляет инвестиционная привлекательность российских компаний, рассматриваемая в контексте ESG-трансформации. **Предмет исследования** – институциональные и экономические механизмы, посредством которых ESG-факторы влияют на рыночную оценку бизнеса, а также инструменты управления инвестиционной привлекательностью компании, учитывающие нефинансовые параметры деятельности компании.

Цель работы состоит в том, чтобы разработать теоретико-методологический подход и модели влияния ESG-факторов на инвестиционную привлекательность российских компаний, а также на полученной основе сформулировать практические рекомендации по её повышению.

Задачи, решение которых ведёт к поставленной цели:

1. Обобщить теоретические трактовки инвестиционной привлекательности и роли ESG-факторов в её формировании, выделить основные модели ESG-интеграции и показать, чем обусловлены их цивилизационно-институциональные различия.
2. Сопоставить практику управления инвестиционной привлекательностью на развитых и развивающихся рынках в условиях ESG-повестки и на этом фоне выявить особенности модели, в которой инициатива ESG-интеграции принадлежит преимущественно государству.
3. Охарактеризовать нынешнее состояние российского ESG-сектора и его институциональные особенности, оценив, как менялись рынок ESG-облигаций, сегмент биржевых фондов и нормативная база.
4. Построить эконометрическую модель оценки влияния ESG-интеграции на инвестиционную привлекательность отечественных компаний с использованием дифференцированной ESG-переменной.
5. Опираясь на результаты моделирования и разбивку компаний по уровню ESG-зрелости, разработать рекомендации по росту инвестиционной привлекательности и меры институционального развития ESG-сектора.

Гипотеза исследования. По мере того как глобальная и национальная экономическая повестка перестраивается под нарастающим давлением климатических, социальных и управленческих рисков, встраивание ESG-подходов в корпоративное управление способно повышать инвестиционную привлекательность компаний. Допускается, что фирмы с более зрелыми ESG-стратегиями получают ряд конкурентных преимуществ: они устойчивее к внешним шокам, несут меньшие регуляторные и репутационные риски, имеют доступ к устойчивому финансированию и пользуются более высоким доверием инвесторов и партнёров. Таким образом, выдвигается гипотеза о наличии значимой положительной связи между уровнем ESG-интеграции и инвестиционной привлекательностью компаний, особенно в условиях нестабильной внешней среды, меняющейся регуляторной базой и растущего интереса к устойчивому развитию со стороны международных и российских инвесторов. В то же время на макроуровне воздействие внешних шоков, прежде всего санкционного давления, может модифицировать или ограничивать проявление ESG-эффекта.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в концептуальном и методическом переосмыслении инвестиционной привлекательности через интеграцию ESG-факторов, а также в обосновании прикладных решений для российской корпоративной практики.

Приведенные положения составляют основу результатов, выносимых на защиту.

1. Теоретически обоснована и расширена рамка анализа ESG-интеграции путём разработки авторской типологии двух моделей – западной (рыночной с государственным участием) и незападной (с ключевой инициативной ролью государства), базирующейся на эволюционном исследовании научных школ от неоклассической теории до поведенческой и институциональной экономики. Выявлены системообразующие различия по доминирующим факторам развития (рыночные механизмы против государственного

стимулирования), роли государства (регулятор против прямого катализатора через таксономии, банки развития и субсидии), степени формализации культурно-религиозных норм, а также по механизмам влияния ESG на стоимость капитала (снижение WACC через рыночную премию против доступа к льготному финансированию). Инвестиционная привлекательность переопределена как многоуровневая категория, интегрирующая финансовые, ESG, институциональные, культурно-религиозные и макроэкономические факторы, что позволяет адекватно интерпретировать специфику развивающихся рынков и учитывать цивилизационные различия. Впервые проведена систематизация подходов к оценке инвестиционной привлекательности на российском рынке с учётом роли культурно-религиозных факторов как самостоятельного аналитического контура, что создаёт основу для более точной идентификации факторов стоимости компаний в незападных экономиках.

2. На основе компаративного анализа развитых и развивающихся рынков выявлены кардинальные различия в масштабах, темпах роста и механизмах ESG-интеграции, эмпирически подтверждённые количественными данными за период 2019–2025 гг. Показано, что ключевым каналом влияния ESG на инвестиционную привлекательность в развитых странах выступает снижение стоимости капитала за счёт рыночного признания и эффекта «зелёной премии», тогда как на развивающихся рынках доминирует механизм государственной поддержки: доступ к льготному финансированию через банки развития, налоговым преференциям и включённость в государственные программы развития. Применительно к оценке инвестиционной привлекательности на российском рынке впервые проведён системный анализ и доказано, что культурно-религиозные факторы играют системную роль в незападных моделях: исламские финансы, индийская концепция «дхармы» бизнеса и китайские социалистические ценности формируют уникальные, не сводимые к западным стандартам подходы к ESG-интеграции, что имеет прямое значение для России в контексте развития сотрудничества со странами Ближнего Востока и Юго-

Восточной Азии. На этой основе обоснована необходимость суверенизации ESG-подходов в развивающихся странах и отказа от механического копирования западных стандартов.

3. Эмпирически доказано на панельных данных по крупнейшим российским публичным компаниям за 2020–2025 гг., что агрегированный макро-ESG-индикатор, единый для всех компаний в анализируемом периоде, не способен объяснить индивидуальные различия в инвестиционной привлекательности; статистически значимая положительная связь ESG-фактора с коэффициентом Тобина обнаруживается только при переходе к дифференцированной переменной, отражающей реальное вхождение каждой компании в индекс «Вектор устойчивого развития» МосБиржи–РСПП. Установлено, что доминирующими детерминантами инвестиционной привлекательности остаются рентабельность собственного капитала и размер компании, а также геополитический шок санкций, что свидетельствует о дополняющей, а не замещающей роли ESG-фактора по отношению к классическим финансовым драйверам. Выявлена количественная «ESG-премия» на российском рынке, подтверждающая экономическую значимость ESG-интеграции даже в условиях институциональных ограничений и высокой макроэкономической неопределённости. Доказано, что представление ESG-фактора в виде дифференцированных измеримых показателей является необходимым условием для идентификации его влияния на рыночную оценку компаний.

4. Проведён системный анализ современного состояния ESG-сектора в России за 2020–2025 гг., выявивший структурную асимметрию между опережающим развитием нормативной базы и слабыми рыночными индикаторами: волатильность рынка ESG-облигаций при устойчивом доминировании социальных инструментов, эмитируемых институтами развития; стагнация биржевых ESG-фондов на фоне общего роста рынка коллективных инвестиций; при этом нормативная база укрепляется опережающими темпами

(XBRL-таксономия Банка России, ранжирование зелёных проектов, Кодекс ответственного инвестирования, переход к обязательной нефинансовой отчётности). На основе эмпирических результатов обоснована необходимость перехода от единых агрегированных ESG-индексов к семейству дифференцированных индикаторов: отраслевых, покомпонентных (E, S, G), с учётом национальных целей и культурно-религиозных факторов. Разработан новый методологический подход к конструированию ESG-индексов, учитывающий локальную институциональную специфику и позволяющий преодолеть ограничения универсальных западных методологий, что создаёт новое направление совершенствования ESG-оценки на развивающихся рынках.

5. Разработаны рекомендации по повышению инвестиционной привлекательности, дифференцированные по трём группам ESG-зрелости (высокий, средний, слабый профиль), выявленным на основе группировки компаний по уровню устойчивого развития. Для каждой группы предложены конкретные управленческие решения: для компаний со слабым ESG-профилем – первоочередное улучшение корпоративного управления и базовое раскрытие нефинансовой информации; для средних компаний – обеспечение регулярного присутствия в ESG-индексе и внедрение международных стандартов отчётности; для лидеров – активная коммуникация ESG-достижений и монетизация через снижение стоимости заёмного капитала. На институциональном уровне предложены: ускорение перехода к обязательной нефинансовой отчётности для всех публичных компаний, стимулирование спроса через институциональных инвесторов путём внесения изменений в регулирование пенсионных накоплений, создание государственного ESG-фонда, развитие ESG-сукук и инструментов, учитывающих культурно-религиозные особенности. Обосновано, что реализация предложенных мер способна повысить эффективность модели инвестиционной привлекательности и сократить отставание России от развитых стран по доле ESG-активов в финансовой системе, что соответствует модели ESG-интеграции с ключевой инициативной ролью государства.

Теоретическая значимость диссертационной работы заключается в обосновании и развитии научных представлений о сущности и структуре инвестиционной привлекательности компаний в контексте устойчивого развития, систематизации подходов к интеграции ESG-факторов в корпоративное управление, а также расширении научных представлений о механизмах влияния ESG-факторов на инвестиционную привлекательность в условиях модели ESG-интеграции с ключевой инициативной ролью государства, характерной для стран с развивающейся экономикой.

Практическая значимость диссертационной работы обусловлена возможностью применения ее результатов менеджментом компаний при формировании и реализации корпоративных стратегий, ориентированных на устойчивое развитие и повышение инвестиционной привлекательности бизнеса, инвесторами – при формировании портфелей с учётом нефинансовых факторов, а также регулирующими органами – при совершенствовании институциональной инфраструктуры ESG-сектора, включая развитие национальной таксономии, методологии ESG-индексов и требований к нефинансовой отчётности. Предложенные направления по интеграции ESG-подходов в систему стратегического управления могут быть использованы российскими компаниями для адаптации к новым институциональным требованиям и повышения устойчивости в условиях санкционного давления, трансформации рынков капитала и усиления требований со стороны заинтересованных сторон.

Методология и методы диссертационного исследования. Методологическую основу исследования составляют фундаментальные концепции корпоративных финансов, институциональной экономики и устойчивого развития. В работе использованы общенаучные методы, в частности анализ и синтез, индукция и дедукция, систематизация и типологизация, методы стратегического анализа (PESTEL-анализ, SWOT-анализ и TOWS-матрица), методы сравнительного анализа, экономико-статистические и эконометрические

методы. Расчёты выполнены в среде Python 3.12. Эмпирическая база включает данные по 29 крупнейшим российским публичным компаниям за 2020–2025 гг. (174 наблюдения).

Эмпирическую базу исследования составили официальные нефинансовые и интегрированные отчеты крупнейших российских компаний, включенных в список из двадцати девяти ведущих эмитентов по уровню капитализации, отраслевой репрезентативности и степени открытости информации. При отборе учитывались такие критерии, как присутствие компаний на фондовом рынке, доступность ESG-отчетности, отраслевое разнообразие и значимость с точки зрения инвестиционного интереса.

Дополнительно в качестве эмпирического материала для анализа зарубежного опыта были использованы: базы данных аналитических агентств (Refinitiv[36], Bloomberg ESG[37], MSCI[38]); российские рейтинги устойчивого развития (RAEX[39], РСПП[40], WWF России[41]); нормативные и методологические

[36]Refinitiv ESG Scores — база данных ESG-показателей более 13 000 компаний, формируемая агентством Refinitiv (London Stock Exchange Group). — URL: https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores (дата обращения: 14.09.2025).

[37]Bloomberg ESG Disclosure Scores — оценки раскрытия нефинансовой информации, публикуемые терминалом Bloomberg Professional Services. — URL: https://professional.bloomberg.com/products/bloomberg-terminal/sustainable-finance/scores/ (дата обращения: 30.03.2026).

[38]MSCI ESG Ratings — рейтинги устойчивого развития компаний, присваиваемые MSCI Inc. по шкале от CCC до AAA. — URL: https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings (дата обращения: 03.01.2026).

[39]ESG-рэнкинг российских компаний RAEX — ежегодный рэнкинг рейтингового агентства RAEX (RAEX Europe), составляется с 2018 г. — URL: https://raex-rr.com/ESG/ESG_companies/ESG_rating_companies/2025.1/methods/ (дата обращения: 19.02.2026).

[40]Индексы Московской Биржи — РСПП «Ответственность и открытость» и «Вектор устойчивого развития» — фондовые индексы, рассчитываемые Московской Биржей совместно с Российским союзом промышленников и предпринимателей на основе оценки нефинансовой отчётности эмитентов. — URL: https://www.moex.com/ru/index/MRSV (дата обращения: 07.10.2025).

[41]Рейтинг экологической ответственности нефтегазовых компаний России — ежегодный рейтинг, подготавливаемый WWF России совместно с группой компаний CREON и Национальным рейтинговым агентством. — URL: https://wwf.ru/resources/news/neft-i-gaz/wwf-opublikovan-reyting-ekootvetstvennosti-neftegazovykh-kompaniy/ (дата обращения: 28.12.2025).

документы (GRI Standards[42], TCFD[43], SASB[44]); отчёты Российского союза промышленников и предпринимателей (РСПП) и данные Атласа нефинансовой отчётности России (АНФОР)[45]; статистика Банка России, Росстата, Минэкономразвития РФ, Еврокомиссии и ОЭСР; ESG-рейтинги, индексы и индикаторы, публикуемые Московской биржей, а также международными организациями, такими как UN PRI[46], UN Global Compact [47], CDP [48] и др.

Комплексная эмпирическая база позволила провести сопоставительный анализ уровней ESG-зрелости, выявить барьеры и факторы успешной интеграции устойчивых практик в корпоративные стратегии, а также обосновать направления развития ESG-подходов в условиях современной внешней среды.

Достоверность полученных результатов обеспечивается использованием официальных данных Московской биржи, Российского союза промышленников и предпринимателей, Банка России, корпоративной отчётности российских компаний по МСФО, а также применением общепринятых методов эконометрического анализа панельных данных. Теоретические положения опираются на современные научные подходы в области устойчивого развития, ESG-инвестирования и оценки инвестиционной привлекательности компаний.

---

[42]GRI Standards — стандарты нефинансовой отчётности, разрабатываемые Global Reporting Initiative (Нидерланды). — URL: https://www.globalreporting.org/standards/ (дата обращения: 15.03.2026).

[43]Рекомендации TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) — рекомендации по раскрытию климатических рисков, разработанные целевой группой при Совете по финансовой стабильности (FSB). — URL: https://www.fsb-tcfd.org/ (дата обращения: 09.09.2025).

[44]SASB Standards — отраслевые стандарты устойчивой отчётности, разработанные Sustainability Accounting Standards Board (с 2021 г. — в составе IFRS Foundation/ISSB). — URL: https://sasb.ifrs.org/standards/ (дата обращения: 01.02.2026).

[45]Атлас нефинансовой отчётности России — 2025 (АНФОР-2025) : аналит. обзор / Пачоли Консалтинг. — М., 2025. — URL: https://www.pacioliconsult.ru/press-tsenter/analitica/analitica-anfor-2025/Pacioli_Consulting_ANFOR_2025.pdf (дата обращения: 05.10.2025).

[46]UN PRI (Principles for Responsible Investment) — принципы ответственного инвестирования при поддержке ООН, объединяющие свыше 3500 организаций с активами под управлением более 100 трлн долл. — URL: https://www.unpri.org/ (дата обращения: 25.11.2025).

[47]UN Global Compact — глобальный договор ООН, добровольная инициатива по соблюдению принципов устойчивого развития в корпоративной практике. — URL: https://unglobalcompact.org/ (дата обращения: 12.01.2026).

[48]CDP (ранее Carbon Disclosure Project) — международная некоммерческая организация, управляющая системой раскрытия данных об экологическом воздействии компаний. — URL: https://www.cdp.net/en (дата обращения: 22.11.2025).

Эмпирические выводы подтверждаются результатами регрессионного анализа на панельных данных российских компаний за 2020–2025 гг. и проверкой устойчивости полученных оценок. Полученные результаты согласуются с выявленными тенденциями развития российского ESG-сектора и не противоречат существующим научным представлениям.

Апробация и внедрение результатов исследования. Основные результаты исследования докладывались, обсуждались и апробировались на 5 научных конференциях:

1. Евразийский молодёжный экономический форум (Московский государственный институт международных отношений (университет) МИД России, г. Москва, 28–29 ноября 2022 г.);
2. III Международная научно-практическая конференция «Современные финансовые рынки в условиях новой экономики» (Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова, г. Москва, 22 февраля 2023 г.);
3. Международная научная конференция студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов» (Московский государственный университет, г. Москва, 15-19 апреля 2024 г.);
4. IV Научно-практическая конференция OECONOMICUS Forum (Московский государственный институт международных отношений (университет) МИД России, г. Москва, 1 декабря 2025 г.);
5. Научно-практическая конференция «Новая архитектура международных финансов: высокотехнологичный вектор» (Московский государственный институт международных отношений (университет) МИД России, г. Москва, 22 апреля 2026 г.).

Кроме этого материалы исследования были использованы в рамках научно-исследовательской работы «Разработка подходов к управлению рисками «зелёного» финансирования в Российской Федерации».

Публикации по теме исследования. Основные положения диссертации отражены в 5 научных публикациях общим объёмом 1,6 п.л. (объём авторский), из которых 4 — в рецензируемых научных изданиях, входящих в перечень ВАК при Минобрнауки России:

1. Зарипов М.Р. Оценка рисков «зелёных» финансовых инструментов / Б.А. Турсунов, Э.А. Асяева, М.Р. Зарипов // Финансовая экономика. – 2022. – № 11. – С. 454–457.
2. Зарипов М.Р. Анализ парадигмы ценообразования зелёных акций на российском рынке / М.Р. Зарипов, Б.А. Турсунов, Э.А. Асяева // Финансовый бизнес. – 2022. – № 11. – С. 121–128.
3. Зарипов М.Р. Перспективы внедрения инструментов устойчивого финансирования в России: опыт облигаций, привязанных к устойчивому развитию, и «зелёных» банков / М.Р. Зарипов // Экономическое развитие России. – 2025. – № 8. – С. 232–241.
4. Зарипов М.Р. Взаимосвязь ESG-профиля и кредитоспособности: эмпирический анализ российских эмитентов (2020–2024 гг.) / М.Р. Зарипов // Инновации и инвестиции. – 2025. – № 9. – С. 237–241.
5. Зарипов М.Р. Поведенческие аспекты инвестиционной привлекательности «зеленых» компаний/ М.Р. Зарипов // Современные финансовые рынки в условиях новой экономики : Материалы 3-й Международной межвузовской научно-практической конференции, Москва, 22 февраля 2023 года. – Москва: Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова, 2023. – С. 260-266.

Структура и объем диссертации обусловлены целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трёх глав, заключения, библиографического списка и приложений. Данная работа изложена на 237 страницах и состоит из 10 таблиц, 5 рисунков, 3 приложений и 269 пунктов использованной литературы.

Глава 1. Теоретические основы инвестиционной привлекательности компании и их трансформация в контексте устойчивого развития

1.1. Инвестиционная привлекательность компании как объект научного анализа

В экономической науке категория инвестиционной привлекательности компании традиционно рассматривалась как способность хозяйствующего субъекта обеспечивать возврат на вложенный капитал при допустимом уровне риска и формировать устойчивую доходность для инвесторов. В классическом подходе основное внимание уделялось финансовым показателям, отражающим текущее состояние бизнеса и его потенциал роста. Среди ключевых инструментов анализа использовались показатели рентабельности, ликвидности, структуры капитала и рыночной стоимости. На практике инвестиционная привлекательность оценивалась преимущественно на основе финансовой отчетности (бухгалтерский баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств), а также с применением рейтинговых и скоринговых моделей, позволяющих прогнозировать дефолтные риски и определять кредитную надежность компании[49].

Согласно подходу А. Дамодарана[50], инвестиционная привлекательность компании тесно связана с ее рыночной стоимостью, определяемой через дисконтирование будущих денежных потоков (DCF-модель). При этом решающую роль играет соотношение доходности и риска, а также премии за страновой и отраслевой риск. Таким образом, в рамках американской школы корпоративных финансов инвестиционная привлекательность трактуется как функция стоимости бизнеса, чувствительной к факторам риска и

[49] Brigham E. F., Ehrhardt M. C. Financial Management: Theory & Practice. — 15th ed. — Boston : Cengage Learning, 2017. — 1184 p.
[50] Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ. — М. : Альпина Паблишер, 2012. — 1342 с.

управленческим решениям[51]. Ю. Бригхем и Л. Эрхард, развивая традицию анализа корпоративных финансов, определяют инвестиционную привлекательность компании через ее способность максимизировать ценность для акционеров. В их концепции ключевое значение имеет оптимизация структуры капитала, минимизация стоимости источников финансирования и эффективность финансового менеджмента[52].

В российской научной литературе категория инвестиционной привлекательности получила развитие в работах В.В. Ковалева, который рассматривает ее как результат комплексного анализа финансового состояния компании, ее платежеспособности, структуры капитала и рентабельности, уделяя особое внимание институциональным и макроэкономическим факторам, формирующим инвестиционный климат[53]. Расширяя данную логику на уровень национальной экономики, О.Б. Пичков показывает, что инвестиционная привлекательность страны как получателя капитала неразрывно связана с её способностью защищать интересы иностранных инвесторов при сохранении национального суверенитета в стратегических отраслях, что приобретает особую значимость в условиях санкционного давления[54].

Таким образом, в научной традиции можно выделить два ключевых направления осмысления инвестиционной привлекательности. Первое – узкофинансовое, опирающееся на анализ доходности, риска и стоимости капитала, характерное для западной школы корпоративных финансов. Второе – комплексное, предполагающее учет не только финансовых, но и институциональных факторов, что более характерно для российской научной мысли. Объединение этих подходов позволяет рассматривать инвестиционную

---

[51] Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ. — М. : Альпина Паблишер, 2012. — 1342 с.

[52] Brigham E. F., Ehrhardt M. C. Financial Management: Theory & Practice. — 15th ed. — Boston : Cengage Learning, 2017. — 1184 p.

[53] Ковалёв В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. — М. : Проспект, 2018. — 560 с.

[54] Пичков О.Б., Раков Е.Д. Прямые иностранные инвестиции и национальные интересы государства: монография. — М.: МГИМО-Университет, 2016. — 215 с.

привлекательность как многоуровневую категорию, отражающую не только текущее состояние компании, но и ее стратегический потенциал и устойчивость в долгосрочной перспективе.

В целях формирования наиболее комплексного понимания объекта исследования необходимо изучить общую эволюцию подходов и ключевые научные школы к пониманию его содержания и сущности в сравнительной и эволюционной перспективах. Здесь необходимо отметить, что анализ современного научного и практического поля и в ретроспективе позволяет заключить, что географическая (региональная) классификация не даёт значимых аналитических результатов, поскольку границы между подходами и школами часто размыты, а ключевые различия обусловлены скорее этапом развития концепции и цивилизационно-культурным контекстом. В таком контексте более релевантной представляется эволюционная типологизация, дополненная укрупнённым делением на западные и незападные подходы. Такого рода структурирование позволяет проследить динамику научных и практических представлений в области в более широком, фундаментальном контексте, при этом выявляя в том числе конкретно-исторические, экономические, культурные, политические и иные факторы, формирующие различия в понимании инвестиционной привлекательности. Результаты такого рода систематизации представлены в таблице 1 Приложения 1.

Как видно из представленных данных, основные этапы развития взглядов на инвестиционную привлекательность коррелируют с эволюцией доминирующих экономических парадигм и реальной внешнесредовой динамикой. Историческая траектория идет от неоклассической теории через институциональную и поведенческую экономику к современному этапу. Каждая школа характеризуется своими особенностями: неоклассика опиралась на рационального инвестора, совершенные рынки и количественные методы; институциональная экономика добавила учёт формальных и неформальных правил, а также роли организаций; поведенческая экономика признала

ограниченную рациональность, когнитивные искажения и социальные предпочтения. Эмпирическим подтверждением влияния поведенческих факторов на российском рынке служат результаты последних прикладных исследований показавшие, что цены на зелёные акции не следуют гипотезе случайного изменения, а их динамика в значительной степени определяется спекулятивным поведением инвесторов[55]. Таким образом современный этап характеризуется нелинейностью, адаптивностью систем и множественностью равновесий, протекая в условиях геополитической фрагментации и суверенизации подходов.

При этом на каждом этапе очевидна дифференциация между западным и незападными подходами. Можно выделить в широком смысле западную и незападную траекторию развития научного и практического понимания инвестиционной привлекательности. Эти подходы развивались параллельно, но в разных векторах, с разной степенью институциональной оформленности и с разными факторами.

На первом этапе западный подход доминировал и задавал формальные рамки, в то время как незападные подходы представляли собой в достаточной степени изолированные альтернативные институциональные формы с ограниченным спектром влияния (кэйрэцу, исламские финансы), однако именно они в дальнейшем оказались включены в концепцию устойчивости в более широком ее понимании. На втором этапе произошла институционализация КСО и нефинансовой отчетности при параллельном укреплении рыночного вектора в рамках западного подхода, в то время как для незападных подходов более характерны оказались адаптация практик под национальные приоритеты и повышение роли государства как двигателя развития в этой сфере. Особенностью третьего этапа стала глобальная гармонизация западного подхода

[55] Анализ парадигмы ценообразования зеленых акций на российском рынке / М.Р. Зарипов, Б.А. Турсунов, Э.А. Асяева, В. Аль Саади // Финансовый бизнес. — 2022. — № 11. — С. 121-128.

при постепенном усилении национальных таксономий как основы для будущей фрагментации. В рамках четвертого, современного, этапа происходит суверенизация ESG: западный подход сохраняет силу на своих рынках, но утрачивает глобальную монополию, а незападные подходы постепенно проходят процесс институционализации.

Анализируя западную и незападную траектории на каждом этапе, возможно отметить следующее. Так, на первом этапе (1960–1980-е гг.) западный подход основывался на неоклассической теории, количественных методах оценки (DCF, CAPM) и оптимизации структуры капитала. В его рамках инвестиционная привлекательность отождествлялась исключительно с финансовой эффективностью. В рамках незападных же подходов господствовал менее формализованный и в целом экономико-ориентированный взгляд. Так, инвестиционная привлекательность связывалась со стабильностью долгосрочных отношений, устойчивостью к рыночным колебаниям, соответствием религиозно-этическим нормам при сохранении финансовой эффективности. В рамках второго этапа (1990-е – 2010-е гг.) произошел в определенной степени содержательный переворот – западный взгляд оказался сосредоточен на нефинансовых факторах, в то время как незападные подходы продемонстрировали поворот в сторону соответствия национальным экономическим приоритетам. На третьем этапе в рамках западного подхода окончательно закрепился и институционализировался интегрированный взгляд на инвестиционную привлекательность (финансовые и ESG факторы), в то время как незападные подходы начали демонстрировать самостоятельность и адаптировать свои взгляды под локальную специфику. Данная тенденция закрепилась и усилилась в рамках четвертого этапа (с 2022 г.).

При этом в целом на протяжении всех четырёх этапов сохраняется принципиальное различие в двигателях (факторах) развития западных и незападных подходов. Так, западный подход движим в первую очередь рыночными механизмами при значительной роли инвесторов, в то время как

незападные подходы развиваются в первую очередь под воздействием государства и локальных условий. Это различие определяет не только методологию оценки инвестиционной привлекательности, но и саму её трактовку: от преимущественно финансово-ориентированной – в западной традиции до включающей ценностные и социальные компоненты – в незападной.

Актуальным в таком контексте представляется более детальное сущностное сравнение западных и незападных подходов, а также выявление глубинных факторов, лежащих в основе этих различий. Сравнительный концептуальный анализ, систематизирующий различия между западными и незападными подходами, представлен в таблице 2 Приложения 1.

Как видно из представленных данных, западный подход базируется на неоклассической традиции, дополненной институционализмом и теорией заинтересованных сторон, и ориентирован на рыночную саморегуляцию, прозрачность, защиту прав миноритариев, рассматривая при этом государство преимущественно как регулятора, устанавливающего рамочные требования, но не как прямого участника. Культурные, религиозные нормы рассматриваются здесь преимущественно как неформальный и второстепенный фактор. В таком контексте подход оказывается сосредоточен на работе преимущественно с формальными, стандартизованными и сопоставимыми данными в рамках количественного, статистического анализа. При этом он содержит в себе риск излишней унификации, так как не предполагает учет локальных особенностей.

Незападные подходы, напротив, представляют собой синтез неоклассических моделей с национальными институциональными традициями – государственным патернализмом, коллективизмом, культурными и религиозными нормами и традициями. В их рамках государство рассматривается как ключевой игрок на рынке финансов, использующий административные, бюджетные и налоговые инструменты, в связи с чем отношения с ним (сквозь призму его интересов) оказываются критическим фактором успеха. Культурно-

религиозные нормы при этом, будучи часто формализованными и имеющими нормативную силу, приобретают повышенное значение для обеспечения выживаемости, стабильности и успеха бизнеса. В таком контексте в рамках подхода оценка инвестиционной привлекательности оказывается подчинена локальной специфике, что, с одной стороны, создает возможности для дополнительной гибкости, а с другой – для фрагментированности, неоднородности данных и часто повышенной сложности и неоднозначности оценок. Поскольку методологическая база в незападных подходах чаще опирается на качественные методы и экспертные оценки. В рамках незападных подходов преимущественно затруднено количественное моделирование, но при этом учитывается влияние неформальных институтов, что особо значимо в контексте долгосрочной устойчивости.

Анализируя такого рода различия между подходами, возможно выделить следующие определяющие их факторы:

1. Концептуальные основы. Западные подходы базируются на неоклассической традиции, дополненной институционализмом, незападные подходы интегрируют национальные институциональные традиции, а в случае исламских финансов – религиозные нормы, что определяет не только методологию оценки инвестиционной привлекательности, но и саму её трактовку. Так, в западной традиции она остаётся преимущественно финансово-ориентированной, в незападной – включает ценностные и социальные компоненты.

2. Историческая траектория индустриализации и формирования финансовых систем. В западных странах индустриализация проходила в условиях относительно стабильной правовой среды и раннего развития частной собственности, в связи с чем произошло закрепление модели рыночного саморегулирования и ограниченной роли государства. В незападных странах индустриализация и формирование финансовых систем часто происходили при

активной роли государства, что предопределило последующую модель, где государство выступает прямым участником экономических процессов.

3. Институциональная среда и роль государства. В западных странах сформированы развитые рыночные институты, высока степень защиты прав инвесторов, а государство выступает лишь в роли регулятора, создающего правила игры. В незападных странах институты часто находятся еще в стадии формирования, защита прав инвесторов варьируется, а государство при этом выступает ключевым фактором экономического развития.

4. Роль и степень формализации и влияния культурных, этических, религиозных норм. В западных подходах этические нормы остаются преимущественно неформальными, в то время как в незападных они могут быть формализованы и оказывать существенное влияние на формирование национальных стандартов. Принципиально важно, что такого рода различие в векторах связано с тем, что исторически в западных обществах процесс секуляризации и отделения церкви от государства привёл к вытеснению религии из экономической сферы, а в незападных цивилизациях религиозные и культурные нормы сохранили свою регулятивную функцию в хозяйственной жизни.

5. Характер интеграции в глобальные цепочки создания стоимости и зависимость от внешнего капитала. Западные страны как исторические центры формирования глобальных финансовых рынков длительное время являлись разработчиками универсальных подходов к оценке инвестиционной привлекательности. Незападные страны при этом, длительный период времени являясь реципиентами капитала и находясь в положении догоняющего развития, были вынуждены ориентироваться на западные методики при их недостаточной эффективности в локальной институциональной среде. В таком контексте по мере накопления национального капитала, развития внутренних финансовых рынков и особенно в условиях геополитической фрагментации незападные страны начали суверенизацию подходов к оценке инвестиционной

привлекательности, формируя собственные критерии с учётом национальных приоритетов.

Здесь необходимо отметить, что в России на сегодняшний день наблюдается сочетание элементов западной рыночной модели с сильной ролью государства. В таком контексте при оценке инвестиционной привлекательности на отечественном рынке особо актуальным представляется синтез формализованного инструментария западных подходов, адаптивных механизмов незападных подходов (учёт национальных приоритетов, государственная поддержка), а также элементов культурно-религиозного учёта (в первую очередь в контексте взаимодействия с партнерами из незападных стран).

Возвращаясь же от конкретно-прикладного анализа к более строго академическому и научному, актуальным также представляется проведение краткого обзора ключевых научных школ инвестиционной привлекательности, как и было предложено изначально. Результаты анализа и систематизации основных научных школ инвестиционной привлекательности представлены в таблице 3 Приложения 1.

Как видно из представленных данных, все выделенные школы внесли вклад в формирование современного понимания инвестиционной привлекательности, однако в современных условиях имеют явные границы своей применимости. Так, Американская школа корпоративных финансов заложила фундамент количественного анализа, но ограниченность ее объяснительной способности стала явной по мере роста доли нематериальных активов в структуре стоимости. Японская школа кэйрэцу и исламская школа финансов первыми предложили формы, ориентированные на долгосрочную стабильность и этические нормы, но их применимость за пределами культурного контекста и без учета дополнительных факторов минимальна. Институциональная экономика и поведенческая экономика предложили расширенный взгляд, интегрировав в себе одновременно формальные и неформальные институты, а также когнитивные искажения как ключевые факторы, однако не смогли в

должной мере довести методики до практического применения на корпоративном уровне. Теория заинтересованных сторон и школа КСО сформировали основу для интеграции в систему оценки нефинансовых факторов, однако столкнувшись с их излишней формализацией и не предложив при этом инструменты для их практической валидации. Европейская школа ESG-регулирования перевела устойчивое развитие из добровольной в обязательную плоскость, однако создала новые вызовы. Российская школа комплексного анализа же стремится адаптировать международные подходы к локальным условиям, но сталкивается с дефицитом данных и необходимостью выработки собственных методик.

При этом на современном этапе ни одна из школ не даёт исчерпывающего ответа на вызовы современности. Инвестиционная привлекательность в современных сложных, неоднородных и турбулентных условиях требует синтеза количественных методов американской школы, институционального анализа, учёта поведенческих факторов, адаптации культурно-религиозных особенностей и гибкости к национальным приоритетам, что актуализирует вопрос разработки интегральной системы количественно-качественной оценки, учитывающей отраслевую специфику, институциональный контекст и культурные особенности. В таком контексте актуальным представляется более детальный анализ базовых финансовых и нефинансовых критериев оценки инвестиционной привлекательности.

В традиционной экономической теории инвестиционная привлекательность компании определяется ее способностью генерировать устойчивую доходность и обеспечивать возврат на вложенный капитал при допустимом уровне риска. В рамках этого подхода основное внимание уделяется количественным финансовым показателям, которые дают инвестору

представление о текущем финансовом состоянии компании, ее рыночной позиции и потенциале роста. Среди базовых критериев оценки используются[56]:

Показатели рентабельности:

$$ROE = \frac{Чистая\ прибыль}{Собственный\ капитал} \times 100\% \quad (1.1)$$

$$ROA = \frac{Чистая\ прибыль}{Средняя\ величина\ активов} \times 100\% \quad (1.2)$$

$$ROS = \frac{Оборотные\ активы}{Краткосрочные\ обязательства} \quad (1.3)$$

Коэффициенты ликвидности:

$$CR = \frac{Оборотные\ активы}{Краткосрочные\ обязательства} \quad (1.4)$$

$$QR = \frac{Оборотные\ активы - Запасы}{Краткосрочные\ обязательства} \quad (1.5)$$

Коэффициент автономии:

$$ER = \frac{Собственный\ капитал}{Валюта\ баланса} \times 100\% \quad (1.6)$$

Оборачиваемость капитала:

$$AT = \frac{Выручка}{Средняя\ величина\ активов} \quad (1.7)$$

Мультипликаторы:

$$PE = \frac{Рыночная\ цена\ акции}{Чистая\ прибыль\ на\ акцию} \quad (1.8)$$

где:

- ROE – рентабельность собственного капитала, %;
- ROA – рентабельность активов, %;
- ROS – коэффициент обеспеченности оборотных активов, ед.;
- CR – коэффициент текущей ликвидности, ед.;
- QR – коэффициент быстрой ликвидности, ед.;
- ER – коэффициент автономии, %;
- AT – коэффициент оборачиваемости активов, раз;
- P/E – коэффициент «цена/прибыль»;

[56] Кузнецова А.И. Управление инвестиционной привлекательностью предприятия : монография. — Москва : URSS, 2015. — 240 с.

- Собственный капитал – сумма собственных источников финансирования, руб.;
- Валюта баланса – итог бухгалтерского баланса, руб.;
- Выручка – доход от реализации продукции, руб.;
- Средняя величина активов – сумма активов на начало и конец периода, делённая на два, руб.;
- Рыночная цена акции – стоимость ценной бумаги на рынке, руб.;
- Чистая прибыль на акцию – финансовый результат, приходящийся на одну акцию, руб.

Также анализируется структура капитала, уровень задолженности, динамика выручки и прибыли, дивидендная политика, а в отдельных случаях – капитальные затраты и свободный денежный поток (FCF). Такой подход исторически сложился как основа фундаментального анализа и широко применяется как в корпоративном управлении, так и в банковско-инвестиционной практике[57].

Ключевым инструментом классического анализа выступает финансовая отчетность компании (в первую очередь – бухгалтерский баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств), которая подлежит нормативной проверке и раскрытию. Кроме того, применяются рейтинговые модели и скоринговые системы, используемые агентствами и банками для прогнозирования дефолтных рисков и определения кредитного рейтинга.

Однако в условиях усложнения внешней среды и роста внимания к устойчивому развитию исключительно финансовые индикаторы стали недостаточными для комплексной оценки инвестиционного потенциала компании, что послужило толчком к расширению системы критериев.

Современная инвестиционная практика все чаще включает в оценку компаний нефинансовые (нематериальные) факторы, которые не находят

[57] Хавинсон С.Р., Пономарев А.Н. Финансовый анализ: учебник. — М.: КНОРУС, 2020. — 368 с.

прямого отражения в традиционной отчетности, но оказывают существенное влияние на долгосрочную устойчивость бизнеса. В условиях усложнения глобальной повестки и трансформации корпоративных рисков такие параметры становятся неотъемлемой частью инвестиционной привлекательности.

Важным аспектом исследования представляется анализ репутации и корпоративной культуры компаний. Репутационные риски все чаще оказывают влияние на поведение инвесторов, особенно в условиях цифровизации и информационной прозрачности. Наличие конфликтов с государственными органами, негативного фона в СМИ, экологических скандалов или нарушений прав работников может существенно снизить капитализацию компании даже при стабильных финансовых результатах[58]. В то же время сильная корпоративная культура, ориентированная на устойчивость, инклюзивность и инновационность, способствует укреплению доверия со стороны инвесторов, контрагентов и потребителей.

Примером успешной работы с репутационными рисками может служить компания X5 Group, которая в своей ESG-отчетности регулярно демонстрирует высокий уровень прозрачности и ответственного отношения к потребителям и сотрудникам. Это положительно отражается на ее рейтингах и привлекательности для устойчивых инвесторов[59]. В противоположность этому, «Росгосстрах» в 2017–2018 годах столкнулся с падением доверия из-за массовых претензий потребителей, что негативно повлияло на его рыночную долю и потребовало последующей санации[60].

Следующим направлением анализа является социальная ответственность компании и трудовая политика. Оценка социальных факторов включает такие аспекты, как условия труда, уровень текучести кадров, равенство возможностей,

---

[58] Овечкин Д. В. Ответственные инвестиции: влияние ESG-рейтинга на рентабельность фирм и ожидаемую доходность на фондовом рынке // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент». — 2021. — № 1. — С. 43–53.

[59] X5 Group. Отчет об устойчивом развитии за 2022 год. — URL: https://www.x5.ru/ru/investors/esg/ (дата обращения: 02.06.2025).

[60] Росгосстрах утратил позиции в сегменте страхования non-life // Эксперт РА. — URL: https://ratings.ru/ratings/press-releases/RGS-RA-281224/ (дата обращения: 02.06.2025).

программы развития персонала и вовлеченность сотрудников в корпоративное управление. Крупные институциональные инвесторы – например, пенсионные фонды и международные управляющие компании, – все чаще запрашивают такие данные, особенно при формировании портфелей устойчивого инвестирования[61].

В качестве позитивного примера можно отметить компанию Сбербанк, которая активно внедряет программы развития персонала, гендерного равенства и психологического благополучия сотрудников, что отражается в устойчивом росте ESG-рейтинга и интересе со стороны институциональных инвесторов[62]. В то же время, случаи массовых увольнений без должной компенсации в ритейл-секторе (например, инциденты в «Детском мире») вызвали критику со стороны общественности и негативный резонанс в СМИ[63].

Следующим элементом ответственного инвестирования является пункт экологической устойчивости. Наличие экологической стратегии, контроль за выбросами, энергоэффективность, управление отходами и вовлеченность в «зеленые» проекты становятся показателями зрелости компании и ее готовности к долгосрочной адаптации в условиях климатических рисков. Особенно это актуально для энергетики, промышленности, транспорта и девелопмента. Включение таких параметров позволяет оценить будущие затраты на соответствие экологическим требованиям, возможные санкции или субсидии[64].

РусГидро демонстрирует высокие экологические стандарты, включая проекты по модернизации ГЭС, снижению углеродного следа и экологическому

---

[61] Леонов А.В. Исследование методов оптимизации инвестиционных решений в процессе модернизации регионального промышленного сектора // Экономика сегодня: современное состояние и перспективы развития (Вектор-2024) : сборник материалов Всероссийской научной конференции молодых исследователей с международным участием, Москва, 19 июня 2024 г. : в 5 ч. Ч. 3. — Москва : РГУ им. А.Н. Косыгина, 2024. — С. 70.

[62] Сбербанк. ESG-отчет за 2022 год. — URL: https://www.sberbank.ru/ (дата обращения: 02.06.2025).

[63] «Детский мир» заявил о реорганизации // Business Vector. — URL: https://www.business-vector.info/articles/detskiy_mir_zayavil_o_reorganizatsii_smotrim_chto_budet_s_saratovskimi_magazinami_ikh_9_/ (дата обращения: 02.06.2025).

[64] Рубцов Б.Б. Зеленые финансы в мире и России: монография. — М.: Русайнс, 2018. — 168 с.

просвещению, что обеспечивает компании конкурентные преимущества на рынке устойчивого финансирования[65]. В то же время, Норильский никель в 2020 г. столкнулся с масштабным экологическим кризисом из-за разлива топлива в Норильске, что вызвало снижение его ESG-оценок и потребовало многомиллиардных затрат на компенсации и восстановление[66].

Наряду с экологической устойчивостью необходимо сказать и об одном из ключевых нефинансовых факторов – структура корпоративного управления: наличие независимых директоров, прозрачность процедур принятия решений, управление рисками, защита прав миноритариев, политика в сфере антикоррупции и комплаенса. Компании с высоким уровнем управленческой прозрачности и подотчетности получают более высокие оценки инвестиционной привлекательности, особенно на рынках с недостаточной правовой защитой инвесторов[67].

МТС регулярно получает высокие оценки по показателю G (governance) благодаря открытости информации, участию независимых директоров и продуманной антикоррупционной политике[68]. Противоположный пример – ситуация с АФК «Система» в 2017 г., когда ее корпоративный конфликт с «Роснефтью» обернулся резким падением стоимости акций и обеспокоенностью инвесторов в части защищенности прав акционеров[69].

Последним важным элементом устойчивой компании является инновационный и интеллектуальный капитал. В постиндустриальной экономике ключевым активом становятся нематериальные ресурсы: научные разработки, ИТ-решения, база знаний, бренды и клиентская лояльность. Эти элементы слабо

---

[65] РусГидро. ESG-отчетность и проекты устойчивого развития. — URL: https://www.rushydro.ru/ (дата обращения: 02.06.2025).

[66] «Норникель» полностью выплатил назначенный судом штраф за разлив топлива // Официальный сайт ПАО «ГМК «Норильский никель». — URL: https://csr2020.nornickel.ru/ru/responsibility/ (дата обращения: 02.06.2025).

[67] OECD. G20/OECD Principles of Corporate Governance. — OECD Publishing, 2015. — 72 p.

[68] МТС. Годовой отчет и нефинансовая отчетность за 2022 год. — URL: https://www.ir.mts.ru/ (дата обращения: 02.06.2025).

[69] Конфликт АФК «Система» и «Роснефти»: последствия // Пресс-релиз ПАО «НК «Роснефть». — URL: https://www.rosneft.ru/press/releases/item/188965/ (дата обращения: 02.06.2025).

представлены в балансе, но оказывают решающее влияние на рыночную стоимость и перспективы роста. Развитая система R&D, наличие патентов, высокий уровень цифровизации – все это усиливает инвестиционную привлекательность, особенно в высокотехнологичных и креативных отраслях[70].

Яндекс и Ozon активно инвестируют в развитие R&D, включая собственные AI-платформы, логистические технологии и цифровую инфраструктуру, что делает их лидерами в сфере нематериальных активов и привлекает долгосрочные инвестиции[71]. В противоположность этому, отсутствие инновационных разработок и зависимости от устаревших ИТ-платформ стало одним из факторов снижения капитализации у ряда региональных телеком-компаний, таких как ЭР-Телеком[72].

Представленный анализ нефинансовых факторов на примере отечественного бизнеса демонстрирует, что такие факторы, как репутация, социальная ответственность, экологическая политика, качество управления и инновационный капитал уже сегодня оказывают такое же системообразующее влияние на инвестиционную привлекательность компании, как и традиционные финансовые факторы. В то же время, как показал предыдущий проведенный анализ, необходимо выделить еще одну существенную категорию нефинансовых факторов – культурные, этические и религиозные особенности как факторы формирования специфических инвестиционных предпочтений и корпоративных практик.

Так, на практике инвестиционная привлекательность бизнеса может определяться не только доходностью, но и степенью соответствия ценностным ориентирам инвестора, общества или государства. Данный феномен получает объяснение сразу в двух теоретических традициях: первая – институциональная

---

[70] Stewart T. Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations. — New York: Doubleday, 1998.
[71] ESG-презентации и стратегии R&D: Яндекс и Ozon. — URL: https://ir.yandex/, https://ir.ozon.com/ (дата обращения: 02.06.2025).
[72] ЭР-Телеком сохраняет позиции на рынке ШПД // Национальное рейтинговое агентство. — URL: https://ratings.ru/ratings/press-releases/er-telecom-RA-110424/ (дата обращения: 02.06.2025).

экономика, представленная в работах Д. Норта[73] и О. Уильямсона[74], где рассматриваются неформальные нормы, в частности религия, традиции, этика, как одни из ключевых регуляторов экономического поведения хозяйствующих субъектов; вторая – теория заинтересованных сторон Р. Фримена[75], в соответствии с которой особая роль отводится ценностным ожиданиям стейкхолдеров, а не только логике максимизации прибыли. Оба подхода формируют теоретическую рамку, объясняющую, почему нефинансовые критерии все чаще становятся полноправными элементом оценки инвестиционной привлекательности.

В качестве наиболее ярких практических примеров значимости культурно-религиозных факторов могут служить Исламская финансовая модель и недавняя инициатива Банка Ватикана. Так, в основе Исламской финансовой модели лежат принципы шариата, исключающие инвестиции в компании, связанные с производством алкоголя, табака, оружия, азартными играми, а также операции с процентами (риба) и чрезмерной неопределённостью (гарар). При этом особое значение имеют инструменты, основанные на разделении рисков и прибыли (мудараба, мушарака), а также сукук – исламские облигации, обеспеченные реальными активами[76]. В остальном исламская парадигма не противоречит западной, ориентируясь в первую очередь на финансовую эффективность бизнеса с постепенным включением ESG-параметров. Необходимо отметить, что одним из последних трендов также является конвергенция исламских финансов и ESG-принципов, в рамках которой шариатские нормы интегрируются с целями устойчивого развития ООН. Таким

---

[73] Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики : пер. с англ. А.Н. Нестеренко / Д. Норт. — М. : Фонд экономической книги «Начала», 1997. — 180 с. — (Современная институционально-эволюционная теория).

[74] Уильямсон О.И. Экономические институты капитализма: фирмы, рынки, «отношенческая» контрактация : пер. с англ. / О.И. Уильямсон ; науч. ред. и вступ. ст. В.С. Катькало. — СПб. : Лениздат ; CEV Press, 1996. — 702 с.

[75] Freeman R.E. Strategic Management: A Stakeholder Approach / R. E. Freeman. — Boston : Pitman, 1984. — 276 p.

[76] Vogel F. E., Hayes S. L. Islamic Law and Finance: Religion, Risk, and Return. — The Hague : Kluwer Law International, 1998. — 256 p.

образом, по сути инвестиционная привлекательность здесь оказывается сформирована на пересечении финансовой эффективности и религиозно-этической допустимости. Важно, что для оценки соответствия бизнеса шариатским нормам существуют профильные индексы, наиболее известными из которых являются S&P Shariah, Dow Jones Islamic Market, в рамках которых учитывается отраслевая принадлежность и специфические финансовые коэффициенты (доля заемного капитала, доля недопустимых доходов) эмитентов.

Банк Ватикана (Istituto per le Opere di Religione) в 2023 г. сформировал для католических инвесторов специализированный «этический индекс», в рамках которого было предложено инвестировать в бизнес, соответствующий католическому социальному учению в части уважения к человеческому достоинству, солидарности, заботы об общем благе и охране окружающей среды. В таком контексте из списка рекомендованных к инвестированию оказались исключены компании, участвующие в производстве контрацептивов, абортивных средств, в военно-промышленном комплексе, а также не ESG-ориентированные компании[77]. Несмотря на ограниченный масштаб инициативы, сам факт ее возникновения указывает на повышение значимости культурно-религиозных факторов на современном этапе даже в рамках западных рынков.

Особый интерес также представляет опыт Китая и Индии. Так, в Китае разработан стандарт CASS-ESG (национальный стандарт нефинансовой отчётности Китая, разработанный Китайской академией общественных наук; с 2024 г. дополнен государственными «Basic Standards for Corporate Sustainability Disclosure (Trial)» Министерства финансов КНР, гармонизированными с ISSB)[78],

[77] Catholic News Agency. Vatican Bank Launches Ethical Index for Catholic Investors. — 2023. — URL: https://www.catholicnewsagency.com/news/254678/vatican-bank-launches-ethical-index (дата обращения: 15.03.2025).

[78] CASS-CSR (Chinese Academy of Social Sciences — Corporate Social Responsibility Reporting Guidelines, актуальная версия CASS-CSR 4.0). — URL: https://www.china-briefing.com/news/china-releases-esg-reporting-standards-for-businesses/ (дата обращения: 07.09.2026).

в который включены не только экологические и социальные критерии, но и показатели, отражающие социалистические ценности и государственную политику «гармоничного общества». В Индии введен формат BRSR (Business Responsibility and Sustainability Reporting, обязательный формат ESG-отчётности для 1000 крупнейших по капитализации листингуемых компаний Индии, введён циркуляром SEBI № SEBI/HO/CFD/CMD-2/P/CIR/2021/562 от 10 мая 2021 г. взамен формата BRR; с 2023 г. дополнен усиленным подмножеством показателей BRSR Core)[79], в рамках которого международные ESG-принципы адаптированы к концепции дхармы-бизнеса с акцентом на нравственные аспекты.

Более системно и в сравнительной перспективе альтернативные культурно-религиозные модели инвестиционной привлекательности описаны в таблице 4 Приложения 1.

При этом роль культурно-религиозных факторов на сегодняшний день, особенно в контексте современной российской практики, проявляется в таких аспектах как необходимость развития международного инвестиционного сотрудничества с незападными странами, формирования инвестиционных продуктов, учитывающих традиционные национальные ценности, социальную справедливость и этические нормы, закреплённые в национальной культуре, а также управления инвестиционными рисками в контексте долгосрочной устойчивости бизнеса.

В таком контексте учёт культурно-религиозных особенностей представляется закономерным этапом развития инвестиционной теории, связанным с переходом от универсальных финансовых моделей к более тонкому учёту институциональных и ценностных факторов.

Отметим, что рассмотренные выше культурно-религиозные модели представляют собой лишь частное проявление более широкого процесса,

---

[79] BRSR (Business Responsibility and Sustainability Reporting). — URL: https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/may-2021/business-responsibility-and-sustainability-reporting-by-listed-entities_50096.html (дата обращения: 07.09.2026).

который в 2010–2021 гг. привел к формированию национальных таксономий в сфере корпоративной устойчивости, а с 2022 г. – к суверенизации подходов. Комплексный обзор основных национальных моделей оценки инвестиционной привлекательности на современном этапе представлен в таблице 5 Приложения 1.

Как видно из представленных данных, в 2010–2021 гг. Европейский союз задавал универсальные стандарты раскрытия информации и защиты прав инвесторов, США и Япония интегрировались в эту систему через рыночные механизмы, а развивающиеся страны (Китай, Индия, Бразилия, Россия) вынужденно адаптировались к внешним требованиям, чтобы сохранить доступ к глобальному капиталу. Однако Китай и Индия в этот период начали предлагать собственные форматы отчётности (CASS-ESG, BRSR), что заложило основу для последующей фрагментации.

С 2022 г. Европейский союз ужесточил требования (CSRD [80], ESRS [81]), что усилило барьеры для компаний из третьих стран, а США столкнулись с внутренней политической фрагментацией. Китай, Индия и Россия же на фоне общей геополитической нестабильности и фрагментации активно развивают собственную инфраструктуру оценки, ориентируясь на национальные приоритеты. При этом при сравнении национальных моделей возможно выделить два базовых типа – рыночно-ориентированный, с высокой степенью формализации, сильной ролью институциональных инвесторов и жестким требованиями к прозрачности (ЕС, США) и с ключевой инициативной ролью

[80] CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) — Директива ЕС об отчётности в области устойчивого развития компаний, вступила в силу 5 января 2023 г.; охватывает порядка 50 000 компаний, включая крупные предприятия и компании из третьих стран с существенным присутствием на рынке ЕС. — URL: https://finance.ec.europa.eu/financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en (дата обращения: 11.12.2025).

[81] ESRS (European Sustainability Reporting Standards) — Европейские стандарты отчётности в области устойчивого развития, разработанные EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) и утверждённые Европейской комиссией 31 июля 2023 г.; конкретизируют содержательные требования CSRD. — URL: https://finance.ec.europa.eu/financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en (дата обращения: 17.02.2026).

государства, где инвестиционная привлекательность во многом определяется соответствием национальным приоритетам, поддержкой государства и включенностью в программы развития (Китай, Индия, Россия). При этом ряд государств (Япония и Бразилия) занимает промежуточное положение, интегрируя данные подходы. Такого рода разделение еще раз подтверждает справедливость изначально выдвинутых тезисов о различении западного и незападного подхода и значимости выделенных факторов их базовой дифференциации.

Проведенный анализ позволяет сделать вывод о принципиальной неоднородности инвестиционной привлекательности как категории, что проявляется не только на уровне отраслевой специфики, как традиционно принято считать (инвестиционная привлекательность варьируется в зависимости от структуры активов, доли нематериальных ресурсов, зависимости от человеческого капитала; в рамках высокотехнологичных отраслей социальные факторы и качество управления сильнее влияют на стоимость компании, чем экологические, а в ресурсодобывающих отраслях наоборот и т. д.)[82], но и на таких уровнях, как:

1. Институциональная среда и роль государства. В ЕС существует четкая связь с комплаенсом, в США – с рыночной дисциплиной и политическим контекстом, в Китае и Индии – с соответствием государственным программам и доступом к финансированию государственных банков развития, а в России – со способностью адаптироваться к изолированной институциональной среде и соответствовать национальным приоритетам.

2. Культурные, этические и религиозные особенности. Во многих незападных государствах инвестиционная привлекательность до сих пор формируется на пересечении финансовой эффективности и соответствия ценностным ориентирам.

---

[82] Ермакова А. В. Повышение финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора под влиянием ESG-факторов : дис. … канд. экон. наук. — М. : РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2024. — 216 с.

3. Макроэкономическая и геополитическая конъюнктура. В условиях BANI- и[83] тем более SHIVA-мира[84] на первый план вышла способность компании к адаптации, развитию собственной инфраструктуры и соответствие новым национальным приоритетам.

В таком контексте существующие методики оценки инвестиционной привлекательности компаний, основанные на традиционных финансовых показателях, оказываются малоэффективными[85]. Существует необходимость перехода к интегральной системе оценки инвестиционной привлекательности, сочетающей в себе количественные финансовые метрики (рентабельность, ликвидность, структура капитала) с качественными показателями, отражающими устойчивость бизнес-модели (ESG-зрелость, репутационный капитал, качество управления), учитывающей отраслевую специфику через взвешивание факторов и интегрирующей институциональный контекст в широком смысле, но при этом не теряющей гибкости в контексте необходимости обеспечения высокой оперативной адаптивности системы оценки к макроэкономической и геополитической динамике.

Здесь необходимо отметить, что интеграция нефинансовых, в том числе ESG в рассмотренном выше расширенном смысле, факторов в систему оценки инвестиционной привлекательности предполагает также сдвиг в методологии анализа: от количественной оценки эффективности (рентабельность,

---

[83] BANI (Brittle, Anxious, Nonlinear, Incomprehensible) — концептуальная модель описания макросреды, характеризующейся хрупкостью систем, повышенной тревожностью акторов, нелинейностью причинно-следственных связей и принципиальной непредсказуемостью развития событий; предложена футурологом Дж. Кашио (Jamais Cascio) в 2018 г. как развитие модели VUCA. — URL: https://medium.com/@cascio/facing-the-age-of-chaos-b00687b1f51d (дата обращения: 08.11.2025).

[84] SHIVA (Split, Horrible, Inconceivable, Vicious, Arising) — концептуальная модель, описывающая состояние необратимого распада прежних систем управления и одновременного зарождения новых форм экономической и социальной организации; введена в 2022 г. психологом М. Розиным (управляющий партнёр «ЭКОПСИ Консалтинг») как более радикальная альтернатива модели BANI. — URL: https://trends.rbc.ru/trends/futurology/62866fde9a794701a4c38ae4 (дата обращения: 23.01.2026).

[85] Ермакова А. В. Повышение финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора под влиянием ESG-факторов : дис. … канд. экон. наук. — М. : РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2024. — 216 с.

ликвидность, платежеспособность) к комплексной качественной характеристике устойчивости бизнес-модели. Таким образом, ESG-индикаторы становятся не просто дополнительным слоем анализа, а важным инструментом идентификации инвестиционно надежных компаний.

Современные условия устойчивого развития, усиление внимания к нефинансовым параметрам и ограниченность количественной информации по ряду аспектов (например, корпоративной культуре, деловой репутации, ESG-рисках) делают актуальными качественные методы оценки инвестиционной привлекательности. Эти подходы особенно востребованы при оценке устойчивости компаний, действующих в условиях нестабильной внешней среды, ограниченного доступа к фондовому рынку или слабой транспарентности.

Один из наиболее распространенных подходов – экспертная оценка инвестиционной привлекательности, основанная на методике сравнительного анализа и системы балльного шкалирования. В ее основе лежит определение набора ключевых параметров (как финансовых, так и нефинансовых), которым присваиваются весовые коэффициенты в зависимости от их значимости. Затем проводится ранжирование компаний по совокупной интегральной оценке. При этом акцент делается на:

- стратегическую устойчивость;
- соответствие корпоративной политики ESG-принципам;
- способность к адаптации и инновационному развитию;
- уровень открытости и прозрачности.

Другим направлением является использование рейтинговых шкал, разрабатываемых инвестиционными агентствами, банковскими структурами или специализированными консалтинговыми организациями. Такие рейтинги строятся на базе анкетирования, анализа корпоративной отчетности, деловой прессы, информации из открытых источников. Примерами служат внутренние шкалы Сбербанка, ВТБ, РБК, а также внешние международные системы – Refinitiv ESG Score, MSCI ESG Rating и другие.

Широкое применение получает PESTEL-анализ, адаптированный к оценке инвестиционной среды конкретной компании или сектора. Такой подход позволяет определить не только фактическое положение компании, но и перспективы ее развития в контексте внешней среды. В рамках ESG-ориентированного анализа PESTEL применяется как инструмент стратегического планирования и оценки факторов, способных как усиливать, так и ослаблять инвестиционную привлекательность в долгосрочной перспективе[86].

Еще одним инструментом является SWOT-анализ, используемый для систематизации сильных и слабых сторон, а также возможностей и угроз, стоящих перед компанией. В условиях ESG-подходов SWOT может быть переосмыслен через призму устойчивости: сильными сторонами считаются, например, зрелость ESG-отчетности, участие в «зеленых» проектах, наличие этических кодексов; угрозами – экологические санкции, социальные протесты, неустойчивость сырьевой модели бизнеса[87].

Таким образом, оценка инвестиционной привлекательности может и должна базироваться на качественном многофакторном анализе, учитывающем как внутренние характеристики компаний, так и параметры макросреды. Это особенно важно в условиях нестабильной конъюнктуры, характерной для посткризисной и геополитически фрагментированной экономики.

В результате проведенного анализа также возможно сформулировать следующие ключевые выводы: существуют два основных подхода к пониманию инвестиционной привлекательности, а именно узкофинансовый (западная школа корпоративных финансов) и комплексный, рассматривающий инвестиционную привлекательность, как многоуровневую категория, отражающую не только текущее финансовое состояние компании, но и ее стратегический потенциал в долгосрочной перспективе.

---

[86] Фатхутдинов Р. А. Стратегический менеджмент : учебник. — М. : ИНФРА-М, 2020. — 398 с.

[87] Porter M. E. Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors. — New York : Free Press, 1980. — 396 p.

Наиболее аналитически значимой представляется эволюционная типологизация научных школ и подходов, дополненная укрупнённым делением на западные и незападные подходы. При этом важно, что на каждом из выделенных этапов наблюдается значимое различие в факторах развития западного и незападных подходов. Так, западный подход движим рыночными механизмами при значительной роли инвесторов, а незападные подходы развиваются под воздействием государства и локальных условий. Также немало важно, что на современном этапе нефинансовые факторы, а именно репутация, социальная ответственность, экологическая политика, качество управления и инновационный капитал, оказывают существенное влияние на долгосрочную устойчивость бизнеса и являются системообразующими фактором в контексте инвестиционной привлекательности компании наряду с традиционными финансовыми показателями. Особую роль при этом приобретают культурно-религиозные факторы.

В завершении стоит отметить существенную неоднородность инвестиционной привлекательности как категории – как на уровне отраслевой специфики, так и в контексте институциональной среды, роли государства, культурно-религиозных особенностей и макроэкономической конъюнктуры, что актуализирует необходимость перехода к интегральной системе её оценки, сочетающей количественные финансовые метрики с качественными показателями устойчивости бизнес-модели и учитывающей институциональный контекст в широком смысле.

1.2. Эволюция концепции устойчивого развития и ее влияние на инвестиционную привлекательность компании

Современная концепция устойчивого развития возникла как реакция на усиливающееся противоречие между стремительным развитием экономических систем и ухудшением состояния окружающей среды. Первоначально идеи, лежащие в ее основе, формировались в рамках демографических и экономических теорий, посвященных ресурсным ограничениям. Уже в конце XVIII века английский экономист Томас Мальтус в своем «Эссе о принципах народонаселения» утверждал, что население растет по экспоненциальной зависимости, тогда как ресурсы – лишь по арифметической, что, по его мнению, неизбежно должно приводить к дефициту, бедности и социальным потрясениям[88].

В XX веке проблему ограниченности природных ресурсов более детально проанализировал американский экономист Г. Хотеллинг. В своей статье 1931 г. он предложил теоретическую модель исчерпаемых ресурсов, положившую начало целому направлению исследований в области природной ренты и рационального ресурсопользования[89].

Параллельно в СССР формировались альтернативные подходы, основанные на идее неразрывного единства природы и человека. Особо значимой является концепция ноосферы академика В.И. Вернадского, в рамках которой человечество рассматривалось как геологическая сила, способная сознательно влиять на биосферу. Вернадский утверждал, что переход к ноосфере – сфере разума – является естественным этапом эволюции Земли и требует от человечества этичного, научно обоснованного подхода к природопользованию и социальной организации[90].

---

[88] Мальтус Т.Р. Опыт о законе народонаселения / пер. с англ. — М.: Экономика, 2000. — 240 с.

[89] Hotelling H. The Economics of Exhaustible Resources // Journal of Political Economy. — 1931. — Vol. 39, No. 2. — P. 137–175.

[90] Вернадский В.И. Научная мысль как планетное явление. — М.: Наука, 1988. — 272 с.

Эти идеи постепенно проникали в глобальную повестку. В 1960–1970-х гг. в научном сообществе на Западе активизировались дискуссии о границах роста и последствиях экологической деградации. Ключевым событием стало создание в 1968 г. Римского клуба – международной неправительственной организации, объединившей ученых, экономистов и общественных деятелей для анализа глобальных проблем. В 1972 г. под его эгидой был опубликован доклад «Пределы роста», в котором на основе модели World3 рассматривались возможные сценарии развития цивилизации при сохранении существующих трендов в потреблении, рождаемости и загрязнении окружающей среды[91]. Доклад выдвинул тезис о необходимости пересмотра традиционной модели бесконечного экономического роста и вызвал широкий общественный и академический резонанс.

После выхода доклада «Пределы роста» устойчивое развитие стало предметом международной повестки. Уже в том же году в Стокгольме прошла первая Конференция ООН по окружающей среде человека, которая стала поворотным моментом в признании экологических проблем глобального масштаба и их связи с экономическим ростом. В ходе конференции была учреждена Программа ООН по окружающей среде (ЮНЕП), что ознаменовало начало институционализации экологической политики в рамках системы ООН[92].

Следующим важным этапом стало создание Всемирной комиссии по окружающей среде и развитию, которая в 1987 г. представила доклад «Наше общее будущее» под руководством Гру Харлем Брундтланд. В этом документе впервые прозвучало современное определение устойчивого развития: «развитие, при котором удовлетворяются потребности настоящего поколения без ущерба для способности будущих поколений удовлетворять свои собственные

[91] Meadows D.H., Meadows D.L., Randers J., Behrens W.W. The Limits to Growth: A Report for the Club of Rome's Project on the Predicament of Mankind. — New York: Universe Books, 1972. — 205 p.
[92] United Nations Conference on the Human Environment (Stockholm, 1972). Report of the United Nations Conference on the Human Environment. — New York: United Nations, 1973.

потребности»[93]. Доклад зафиксировал необходимость интеграции экономического роста, социальной справедливости и охраны окружающей среды в единый стратегический процесс.

Дальнейшее продвижение устойчивой повестки произошло в 1992 г. на Саммите Земли в Рио-де-Жанейро, где был принят важнейший документ – Повестка дня на XXI веке. Она закрепила триединую структуру устойчивого развития, включающую экономические, экологические и социальные компоненты. Также были приняты Декларация Рио по окружающей среде и развитию, и Рамочная конвенция ООН об изменении климата (РКИК ООН), положившая начало многосторонним переговорам о снижении выбросов парниковых газов[94].

В 2000 г. ООН утвердила Цели развития тысячелетия (ЦРТ), нацеленные на борьбу с бедностью, обеспечение базового образования, гендерное равенство и улучшение здоровья. Несмотря на определенные достижения, к 2015 г. стало ясно, что ЦРТ нуждаются в обновлении и расширении с учетом более широкого спектра вызовов устойчивого развития.

В ответ на это в 2015 г. на Генеральной ассамблее ООН была принята новая универсальная повестка – Цели устойчивого развития (ЦУР), включающие 17 целей и 169 задач, охватывающих все аспекты устойчивого развития: ликвидацию нищеты и голода, обеспечение гендерного равенства, устойчивую урбанизацию, климатические действия, сохранение биоразнообразия и формирование глобального партнерства[95].

ЦУР стали основой для многих национальных стратегий, включая российские программы устойчивого развития, а также легли в основу стандартов корпоративной отчетности в ESG-сфере. С их принятием устойчивое развитие

---

[93] Brundtland G.H. (ed.) Our Common Future. — Oxford: Oxford University Press, 1987. — 400 p.
[94] United Nations. Agenda 21: Programme of Action for Sustainable Development. — New York: United Nations, 1993. — 294 p.
[95] United Nations. Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development. Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015. — A/RES/70/1. — New York: United Nations, 2015.

окончательно утвердилось как стратегическая парадигма глобального управления, затрагивающая как государственные, так и частные сектора.

Таким образом, возможно заключить, что международная эволюция устойчивого развития проходила путь от общей обеспокоенности состоянием природы к институционально закрепленной системе целей и индикаторов, влияющих на регуляторную, инвестиционную и управленческую практику компаний и государств.

При этом необходимо отметить, что история становления концепции устойчивого развития, интегрированное и систематизированное представление которой содержится в таблице 6 Приложения 1, являет собой лишь одну сторону процесса. Критическое значение в контексте данного исследования играет изменение понимания инвестиционной привлекательности под влиянием становления новых представлений о роли бизнеса и оценки роли запросов инвесторов в стимулировании развития устойчивых практик.

В таблице 7 Приложения 1 приведена эволюция концепции устойчивого развития в контексте взаимовлияния с инвестиционной привлекательностью. Как видно из представленных данных, концепция устойчивого развития последовательно трансформировала понимание инвестиционной привлекательности, расширяя его.

Так, в 1960–1980-е гг. устойчивое развитие и инвестиционная привлекательность существовали в разных плоскостях, однако в 1990–2000-е гг. в условиях институционализации устойчивого развития понимание инвестиционной привлекательности начало трансформироваться, вбирая в себя нефинансовые факторы – вначале как добровольную надстройку, затем как обязательный элемент оценки рисков. Завершение интеграции ESG в инвестиционный анализ пришлось на 2010–2021 гг. С 2022 г. инвестиционная привлекательность начинает определяться не столько универсальными ESG-стандартами, сколько способностью адаптироваться к национальным

приоритетам и институциональным условиям, что связано с общими процессами фрагментации мирового экономического и политического пространства.

Эволюция инвестиционных ожиданий инвесторов, факторы и их влияние на развитие устойчивых практик отражены в таблице 8 Приложения 1. Как видно из представленных данных, объективные внешние вызовы обусловили изменение запросов инвесторов в направлении повышения их заинтересованности в экологической, социальной и корпоративной ответственности бизнеса, что естественным образом стимулировало развитие устойчивых практик, в том числе в опережающем формате. Если на начальном этапе запросы инвесторов были нацелены на максимизацию прибыли, а устойчивые практики оставались на периферии, то уже на втором этапе произошел институциональный поворот на фоне глобализации и целого ряда серьезных экологических катастроф и корпоративных скандалов как факторов формирования запросов на учёт репутационных рисков в среде крупных институциональных инвесторов, что в итоге обусловило возникновение стандартов КСО (GRI) и включение нефинансовых факторов в инвестиционный анализ.

В следующий период на фоне принятия ЦУР ООН, Парижского соглашения, а также нового ряда экологических катастроф, роста активов под ESG-мандатом и давления крупнейших инвесторов (BlackRock, Vanguard) произошла полноценная интеграция ESG-проблематики в перечень ключевых ожиданий инвесторов, в том числе частных. В таком контексте начала развиваться глобальная инфраструктура устойчивого финансирования, а ESG-рейтинги стали самостоятельным фактором стоимости капитала. Возникла «зелёная премия». Все это совокупно определило ускорение темпов развития практик в сфере устойчивого развития во всех секторах экономики. Однако 2020–2022 г. на фоне общих потрясений (пандемия COVID-19, критическая геополитическая дестабилизация и фрагментация, мировой экономический кризис, энергетический кризис и т.д.) наблюдается поляризация запросов

инвесторов. Так, в ЕС запросы инвесторов ужесточаются [96], в США наблюдается политическое сопротивление ESG, а в незападных странах начинает формироваться запрос на автономные стандарты и независимые рейтинги в условиях роста недоверия к традиционным западным[97]. В таком контексте активное развитие получили именно национальные импульсы, что, однако, обусловило значительное расхождение векторов и скоростей устойчивого развития в разных регионах мира.

Здесь также необходимо отметить, что интерес инвесторов к ESG-проблематике на третьем и четвертом этапах в целом связан не только с внешними факторами, но и базовой инвестиционной логикой. Исследования, проведенные по данным международных рынков, показывают, что в XXI веке компании с высоким ESG-профилем демонстрируют:

- меньшую волатильность акций,
- более высокую кредитную надежность,
- более быстрое восстановление после кризисов,
- рост рыночной капитализации в долгосрочной перспективе[98].

В таком контексте ESG-факторы в целом могут восприниматься как индикаторы качества бизнеса, его адаптивности и способности к устойчивому росту.

Современное понимание устойчивости бизнеса выходит за пределы краткосрочной финансовой стабильности. В условиях глобальных экологических угроз, социальных дисбалансов и кризисов корпоративного

---

[96] SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation, Регламент ЕС 2019/2088) — регламент ЕС о раскрытии информации об устойчивом финансировании, вступил в силу 10 марта 2021 г. — URL: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en (дата обращения: 04.12.2025).

[97] Обзор национальной ESG-инфраструктуры крупнейших экономик Азии, включая формирование независимых от западных провайдеров рейтинговых организаций (ESGRisk в Индии, HKQAA Sustainability Rating в Гонконге, порядка 20 организаций в Китае) // РБК Тренды. — URL: https://trends.rbc.ru/trends/green/cmrm/641d599f9a79474874fde293 (дата обращения: 15.09.2025).

[98] Eccles R. G., Klimenko S. The Investor Revolution // Harvard Business Review. — 2019. — № 5. — P. 106–116.

управления важнейшее значение приобретают факторы, определяющие долгосрочную жизнеспособность компании. В этом контексте ESG-параметры выступают не как внешняя регуляторная нагрузка, а как внутренняя характеристика зрелости бизнес-модели.

Рассмотрим экологические факторы (Environmental).

Ключевыми аспектами в данном блоке являются:

- эффективность использования природных ресурсов (энергии, воды, сырья),
- уровень выбросов парниковых газов (CO_2),
- меры по сокращению отходов и переходу к замкнутому циклу,
- наличие политики экологического менеджмента и климатических целей.

Высокий экологический рейтинг компании свидетельствует о ее готовности к ужесточению экологических стандартов, снижает регуляторные и технологические риски, способствует лояльности потребителей и облегчает доступ к «зеленому» финансированию. На международных рынках уже существует прямая корреляция между экологическим профилем компании и стоимостью привлечения капитала, особенно в секторах с высоким уровнем выбросов или ресурсозависимостью[99].

Выделим социальные факторы (Social). Социальная устойчивость включает широкий круг параметров:

- условия труда и охрана здоровья сотрудников,
- гендерное и этническое равенство,
- программы обучения и повышения квалификации,
- взаимодействие с сообществами и соблюдение прав человека.

Компании с высоким уровнем социальной ответственности демонстрируют более низкий уровень текучести кадров, устойчивое корпоративное взаимодействие и более благоприятный имидж на рынке.

[99] European Commission. ESG Factors in Investment Decision-Making: Analytical Report. — Brussels: European Union, 2021. — 86 p.

Особенно значимыми эти показатели становятся в условиях кризисов, когда способность к мобилизации внутренних ресурсов и доверие работников к руководству могут определять устойчивость бизнеса.

Представим управленческие факторы (Governance). Факторы корпоративного управления являются критически важными для оценки прозрачности и надежности компании. Среди них:

- структура и независимость совета директоров,
- система внутреннего контроля и управления рисками,
- антикоррупционная политика и соблюдение этических норм,
- качество раскрытия информации и соблюдение прав акционеров.

Компании с эффективной системой управления реже сталкиваются с судебными спорами, репутационными потерями, срывами стратегических решений. Инвесторы рассматривают зрелую корпоративную структуру как залог долгосрочной стабильности и честного обращения с заинтересованными сторонами.

Автором выявлена интегральная роль ESG-факторов. Совокупность ESG-показателей формирует инвестиционный профиль компании – то есть ее воспринимаемую устойчивость в глазах инвесторов, регулирующих органов и общественности. Международная практика подтверждает, что высокий ESG-рейтинг положительно влияет на:

- рыночную капитализацию,
- доступность внешнего финансирования (включая зеленые облигации),
- лояльность потребителей и клиентов B2B-сегмента,
- устойчивость к внешним шокам, таким как пандемии, санкции, изменения регулирования[100].

[100] Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies // Journal of Sustainable Finance & Investment. — 2015. — Vol. 5(4). — P. 210–233.

Более того, в странах с высоким уровнем финансовой инфраструктуры (ЕС, США, Канада) наличие ESG-стратегии становится неотъемлемым условием участия в тендерах, получении грантов, работе с государственными и международными партнерами.

Таким образом, ESG-факторы перестают быть факультативными и превращаются в основу репутационного и стратегического капитала компании, напрямую влияющего на ее рыночную стоимость, воспринимаемую надежность и устойчивость к внешним вызовам.

В условиях усиления роли нефинансовых факторов и ESG-повестки меняется сама методология оценки инвестиционной привлекательности. Если ранее основными источниками информации выступали бухгалтерская отчетность и финансовые коэффициенты, то сегодня к ним добавляются нефинансовые отчеты, данные о рисках устойчивого развития, экологические и социальные индикаторы, а также сведения о структуре и качестве корпоративного управления.

Реализация ESG-ориентированных подходов стала возможной благодаря институционализации стандартов раскрытия информации. Наиболее распространенными международными форматами отчетности являются:

- GRI Standards (Global Reporting Initiative) – универсальные стандарты устойчивой отчетности, охватывающие социальные, экологические и экономические аспекты;
- SASB (Sustainability Accounting Standards Board) – отраслевые стандарты для раскрытия существенных ESG-факторов;
- TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) – рекомендации по раскрытию климатических рисков;
- IR Framework (Integrated Reporting) – интегрированная отчетность, объединяющая финансовые и нефинансовые аспекты в единую аналитическую систему.

Ведущие международные компании и финансовые учреждения уже рассматривают эти форматы как обязательную практику, а в отдельных юрисдикциях (например, в ЕС) часть требований по раскрытию ESG-информации становится обязательной.

Инвестиционные аналитики и портфельные управляющие постепенно внедряют нефинансовые метрики в систему оценки риска и доходности, включая:

- интенсивность углеродного следа компании (CO_2 на единицу продукции или дохода),
- уровень вовлеченности работников (например, индекс вовлечённости сотрудников),
- доля независимых директоров в совете,
- частота инцидентов, нарушающих права работников или природоохранное законодательство.

Кроме того, создаются рейтинговые системы, позволяющие агрегировать ESG-информацию в количественные показатели. Наиболее известные из них – MSCI ESG Ratings[101], Sustainalytics[102], Bloomberg ESG Disclosure Score[103], Refinitiv ESG Score[104]. Эти рейтинги используются институциональными инвесторами, банками и биржами при составлении портфелей и управлении рисками.

---

[101] MSCI ESG Ratings — рейтинги устойчивого развития компаний, присваиваемые MSCI Inc. по шкале от CCC до AAA. — URL: https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings (дата обращения: 03.01.2026).

[102] Sustainalytics (Morningstar Sustainalytics) ESG Risk Ratings — рейтинг риска, присваиваемый по шкале от 0 до 100 баллов, где более высокое значение соответствует более высокому уровню неуправляемого ESG-риска. —URL: https://www.sustainalytics.com/esg-data (дата обращения: 11.10.2025).

[103] Bloomberg ESG Disclosure Scores — оценки раскрытия нефинансовой информации, публикуемые терминалом Bloomberg Professional Services. — URL: https://professional.bloomberg.com/products/bloomberg-terminal/sustainable-finance/scores/ (дата обращения: 30.03.2026).

[104] Refinitiv ESG Scores — база данных ESG-показателей более 13 000 компаний, формируемая агентством Refinitiv (London Stock Exchange Group). — URL: https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores (дата обращения: 14.09.2025).

Количественные ESG-показатели формируются на основе оценки более чем сотни отдельных критериев, сгруппированных по трем основным направлениям: E (экологическое воздействие), S (социальная политика) и G (качество корпоративного управления). Например, MSCI ESG Ratings присваивает компаниям рейтинги от CCC до AAA, где AAA соответствует наиболее зрелому уровню устойчивого поведения. При этом оцениваются такие параметры, как выбросы CO_2 на единицу продукции, доля женщин в совете директоров, частота производственного травматизма, прозрачность в области выплат топ-менеджменту и наличие антикоррупционной политики. Система Sustainalytics присваивает компаниям оценку в баллах от 0 до 100, где более высокое значение указывает на больший уровень риска. Этот рейтинг разделяет риски на управляемые и неуправляемые, что позволяет инвестору учитывать не только текущие показатели, но и способность компании справляться с ESG-вызовами. Refinitiv ESG Score использует шкалу от 0 до 100, агрегируя до 500 ESG-метрик, включая раскрытие отчетности, политику по инклюзии, стратегию декарбонизации и т. д.

В аналитической практике такие рейтинги применяются для бенчмаркинга (сравнительного анализа между компаниями), выявления ESG-рисков в портфеле активов, а также для исключения компаний из «черных списков» (exclusion screening) или отбора лидеров (best-in-class approach) при устойчивом инвестировании.

В России также предпринимаются попытки адаптации международных подходов к условиям внутреннего рынка. Так, агентство АКРА с 2020 года реализует проект ESG-рейтингов для отечественных эмитентов, опираясь на собственную методику оценки экологической, социальной и управленческой зрелости. Наряду с этим Российский союз промышленников и предпринимателей (РСПП) разрабатывает и применяет индексы устойчивого

развития, основанные на самооценке компаний и экспертной верификации результатов[105].

Хотя российские ESG-рейтинги пока не достигли уровня сопоставимости с международными агентствами, их наличие демонстрирует институциональное признание ESG как фактора инвестиционной устойчивости и способствует формированию единой аналитической базы для внутренних инвесторов[106].

Таким образом, происходит переход от «финансово-центричного» подхода к интегральной модели оценки, включающей:

- показатели устойчивости (экологической, социальной, управленческой),
- адаптивность к макроэкономическим и геополитическим изменениям,
- репутационную устойчивость и уровень открытости,
- долгосрочную инвестиционную привлекательность с учетом экстернальных эффектов.

Наиболее продвинутые практики предполагают использование смешанных моделей оценки, в которых ESG-показатели получают вес наряду с финансовыми метриками. Это отражается в системах кредитного скоринга, портфельной оптимизации и даже в определении стоимости капитала (например, применением ESG-adjusted discount rates).

В российской практике важным шагом к институционализации ESG-подходов стало формирование национальных регуляторных ориентиров. В 2021 г. Банк России опубликовал Рекомендации по раскрытию информации о практиках устойчивого развития для публичных компаний, а также методические указания по климатическим рискам и управлению нефинансовыми факторами. Эти документы стали основой для добровольной нефинансовой отчетности на основе принципов «разъясни или выполняй», адаптированных к российской специфике[107].

---

[105] АКРА. Методология присвоения ESG-рейтингов. — URL: https://www.acra-ratings.ru (дата обращения: 03.06.2025).
[106] РСПП. Индексы устойчивого развития. — URL: https://rspp.ru (дата обращения: 03.06.2025).
[107] Банк России. Методические рекомендации по раскрытию нефинансовой информации. — М., 2021. — URL: https://www.cbr.ru (дата обращения: 03.06.2025).

В последующих обновлениях Центральный банк предложил более подробную структуру отчетности, включая раскрытие климатических сценариев, оценки влияния на бизнес и управление рисками устойчивого развития, что приближает российскую модель к лучшим международным практикам, несмотря на существующие барьеры и ограничения.

В условиях расширения критериев оценки инвестиционной привлекательности происходит не только разработка новых концептуальных и методических основ анализа, но и трансформация используемых методов. Наряду с количественными (статическими и динамическими) подходами, все шире применяются качественные методы, ориентированные на экспертную оценку соответствия стратегических параметров компании вызовам устойчивого развития – таблица 1.1.

В результате нефинансовые параметры становятся неотъемлемой частью анализа и во все большей степени определяют инвестиционную стратегию, особенно в условиях повышенной регуляторной и социальной чувствительности.

Проведенный анализ показал, что в условиях нарастающей неопределенности, глобальных экологических и социальных вызовов, а также институционализации целей устойчивого развития происходит фундаментальная трансформация критериев инвестиционной привлекательности компаний.

Таблица 1.1. Методы анализа инвестиционной привлекательности компании

<table>
<tr><td colspan="4">По степени субъективности</td><td rowspan="3">По способу выполнения оценки</td></tr>
<tr><td colspan="3">Количественные</td><td rowspan="2">Качественные</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Статистические</td><td colspan="2">Динамические</td></tr>
<tr><td>С использованием простого дисконтированного денежного потока</td><td>С использованием расширенного дисконтированного денежного потока</td></tr>
<tr><td>Методы, основанные на анализе финансового состояния организации</td><td>Средневзвешенная стоимость капитала</td><td rowspan="7">—</td><td>Бенчмаркинг</td><td rowspan="7">Традиционные</td></tr>
<tr><td>Расчет простого срока окупаемости</td><td>Чистый дисконтированный доход</td><td>Групповые экспертные методы</td></tr>
<tr><td>Расчет максимальной потребности в финансировании</td><td>Приведенная стоимость</td><td>Морфологические методы</td></tr>
<tr><td>Простой индекс дохода</td><td>Дисконтированный срок окупаемости</td><td rowspan="3">Соответствие целей проекта перспективам деловой среды</td></tr>
<tr><td>Операционный рычаг</td><td>Внутренняя норма доходности</td></tr>
<tr><td>Финансовый рычаг</td><td>Дюрация инвестиций</td></tr>
<tr><td>Метод системной динамики</td><td rowspan="2">—</td><td rowspan="2">Комплексный метод на основе анализа реальных опционов и теории игр</td><td rowspan="2">—</td><td rowspan="2">Инновационные</td></tr>
<tr><td>R/S метод</td></tr>
</table>

Источник: составлено автором на основе Пласкова Н. С., Петрушина Л. О. Система методов оценки инвестиционной привлекательности коммерческой организации // Учет. Анализ. Аудит. – 2016. – № 4. – С. 50–57. – URL: https://istina.pskgu.ru/publications/article/163147303/ (дата обращения: 08.04.2026).

Эволюция концепции устойчивого развития – от демографических и ресурсных теорий к современным ESG-подходам – сформировала новое понимание устойчивости бизнеса как способности обеспечивать долгосрочную ценность, минимизируя негативное воздействие на окружающую среду и общество. Устойчивость более не рассматривается как внешняя нормативная

рамка, а становится внутренней характеристикой зрелости и адаптивности бизнес-модели.

Классические показатели финансовой эффективности, такие как рентабельность, ликвидность и структура капитала, по-прежнему играют значимую роль в оценке инвестиционной привлекательности, однако они утратили исключительное доминирование. Нематериальные активы – корпоративная репутация, качество управления, экологическая и социальная ответственность – становятся определяющими для стратегических решений инвесторов.

ESG-факторы перерастают в самостоятельный аналитический контур, воздействующий как на оценку риска, так и на доступность финансирования. Устойчивое поведение компаний положительно коррелирует с их рыночной капитализацией, снижением стоимости заимствований и стабильностью в периоды внешних шоков. В связи с этим на международных и национальных рынках формируются институциональные и методологические базы для включения ESG-индикаторов в систему инвестиционного анализа.

Традиционная парадигма экономического роста, ориентированная преимущественно на максимизацию прибыли, долгое время не учитывала экологические и социальные издержки корпоративной деятельности. Однако начиная с конца XX века, под влиянием концепции устойчивого развития, стали происходить значительные сдвиги в подходах к роли бизнеса в обществе.

Постепенно усилилось понимание того, что компании не могут быть изолированными от глобальных вызовов – будь то изменение климата, социальное неравенство или нехватка ресурсов. Бизнес стал рассматриваться не только как экономический, но и как социальный институт, на который возлагается ответственность за вклад в общественное благо. Именно этот подход положил начало формированию концепции корпоративной социальной ответственности (КСО), а затем и более широкой логики ESG-подходов,

охватывающих Environmental, Social и Governance аспекты деятельности компаний [108].

Одним из поворотных моментов стало осознание инвесторами, что устойчивое поведение компании – это не альтруизм, а фактор, напрямую влияющий на ее инвестиционную привлекательность и устойчивость в долгосрочной перспективе. Наличие климатических, экологических и социальных рисков в корпоративной стратегии все чаще становится предметом оценки при принятии инвестиционных решений [109].

Международные организации, такие как ООН, Всемирный банк, Европейская комиссия, последовательно продвигают интеграцию принципов устойчивого развития в корпоративные стратегии. Одним из наиболее значимых документов в этом контексте стал Глобальный договор ООН, предложенный в 2000 г., который призывает бизнес соблюдать десять универсальных принципов в сфере прав человека, труда, окружающей среды и противодействия коррупции[110].

С начала 2010-х гг. наблюдается рост числа компаний, публикующих нефинансовую отчетность, охватывающую вопросы экологии, инклюзии, деловой этики, корпоративного управления. На международном уровне действуют стандарты GRI, SASB, TCFD, которые постепенно становятся обязательными для крупных компаний, особенно на рынках ЕС, Канады, Великобритании и Австралии[111].

Мировой экономический и социальный ландшафт значительно изменился под воздействием двух мощных факторов начала 2020-х гг.: глобальной пандемии COVID-19 и нарастающей геополитической нестабильности. Эти события стали катализаторами ускоренной интеграции ESG-принципов в

---

[108] Никоноров С.М. К «зеленой» экономике через «зеленые» финансы, биоэкономику и устойчивое развитие // Русская политология. — 2017. — №3 (4). — С. 60–72.
[109] Рубцов Б.Б. Зеленые финансы в мире и России: монография. — М.: Русайнс, 2018. — 168 с.
[110] United Nations Global Compact. The Ten Principles of the UN Global Compact — URL: https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles (дата обращения: 03.06.2025).
[111] Sustainable Reporting Standards and Frameworks. GRI, SASB, TCFD, CDP. — URL: https://www.globalreporting.org (дата обращения: 03.06.2025)

стратегическое управление компаниями и в институциональные инвестиционные практики.

Пандемия выявила системные уязвимости существующей модели глобализации и резко обострила социальные и экологические проблемы, ранее воспринимавшиеся как отдаленные. В условиях кризиса стало очевидно, что бизнес, игнорирующий социальные и экологические риски, оказывается менее устойчивым и более подверженным потрясениям. Уровень доверия к компаниям стал зависеть не только от их экономических результатов, но и от того, как они справляются с вызовами социальной ответственности, корпоративной солидарности и экологической устойчивости[112].

По данным международных исследований, в период пандемии компании с высокими ESG-рейтингами демонстрировали более стабильную доходность и меньшую волатильность по сравнению с «традиционными» аналогами[113]. Это укрепило позиции устойчивого инвестирования и стало аргументом в пользу включения нефинансовых критериев в процесс оценки инвестиционной привлекательности.

В это же время возросло значение климатических и энергетических рисков. Реакция ЕС на кризис выразилась в принятии масштабного плана восстановления экономики NextGenerationEU, в котором устойчивое развитие заняло центральное место. В частности, в рамках Европейской зеленой сделки особое внимание было уделено ESG-таксономии, разработанной Европейской комиссией как инструмент определения «экологически устойчивой» деятельности для целей регулирования и инвестирования [114].

Для развивающихся стран, включая Россию, акцент на ESG оказался как возможностью, так и вызовом. С одной стороны, интеграция ESG позволяет

---

[112] Sachs J.D. The Age of Sustainable Development. — New York: Columbia University Press, 2015. — 544 p.

[113] Flammer C. Corporate green bonds // Journal of Financial Economics. — 2021. — Vol. 142, No. 2. — P. 499–516.

[114] European Commission. EU Taxonomy for Sustainable Activities. — URL: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en (дата обращения: 03.06.2025)

повысить конкурентоспособность компаний, особенно в условиях стремительно меняющейся архитектуры внешнеэкономических связей. С другой стороны, ограничения, связанные с международными санкциями, снижением доступа к передовым ESG-технологиям и разрывом с западными рынками капитала, требуют адаптации ESG-подходов к специфике национальной деловой среды.

Геополитическая фрагментация мировой экономики, усугубленная событиями 2022–2024 гг., формирует новую архитектуру устойчивого развития, в которой значение приобретают не универсальные нормы, а национально-ориентированные подходы. В этих условиях ESG в России начинает трансформироваться из механизма соответствия глобальным стандартам в инструмент повышения внутренней инвестиционной устойчивости, устойчивости бизнес-моделей и репутационной прозрачности[115].

Проведенный анализ показывает, что становление концепции устойчивого развития прошло путь от осознания ресурсных ограничений и экологических угроз до институционально закреплённой системы целей и индикаторов, оказывающей прямое влияние на регуляторную, инвестиционную и управленческую практику компаний и государств. Концепция устойчивого развития последовательно трансформировала понимание инвестиционной привлекательности. Так, в 1960–1980-е гг. устойчивое развитие и инвестиционная привлекательность существовали в разных плоскостях, в 1990–2000-е гг. началось включение нефинансовых факторов как добровольной надстройки, а затем как обязательного элемента оценки рисков. В 2010–2021 гг. происходило завершение интеграции ESG в инвестиционный анализ, а с 2022 г. инвестиционная привлекательность стала определяться способностью адаптироваться к национальным приоритетам и институциональным условиям.

Эта хронология напрямую связана с эволюцией запросов инвесторов: объективные внешние вызовы привели к изменению их ожиданий в направлении

---

[115] Вильданова М. М. Некоторые особенности «зеленого» финансирования и иных «зеленых» финансовых инструментов в России и за рубежом // Право и практика. — 2022. — № 1. — С. 140–148.

повышения заинтересованности в экологической, социальной и корпоративной ответственности бизнеса. При этом пандемия COVID-19 и геополитический кризис, начавшийся в 2022 г. ускорили процесс интеграции ESG-принципов, в то же время спровоцировав поляризацию запросов в глобальном масштабе. Именно в кризисный и посткризисный период происходит переосмысление ESG как необходимой стратегической парадигмы управления в условиях неопределённости и внешнего давления – то есть окончательную трансформацию ESG из механизма соответствия глобальным стандартам в инструмент повышения внутренней инвестиционной устойчивости и репутационной прозрачности.

1.3. Факторы управления инвестиционной привлекательностью компании: экономические и нефинансовые параметры

Исторически управление инвестиционной привлекательностью компании оценивалась преимущественно через призму финансовой эффективности: доходность капитала, ликвидность, рентабельность, соотношение собственных и заемных средств, динамика акционерной стоимости. Однако в условиях усложнения глобальной экономической среды и обострения экологических и социальных рисков такая модель оказалась недостаточной для устойчивости бизнеса.

Во второй половине 2010-х гг. все больше инвесторов, особенно институциональных, начали пересматривать свои аналитические подходы, включая в них не только финансовые, но и нефинансовые параметры, отражающие устойчивость бизнес-модели, управление рисками, репутационную ответственность и долгосрочные последствия корпоративных решений. Ключевую роль в этом сдвиге сыграли ESG-факторы (Environmental, Social, Governance), которые начали рассматриваться не как внешняя этическая рамка, а как интегральный элемент инвестиционного анализа.

В рамках ESG-подхода к процессу управления инвестиционной привлекательность компании относят:

- способность компании минимизировать негативное влияние на окружающую среду и эффективно использовать ресурсы;
- готовность соблюдать социальные стандарты: уважение к правам работников, поддержание безопасных условий труда, инклюзивность и гендерное равенство;
- зрелость корпоративного управления: прозрачность, подотчетность, защита прав миноритариев, антикоррупционные практики[116].

В условиях глобального перехода к устойчивым стратегиям именно институциональные инвесторы (пенсионные фонды, суверенные фонды, управляющие компании) стали основными стимуляторами внедрения ESG-ориентированного подхода. Как видно из представленных данных, в 2016 г. институциональные инвесторы занимали 80% в структуре устойчивых инвестиций, тогда как доля частных инвесторов составляла лишь 20%. К 2018 г. их соотношение несколько изменилось: доля институциональных инвесторов снизилась до 75%, тогда как участие частных инвесторов возросло до 25%, что свидетельствует о постепенном росте интереса со стороны частных лиц к ESG-инструментам (см. Рисунок 1). Таким образом, ESG-ориентированная оценка смещает акцент с краткосрочной доходности на долгосрочную устойчивость и способность компании генерировать добавленную стоимость в условиях нестабильной, высокорискованной внешней среды.

[116] Global Sustainable Investment Review 2020. GSIA. — URL: https://www.gsi-alliance.org/trends-report-2020/ (дата обращения: 03.06.2025).

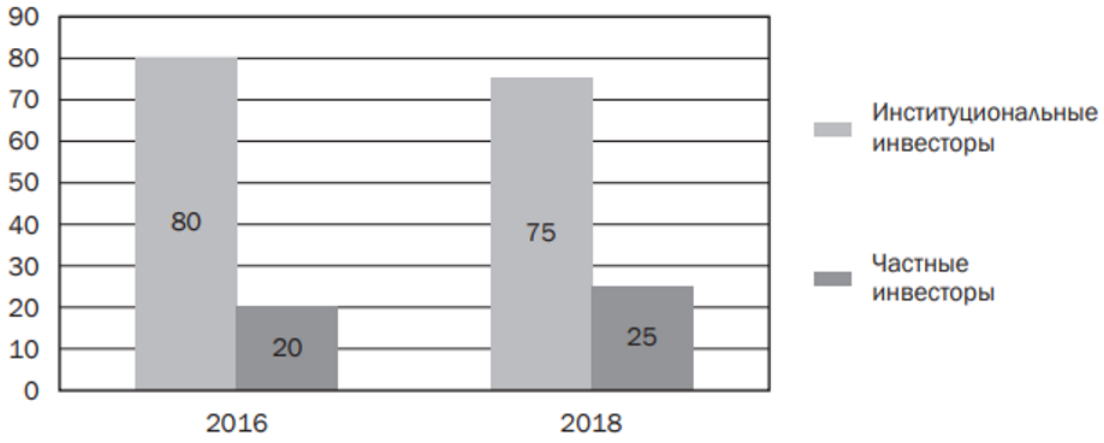


Рисунок 1. Структура инвесторов на рынке устойчивых инвестиций (в %)

Источник: составлено автором на основе Cambridge Associates Sustainable and Impact Investing Survey 2024 (Insights and Perspectives 2024). – URL: https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2025/02/2025-02-Sustainable-Impact-Investing-2024-Insights-and-Perspectives-2.pdf (дата обращения: 08.04.2026).

Особую роль в такого рода сдвиге играют институциональные инвесторы – именно их инвестиционные мандаты, горизонты планирования и механизмы корпоративного воздействия формируют современный ландшафт ESG-трансформации. В то же время необходимо понимать, что существуют различные типы институциональных инвесторов (пенсионные фонды, страховые компании, суверенные фонды, управляющие активами и банки), существенно различающиеся по своим целям, регуляторным ограничениям, временным горизонтам и, соответственно, по специфике и силе влияния на ESG-повестку.

В целом масштаб участия институциональных инвесторов в ESG-инвестировании устойчиво растет. Так, по итогам 2025 г. 87% институциональных инвесторов сохраняют приверженность устойчивому инвестированию. В то же время именно ESG-интеграция, предполагающая включение ESG-факторов в инвестиционный анализ и принятие решений, является базовой ESG-стратегией (распространение до 87%) в среде в разрезе всех типов инвесторов.

Однако наибольшее влияние на долгосрочную ESG-трансформацию на современном этапе оказывают пенсионные фонды, особенно государственные. Они обладают наиболее длинным горизонтом инвестирования (30–50 лет) и в наибольшей степени заинтересованы в учёте системных климатических, демографических и социальных рисков. Так, только в 2025 г. пенсионный фонд PFZW передал Robeco мандат на 15,4 млрд евро в рамках масштабной реструктуризации ESG-стратегии, пенсионный инвестор PGGM разместил у Schroders мандат на 3,9 млрд евро на достижение ESG результатов, в частности снижение углеродоемкости портфеля, а GPIF инвестировал ESG-индексы достиг порядка 75 млрд долл. США.

Страховые компании же менее заинтересованы в ESG как самоценности. Так, в их рамках ESG-интеграция осуществляется преимущественно под давлением регуляторных требований и в ответ на растущие климатические риски, напрямую угрожающие их андеррайтинговому бизнесу. Тем не менее, значительная доля страховых компаний применяют ESG-критерии.

Суверенные фонды благосостояния, управляющие национальными резервами, на современном этапе также активно интегрируют ESG-принципы в стратегии как один из ключевых риск-факторов для долгосрочной доходности. Особое внимание при этом уделяется климатическим и геополитическим аспектам. Примечательно, что более распространенной в среде суверенных фондов оказывается стратегия активного владения, а не исключение компаний из портфеля.

Управляющие активами, например, BlackRock, Vanguard и State Street, оказывают наиболее прямое и оперативное влияние на корпоративное поведение через механизмы голосования на собраниях акционеров. По сути именно их деятельность банки, как инвестиционные, так и универсальные, интегрируют ESG-факторы в кредитный процесс и андеррайтинг, создавая прямые экономические стимулы для заёмщиков.

Важно, что институциональные инвесторы на современном этапе все чаще используют коллективные механизмы воздействия. Ярким примером такого рода механизма воздействия возможно считать инициативу Climate Action 100+ (CA100+), объединившую 700 институциональных инвесторов для целенаправленного взаимодействия со 167 крупнейшими мировыми эмитентами парниковых газов. В то же время эффективность такого рода действий до сих пор находится под вопросом. Так, например прямое влияние CA100+ на раскрытие климатической информации и немедленное снижение углеродоемкости оценивается как статистически незначимое, несмотря на наличие активных действий (например, активное голосование в поддержку климатических резолюций). Такого рода ситуация указывает на то, что коллективное взаимодействие является необходимым, но недостаточным условием для быстрой корпоративной трансформации. Требуется корпоративная готовность.

В то же время институциональные инвесторы оказывают значимое влияние на ESG-показатели и стоимость капитала бизнеса. Так, существует двусторонняя положительная связь между институциональной собственностью и корпоративной устойчивостью – институциональные инвесторы в том числе способствуют улучшению ESG-показателей бизнеса. При этом важно, что сила такого рода связи максимальна в странах с более высоким уровнем защиты прав акционеров и более развитым регулированием.

Систематизированный взгляд на различные типы институциональных инвесторов и их влияние на ESG-трансформацию представлен в таблице 1.2.

Как видно из представленных данных, институциональные инвесторы комплексно воздействуют на корпоративные ESG-практики, используя широкий спектр механизмов, включающий в себя прямое голосование, активное владение, исключение компаний из портфеля, дифференциацию стоимости капитала и т.д. Основными факторами долгосрочной ESG-трансформации при этом выступает деятельность пенсионных и суверенных фондов.

Таблица 1.2. Сравнительный анализ типов институциональных инвесторов в контексте ESG-инвестирования

Тип инвестора	Ключевые характеристики	Регуляторные стимулы / ограничения	Горизонт инвестиро-вания	Доминирующие механизмы влияния на ESG	Эмпирические данные (2024–2026)
Пенсионные фонды	Крупнейшие держатели долгосрочных активов; фидуциарная обязанность перед бенефициарами; высокая чувствительность к системным рискам (климат, демография)	В ЕС – SFDR, IORP II; в Японии – GPIF как фактор; в США – ERISA (правило 2022 г. уточнило допустимость учёта ESG)	30–50 лет	Стратегия активного владения, голосование, исключение компаний с высокими ESG-рисками, запрос на раскрытие климатической информации	PFZW передал Robeco 15,4 млрд евро в рамках ESG-реструктуризаци и (2025); PGGM разместил у Schroders 3,9 млрд евро в устойчивые стратегии (2025); GPIF инвестировал ~75 млрд долл в ESG-индексы (2024)
Страховые компании	Значительные инвестиционные резервы; высокая подверженность климатическим рискам как в активах, так и в пассивах (рост страховых выплат)	Solvency II (ст. 45) в ЕС; IAIS guidelines (2025) требуют стресс-тестирования; национальные мандаты (напр., ЮАР)	Средне- и долгосрочный	Интеграция ESG в риск-менеджмент, климатическое стресс-тестирование портфеля, предпочтение «зелёных» облигаций	50% страховщиков АТР применяют климатические цели к >30% AUM (2025); Munich Re установила абсолютные цели сокращения выбросов по инвестиционном у портфелю (2025)
Суверенные фонды	Управляют национальными резервами; мандат на долгосрочное сохранение капитала; часто имеют явные цели устойчивого развития	Национальное законодательст во; Парижское соглашение; могут быть ограничены политическими решениями	Долгосрочный	Активное владение, исключение компаний (coal exclusion), требование соответствия стандартам, голосование	GPFG (Норвегия, 2 трлн долл): портфельные компании – 52/100 баллов по климату (2026); фокус на активное владение, а не на дивестициях
Управляющи е активами	Крупнейшие игроки (BlackRock, Vanguard, State Street); предлагают ESG-фонды; давление со стороны клиентов и регуляторов	SFDR (ст. 8 и 9) в ЕС; Proposed SEC rule (отозвано в 2025 г.)	Среднесрочны й (зависит от мандата)	Голосование по ESG-резолюциям, активное владение, разработка методологий ESG-рейтингов	BlackRock поддержал <2% E&S резолюций глобально (2025); институциональн ая поддержка E&S резолюций в США упала до 9-летнего минимума – <15% (2025)

Банки (инвестиционные и универсальные)	Ключевые кредиторы; внедряют ESG-скоринг заёмщиков; выпускают «зелёные» и sustainability-linked кредиты	Базель III / CRD VI (учёт ESG-рисков в капитале); ECB Guide on climate-related and environmental risks	Кратко- и среднесрочный	Влияние через условия кредитования (ставка, ковенанты); ESG-скоринг; андеррайтинг «зелёных» облигаций	IFC направила 8,1 млрд долл. климатического финансирования (2025); совокупные обязательства IFC – 71,7 млрд долл. (2025)
Коллективные инициативы (Climate Action 100+)	Объединяют >700 инвесторов с совокупными активами до 68 трлн долл. для координации активного владения	Добровольное участие; внутренние регламенты участников	Долгосрочный	Скоординированное активное владение, коллективное голосование, установление отраслевых бенчмарков	Члены CA100+ голосовали за климатические резолюции в 72% случаев против 41% у не-членов; прямое влияние на снижение углеродоёмкости статистически незначимо (LSE, 2024)

Источник: составлено автором.

Наиболее сильное влияние на корпоративное поведение в моменте оказывают управляющие активами, что обусловлено наиболее распространенными в их среде механизмами участия – голосования и активного владения. Страховые компании интегрируют ESG прежде всего под воздействием регуляторных требований и в ответ на прямые риски для их бизнеса. Банки создают прямые экономические стимулы через условия кредитования и андеррайтинг. Такого рода разнообразие комплементарных механизмов воздействия по сути обеспечивает многоканальное давление на бизнес в направлении повышения их ESG-зрелости.

Современное понимание устойчивости бизнеса выходит за пределы краткосрочной финансовой стабильности. В условиях глобальных экологических угроз, социальных дисбалансов и кризисов корпоративного управления важнейшее значение приобретают факторы, определяющие долгосрочную жизнеспособность компании. В этом контексте ESG-параметры выступают не как внешняя регуляторная нагрузка, а как внутренняя характеристика зрелости бизнес-модели.

Экологические факторы (Environmental). Ключевыми аспектами в данном блоке являются: эффективность использования природных ресурсов (энергии, воды, сырья), уровень выбросов парниковых газов (CO_2), меры по сокращению отходов и переходу к замкнутому циклу, наличие политики экологического менеджмента и климатических целей. Высокий экологический рейтинг компании свидетельствует о ее готовности к ужесточению экологических стандартов, снижает регуляторные и технологические риски, способствует лояльности потребителей и облегчает доступ к «зеленому» финансированию. На международных рынках уже существует прямая корреляция между экологическим профилем компании и стоимостью привлечения капитала, особенно в секторах с высоким уровнем выбросов или ресурсозависимостью[117].

Социальные факторы (Social). Социальная устойчивость включает широкий круг параметров: условия труда и охрана здоровья сотрудников, гендерное и этническое равенство, программы обучения и повышения квалификации, взаимодействие с сообществами и соблюдение прав человека. Компании с высоким уровнем социальной ответственности демонстрируют более низкий уровень текучести кадров, устойчивое корпоративное взаимодействие и более благоприятный имидж на рынке. Особенно значимыми эти показатели становятся в условиях кризисов, когда способность к мобилизации внутренних ресурсов и доверие работников к руководству могут определять устойчивость бизнеса.

Управленческие факторы (Governance). Факторы корпоративного управления являются критически важными для оценки прозрачности и надежности компании. Среди них: структура и независимость совета директоров, система внутреннего контроля и управления рисками, антикоррупционная политика и соблюдение этических норм, качество раскрытия информации и соблюдение прав акционеров. Компании с

[117] European Commission. ESG Factors in Investment Decision-Making: Analytical Report. — Brussels: European Union, 2021. — 86 p.

эффективной системой управления реже сталкиваются с судебными спорами, репутационными потерями, срывами стратегических решений. Инвесторы рассматривают зрелую корпоративную структуру как залог долгосрочной стабильности и честного обращения с заинтересованными сторонами.

Совокупность ESG-показателей формирует инвестиционный профиль компании – то есть ее воспринимаемую устойчивость в глазах инвесторов, регулирующих органов и общественности. Международная практика подтверждает, что высокий ESG-рейтинг положительно влияет на рыночную капитализацию, доступность внешнего финансирования (включая зеленые облигации), лояльность потребителей и клиентов B2B-сегмента, устойчивость к внешним шокам, таким как пандемии, санкции, изменения регулирования[118]. Более того, в странах с высоким уровнем финансовой инфраструктуры (ЕС, США, Канада) наличие ESG-стратегии становится неотъемлемым условием участия в тендерах, получении грантов, работе с государственными и международными партнерами.

Как было отмечено ранее, в условиях динамического изменения структуры факторов инвестиционной привлекательности изменяются сама методология ее оценки и основные источники информации, используемые в ее рамках. Если ранее основными источниками информации выступали бухгалтерская отчетность и финансовые коэффициенты, то на сегодняшний день критическое значение также имеют нефинансовые отчеты, данные о рисках устойчивого развития, сведения о структуре и качестве корпоративного управления, ESG-индикаторы и т. д.

При этом для целей системного понимания факторов внешней среды, определяющих трансформацию системы оценки инвестиционной привлекательности, особо актуальной оказывается методология PESTEL-анализа, представляющая собой расширенную версию PEST-анализа,

[118] Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies // Journal of Sustainable Finance & Investment. — 2015. — Vol. 5(4). — P. 210–233.

дополненную экологическими и правовыми факторами на фоне возрастания роли устойчивого развития и законодательства в стратегическом управлении организациями[119]. Так, PESTEL-анализ позволяет структурировать разнородные факторы и выделить наиболее важные (доминирующие) из них.

Ниже представлена детальная характеристика каждой группы факторов PESTEL-анализа с указанием конкретных параметров, влияющих на формирование ESG-подходов и связь ESG с инвестиционной привлекательностью, а также ссылками на ключевые исследования.

Группа «политические факторы (Political)» включает в себя факторы, связанные с государственной политикой, регуляторной средой и геополитической обстановкой[120]. Ключевыми оцениваемыми параметрами (факторами) в ее рамках в контексте объекта исследования могут быть наличие национальной таксономии устойчивой деятельности, обязательность раскрытия нефинансовой информации, участие страны в международных профильных соглашениях (напр., Парижское соглашение), санкционные режимы, ограничивающие доступ к западным ESG-рейтингам и капиталу. Принципиально важно, что факторы данного типа влияют на роль ESG в формировании инвестиционной привлекательности опосредовано – через систему управления рисками. Так, например, развитая регуляторная среда снижает неопределенность для инвесторов, а геополитическая нестабильность, напротив, повышает риски и требует адаптации ESG-стратегий к национальным условиям.

В российских реалиях политические факторы играют двоякую роль. С одной стороны, геополитическая напряженность, санкционное давление и ограничение международных экономических связей снижают доступ компаний к зарубежным ESG-рынкам, капиталу и признанным рейтинговым агентствам.

---

[119] Aguilar F. J. Scanning the Business Environment. — New York : Macmillan, 1967. — 239 p.; PESTEL Analysis. — URL: https://www.planiumpro.com/pestel/ (дата обращения: 07.08.2025).
[120] Кабир Л. С. Социально ответственное инвестирование: тренд или временное явление? // Экономика. Налоги. Право. — 2017. — Т. 10, № 2. — С. 35–41.

Это уменьшает прозрачность и международную верифицируемость компаний, тем самым подрывая доверие иностранных инвесторов. С другой стороны, в условиях суверенного разворота ESG становится инструментом укрепления внутренней институциональной устойчивости, повышения репутационной стабильности и долгосрочного выстраивания взаимоотношений с национальными инвесторами и регуляторами. Таким образом, политическая волатильность может как снижать, так и повышать инвестиционную привлекательность – в зависимости от уровня внутренней адаптации ESG-подходов.

Группа «экономические факторы (Economic)» включает в себя в первую очередь макроэкономические условия и характеристики финансовых рынков. Так, согласно последним исследованиям, наиболее значимыми факторами в рамках данной группы применительно к объекту исследования возможно считать стоимость заемного капитала (ключевая ставка, спреды доходности), доступность «зеленого» финансирования (рынок зеленых облигаций, ESG-кредитов), макроэкономическую волатильность (инфляция, валютный курс)[121] [122]. Так, например, как показывает практика, компании с высоким ESG-рейтингом демонстрируют более низкую стоимость капитала (эффект «зеленой премии»), а в условиях высокой инфляции и нестабильности ESG-интеграция обеспечивает большую долгосрочную устойчивость[123].

В России экономические факторы связаны прежде всего с высокой волатильностью на внутреннем рынке, ограниченным доступом к международному финансированию и инфляционными рисками. В таких

---

[121] Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies // Journal of Sustainable Finance & Investment. — 2015. — Vol. 5, № 4. — P. 210–233.

[122] Flammer C. Corporate Green Bonds // Journal of Financial Economics. — 2021. — Vol. 142, № 2. — P. 499–516.

[123] Ergasheva S. T., Zinovyeva I. S., Abdurashitov A. A., Kopytina Y. A., Makarova T. V. ESG Investments in Support of the Development of the Green Economy in Russia and Central Asia // ESG Management of the Development of the Green Economy in Central Asia / E. G. Popkova, B. S. Sergi (eds.). — Cham : Springer, 2023. — P. 461–469. — (Environmental Footprints and Eco-design of Products and Processes).

условиях наличие ESG-стратегии становится дополнительным индикатором надежности и зрелости компании: системное управление экологическими рисками, инвестиции в «зеленые» технологии, поддержка сотрудников и прозрачное корпоративное управление воспринимаются как долгосрочные активы, особенно при формировании портфелей устойчивого финансирования. ESG-ориентированные компании получают конкурентные преимущества при доступе к банковским кредитам и могут рассчитывать на институциональных инвесторов, заинтересованных в снижении рисков.

Группа «социальные факторы (Social)» включает в себя параметры, связанные с человеческим капиталом, демографией, социальной структурой и общественными ожиданиями. Так, основными факторами данной группы применительно к объекту исследования могут выступать, например, качество человеческого капитала (уровень образования, квалификация, расходы на обучение), социальная ответственность перед сотрудниками (условия труда, гендерное равенство, охрана здоровья) [124], взаимодействие с локальными сообществами[125]. Так, например, человеческий капитал на современном этапе напрямую влияет на инновационность, производительность и репутационный капитал компаний, и, как следствие, на ее успешность на рынке и устойчивость.

В отечественном контексте социальные факторы включают рост запроса со стороны общества на ответственное поведение бизнеса. Обострение социального неравенства, изменения на рынке труда и демографические вызовы формируют ожидания по расширению социальной функции компаний. Фирмы, внедряющие ESG-подходы в области социальной ответственности (например, инклюзивность, поддержка сотрудников, локальное развитие), демонстрируют более высокую устойчивость в кризисные периоды, что напрямую повышает их инвестиционную привлекательность. Социальный капитал становится частью

---

[124] Ермакова Н. Психологическая составляющая в культуре производственной безопасности // Business Quarterly. — 2024, № 4 (зима 2024–2025). — С. 12–17.

[125] Управление персоналом и человеческий капитал современной России : монография / под ред. О.Я. Гелих, В.П. Соломина, Н.Н. Покровской. — М. : Издательский дом НИУ ВШЭ, 2014. — 224 с.

нематериальной ценности компании, определяющей ее долговременную устойчивость.

Группа «технологические факторы (Technological)» включает в себя факторы, связанные с уровнем цифровизации, развитием «зеленых» технологий и инновационной активностью. Так, к основным из данной группы в рамках объекта исследования возможно отнести цифровизацию ESG-отчетности и автоматизацию сбора нефинансовых данных, развитие технологий энергоэффективности и возобновляемой энергетики, внедрение интернета вещей для экологического мониторинга работах и т. д.[126] Так, технологическая зрелость в данном случае позволяет снижать издержки на верификацию ESG-данных, повышать прозрачность и сопоставимость отчетности, что обуславливает рост доверия инвесторов и повышает доступ к устойчивому финансированию[127].

В России технологические факторы в сфере касаются в первую очередь цифровизации, автоматизации ESG-отчетности, внедрения «зеленых» инноваций и импортозамещения. Отечественные компании, способные самостоятельно разрабатывать и внедрять инструменты мониторинга ESG-показателей, получают репутационные и стратегические преимущества. Их способность справляться с вызовами технологической изоляции повышает доверие инвесторов и снижает зависимость от внешних источников. Инвесторы рассматривают технологическую зрелость как подтверждение системности и прозрачности в реализации ESG-стратегии.

К группе «экологические (Environmental)» относятся такие факторы, как уровень выбросов парниковых газов, энергоэффективность и ресурсосбережение, обращение с отходами и переход к циркулярной экономике,

---

[126] Eccles R.G., Serafeim G. The Performance Frontier: Innovating for a Sustainable Strategy // Harvard Business Review. — 2013. — Vol. 91, № 5. — P. 50–60.

[127] Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures: Final Report / Task Force on Climate-related Financial Disclosures. — Basel : Financial Stability Board, 2017. — 74 p. — URL: https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf (дата обращения: 02.05.2026).

наличие экологической сертификации (ISO 14001) и др.[128] [129] Факторы данной категории оказывают прямое влияние на инвестиционную привлекательность через регуляторные риски (штрафы, ограничения), операционные издержки (энергоэффективность) и репутацию[130]. В целом наблюдается устойчивая связь между уровнем экологической ответственности и капитализацией.

В современной российской реальности экологические факторы также остаются ключевыми, особенно в углеродоемких отраслях. В условиях сохраняющихся международных климатических обязательств (Парижское соглашение, ЦУР ООН) компании, ориентированные на снижение выбросов, устойчивое управление отходами, биоразнообразие и ресурсосбережение, рассматриваются как более перспективные для долгосрочных вложений. Становление в России собственной таксономии «зеленых» проектов и механизмов устойчивого финансирования открывает новые возможности для повышения инвестиционной привлекательности через экологическую повестку.

К группе «правовые факторы (Legal)» относятся законодательные требования и нормативные акты, регулирующие нефинансовую отчетность, корпоративное управление, охрану окружающей среды. Ключевыми в рамках данной группы в контексте объекта исследования возможно считать обязательность раскрытия нефинансовой информации, налоговые льготы для «зеленых» проектов, антикоррупционное законодательство и требования к комплаенсу. Необходимо отметить, что в условиях формирования и развития нормативной базы ESG-отчетности устойчивое развитие оказывается необходимым условием функционирования бизнеса, в том числе создающим предсказуемые условия для инвесторов.

---

[128] Бобылев С. Н., Соловьева С. В. Циркулярная экономика и её индикаторы для России // Мир новой экономики. — 2020. — Т. 14, № 2. — С. 63–72.

[129] Гурьева М.А. Специфические особенности развития пространства с позиции циркулярной экономики // Экономические отношения. — 2020. — Т. 10, № 3. — С. 643–662.

[130] Оценка рисков «зеленых» финансовых инструментов / Б.А. Турсунов, Э.А. Асяева, М.Р. Зарипов // Финансовая экономика. — 2022. — № 11. — С. 454–457.

В России правовые факторы в настоящее время представлены в основном добровольными рекомендациями: Банк России, Минэкономразвития и ряд отраслевых союзов продвигают стандарты нефинансовой отчетности, устойчивого развития и корпоративной ответственности[131] [132]. Несмотря на отсутствие обязательных норм, компании, самостоятельно внедряющие ESG-отчетность, демонстрируют более высокий уровень зрелости и корпоративной дисциплины, что положительно оценивается профессиональными инвесторами. Более того, постепенное формирование нормативной базы (разработка ГОСТ Р ИСО 26000, проекты по маркировке устойчивых активов) говорит о перспективе ужесточения требований, что делает проактивные компании более подготовленными к будущей регуляторной среде[133].

В таблице 11 Приложения 1 представлены результаты PESTEL-анализа факторов инвестиционной привлекательности компаний в контексте ESG-проблематики. Как видно из представленных данных, все факторы получили экспертную оценку значимости по 10-балльной шкале. Более того, в рамках анализа были оценены влияние на инвестиционную привлекательность и уровень определенности (прогнозируемости) каждого фактора. Такого рода комплексный анализ позволяет выделить наиболее существенные и устойчивые параметры для последующего моделирования системы ключевых факторов инвестиционной привлекательности отечественного бизнеса.

---

[131] Информационное письмо Банка России от 12.07.2021 № ИН-06-28/49 «О рекомендациях по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ» // Банк России : официальный сайт. — URL: https://www.cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/5728 (дата обращения: 02.05.2026).

[132] Об утверждении методических рекомендаций по подготовке отчетности об устойчивом развитии : приказ Министерства экономического развития Российской Федерации от 01.11.2023 № 764. — URL: https://www.economy.gov.ru/material/file/70c9039795779d4b5b55c3fb8066afd3/764_2023-11-01.pdf (дата обращения: 02.05.2026).

[133] ГОСТ Р ИСО 26000-2012. Руководство по социальной ответственности = Guidance on social responsibility : национальный стандарт Российской Федерации : утверждён и введён в действие Приказом Федерального агентства по техническому регулированию и метрологии от 29.11.2012 № 1611-ст : дата введения 2013-03-15. — М. : Стандартинформ, 2014. — 116 с.

Так, среди всех выделенных факторов наивысшую силу влияния (оценки 7–8) получили такие факторы, как государственная поддержка ESG-инициатив, состояние макроэкономики, инвестиционная привлекательность «зеленых» отраслей, развитие и удешевление «зеленых» технологий, а также требования к снижению углеродного следа. Данные факторы тогда по сути формируют «ядро» инвестиционной привлекательности в контексте ESG. При этом важно, что часть факторов демонстрирует высокий уровень неопределённости, что приводит к необходимости перехода как бизнеса, так и инвесторов к гибким методологиям и сценарному подходу.

Для учёта специфики российской институциональной среды в PESTEL-анализ также была интегрирована экспертная оценка актуальности каждого фактора для России на современном этапе (санкционное давление, высокая ключевая ставка, активное развитие национальной таксономии, запрос на традиционные ценности и т. д.). В таком контексте как наиболее актуальные, как видно из представленных данных, экспертами были признаны такие факторы, как государственная поддержка ESG-инициатив, геополитическая нестабильность, состояние макроэкономики, формализация традиционных ценностей, изменение законодательства.

Несмотря на наличие очевидно широкого спектра факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность компаний с учетом ESG-повестки, для целей построения в рамках дальнейшего исследования эконометрической модели необходимо отобрать наиболее значимые, релевантные и репрезентативные. При этом возможно и необходимо руководствоваться такими базовыми критериями, как

1. Измеримость (фактор должен иметь количественное выражение, доступное для сбора по компаниям выборки).

2. Теоретическая значимость (фактор должен быть обоснован как влияющий на инвестиционную привлекательность или стоимость компании и иметь высокую оценку экспертов в рамках проведенного исследования).

3. Практическая релевантность (фактор должен быть актуален для российских компаний в текущих институциональных и геополитических условиях).

4. Независимость (факторы не должны быть мультиколлинеарными между собой).

Предлагаемая для целей дальнейшей эмпирической проверки система факторов инвестиционной привлекательности, основанная на результатах проведенного PESTEL-анализа, представлена в таблице 12 Приложения 1. Как видно из представленных данных, отобранные факторы охватывают три ключевые группы, влияющие на инвестиционную привлекательность компаний. Так, финансовые факторы (ROE, CR) отражают базовые параметры эффективности и платежеспособности, традиционно используемые в инвестиционном анализе, что создает условие для сохранения преемственности с классическими подходами и обеспечения сопоставимости результатов. Макроэкономический фактор (RATE) – ключевая ставка ЦБ РФ – отражает общую стоимость заёмного капитала и инвестиционный климат в стране, что позволяет контролировать влияние макроэкономической конъюнктуры на инвестиционную привлекательность.

ESG-факторы (DISCL, CARBON, TRAIN, GREENFIN, INDEP) отражают ключевые компоненты устойчивого развития. Так, качество раскрытия ESG-информации (DISCL) позволяет оценить зрелость корпоративного управления и готовности к диалогу с инвесторами. Интенсивность выбросов CO_2 (CARBON) характеризует основной экологический профиль компании, а также позволяет судить о климатических рисках, актуальных для компании. Расходы на обучение персонала (TRAIN) выступают прокси-показателем качества человеческого капитала. Наличие «зелёных» облигаций или ESG-кредитов (GREENFIN) позволяет оценивать доступность устойчивого финансирования и степень доверия со стороны финансовых институтов. Доля независимых директоров (INDEP) помогает провести минимально возможный мониторинг качества

корпоративного управления, в первую очередь в контексте защиты интересов и прав миноритарных акционеров. Особого внимания при этом заслуживает культурно-религиозная переменная (ETHICS). Так, несмотря на то что в рамках PESTEL-анализа соответствующие факторы получили относительно невысокие оценки силы влияния (3–5 по) и были охарактеризованы как имеющие низкую определённость (H), их включение в модель крайне актуально в силу:

1. Высокой теоретической значимости. Так, в рамках незападных подходов соответствие национальным культурным и религиозным приоритетам, закрепленным в государственных стратегиях, играет существенную роль при определении инвестиционной привлекательности бизнеса.

2. Специфика российского контекста. В условиях развития сотрудничества России с незападными странами (в первую очередь странами Ближнего Востока и Азии) учёт культурно-религиозной составляющей становится необходимым условием. Более того, внутри страны формируется запрос на инвестиционные продукты, учитывающие традиционные ценности, что может влиять на инвестиционную привлекательность компаний, декларирующих такую приверженность.

3. Возможность включения в модель без потери её объяснительной способности, содержательной ясности и обоснованности выводов. Представление ESG-фактора в виде бинарного признака вхождения компании в индекс позволяет учесть качество ESG-практик без построения сложных индексов, что позволяет достичь компромисса между теоретической полнотой и эмпирической реализуемостью модели.

4. Проверка гипотезы о дифференцированном влиянии. Так, низкая оценка силы влияния данного фактора может быть связана с тем, что культурно-религиозные факторы значимы не для всех компаний, а лишь для определённых подгрупп. Тогда включение соответствующей переменной позволит проверить эту гипотезу эмпирически.

Все отобранные переменные могут быть собраны из открытых источников, что обеспечивает воспроизводимость результатов. Окончательная проверка на мультиколлинеарность и уточнение спецификации модели будет проведена на этапе эмпирического анализа в третьей главе.

В результате проведенного анализа установлено, что в условиях глобального перехода к устойчивым стратегиям корпоративного управления ESG-факторы превращаются в интегральный элемент инвестиционного анализа. При этом совокупность ESG-показателей формирует инвестиционный профиль компании, определяющий её рыночную стоимость, воспринимаемую надёжность и устойчивость к внешним вызовам. Высокий ESG-рейтинг положительно коррелирует с рыночной капитализацией, доступностью внешнего финансирования и устойчивостью к шокам.

К ядру наиболее существенных факторов ESG-интеграции в рамках инвестиционной привлекательности на современном этапе возможно отнести государственную поддержку ESG-инициатив, состояние макроэкономики, развитие и удешевление «зелёных» технологий, а также требования к снижению углеродного следа. Для России наиболее актуальны при этом государственная поддержка, геополитическая нестабильность, состояние макроэкономики и формализация традиционных ценностей.

Различные категории институциональных инвесторов – как наиболее значимая категория инвесторов, с точки зрения ESG-интеграции, – оказывают дифференцированное, но комплементарное влияние на ESG-практики компаний.

Пенсионные и суверенные фонды выступают основными факторами долгосрочной трансформации, а управляющие активами наиболее сильно влияют на текущие решения компаний. В то же время банки создают прямые экономические стимулы для ESG-трансформации. В целом институциональные инвесторы оказывают многоканальное воздействие на компании в направлении повышения их ESG-зрелости и содействуют комплексной ESG-интеграции на финансовых рынках.

Учитывая все аспекты, определены переменные для эмпирической проверки влияния ESG на инвестиционную привлекательность. В систему факторов включены финансовые (ROE, CR), макроэкономический (RATE) и ESG-факторы (DISCL, CARBON, TRAIN, GREENFIN, INDEP, ETHICS). Особое внимание уделено включению культурно-религиозной переменной (ETHICS), что обусловлено её высокой теоретической значимостью в незападных подходах и спецификой российского контекста в условиях развития сотрудничества с незападными странами.

Управление инвестиционной привлекательностью компании традиционно рассматривалась как способность хозяйствующего субъекта обеспечивать возврат на вложенный капитал при допустимом уровне риска и формировать устойчивую доходность для инвесторов. В классическом подходе основное внимание уделялось финансовым показателям, отражающим текущее состояние бизнеса и его потенциал роста. Однако в условиях усложнения внешней среды и роста внимания к устойчивому развитию исключительно финансовые индикаторы стали недостаточными для комплексной оценки инвестиционного потенциала компании.

Объединение данных подход к процессу управления позволяет рассматривать инвестиционную привлекательность как многоуровневую категорию, отражающую не только текущее состояние компании, но и её стратегический потенциал и устойчивость в долгосрочной перспективе. При этом чисто географическая классификация не даёт значимых аналитических результатов, поскольку границы между подходами и школами часто размыты. Более релевантной представляется эволюционная типологизация, дополненная укрупнённым делением на западные и незападные модели управления. Основные этапы развития взглядов на инвестиционную привлекательность коррелируют с эволюцией доминирующих экономических парадигм: движение идёт от неоклассической теории через институциональную и поведенческую экономику к современному этапу, для которого характерны нарастающая

сложность экономических моделей, геополитической фрагментации и суверенизации подходов.

На каждом этапе западные и незападные подходы развивались параллельно, но в разных векторах. Западный подход базируется на неоклассической традиции, дополненной институционализмом и теорией заинтересованных сторон, и ориентирован на рыночную саморегуляцию, прозрачность, защиту прав миноритариев; государство рассматривается преимущественно как регулятор. Незападные подходы представляют собой синтез неоклассических моделей с национальными институциональными традициями – государственным патернализмом, коллективизмом, культурными и религиозными нормами. Государство здесь выступает ключевым игроком, а культурно-религиозные нормы, будучи часто формализованными и имеющими нормативную силу, приобретают повышенное значение. В результате западный подход движим рыночными механизмами при значительной роли инвесторов, а незападные подходы развиваются под воздействием государства и локальных условий.

Современная инвестиционная практика демонстрирует, что нефинансовые факторы – репутация, социальная ответственность, экологическая политика, качество управления и инновационный капитал – уже сегодня оказывают такое же системообразующее влияние на инвестиционную привлекательность компании, как и традиционные финансовые факторы. Более того, инвестиционная привлекательность бизнеса может определяться не только доходностью, но и степенью соответствия ценностным ориентирам инвестора, общества или государства. В качестве наиболее ярких практических примеров значимости культурно-религиозных факторов служат Исламская финансовая модель, инициатива Банка Ватикана, китайский стандарт CASS ESG и индийский формат BRSR. Учёт культурно-религиозных особенностей представляется закономерным этапом развития инвестиционной теории, связанным с переходом от универсальных финансовых моделей к более тонкому учёту институциональных и ценностных факторов.

Концепция устойчивого развития последовательно трансформировала понимание инвестиционной привлекательности. В 1960–1980 гг. устойчивое развитие и инвестиционная привлекательность существовали в разных плоскостях, в 1990–2000 гг. началось включение нефинансовых факторов вначале как добровольной надстройки, затем как обязательного элемента оценки рисков. В 2010–2021 гг. происходило завершение интеграции ESG в инвестиционный анализ, а с 2022 г. инвестиционная привлекательность начинает определяться не столько универсальными ESG-стандартами, сколько способностью адаптироваться к национальным приоритетам и институциональным условиям. Эволюция запросов инвесторов шла от узкофинансовых ожиданий к полноценной интеграции ESG-проблематики, а в посткризисный период – к поляризации: в ЕС запросы ужесточаются, в США наблюдается политическое сопротивление ESG, а в незападных странах формируется запрос на автономные стандарты и независимые рейтинги. Пандемия COVID-19 и геополитический кризис ускорили интеграцию ESG-принципов, одновременно спровоцировав поляризацию запросов в глобальном масштабе.

Совокупность ESG-показателей формирует инвестиционный профиль компании, определяющий её рыночную стоимость, воспринимаемую надёжность и устойчивость к внешним вызовам. Высокий ESG-рейтинг положительно коррелирует с рыночной капитализацией, доступностью внешнего финансирования и устойчивостью к шокам. К ядру наиболее существенных факторов корпоративного управления ESG-интеграции на современном этапе относятся государственная поддержка ESG-инициатив, состояние макроэкономики, развитие и удешевление «зелёных» технологий, а также требования к снижению углеродного следа. Для России наиболее актуальными из них признаны государственная поддержка, геополитическая нестабильность, состояние макроэкономики и формализация традиционных ценностей.

Институциональные инвесторы оказывают дифференцированное, но комплементарное влияние на ESG-практики компаний. Пенсионные и суверенные фонды выступают основными двигателями долгосрочной трансформации, управляющие активами наиболее сильно влияют на текущие корпоративные решения через механизмы голосования, а банки создают прямые экономические стимулы через условия кредитования и андеррайтинг.

Таким образом, наблюдается существенная неоднородность инвестиционной привлекательности как категории – на уровне отраслевой специфики, институциональной среды, роли государства, культурно-религиозных особенностей и макроэкономической конъюнктуры. Это актуализирует необходимость перехода к интегральной системе оценки, сочетающей количественные финансовые метрики с качественными показателями устойчивости бизнес-модели и учитывающей институциональный контекст в широком смысле.

С учётом всего вышеизложенного для целей дальнейшей эмпирической проверки была определена система факторов инвестиционной привлекательности, основанная на результатах проведённого PESTEL-анализа. В неё включены: финансовые факторы – рентабельность собственного капитала (ROE) и коэффициент текущей ликвидности (CR); макроэкономический фактор – ключевая ставка ЦБ РФ (RATE); ESG-факторы – качество раскрытия ESG-информации (DISCL), интенсивность выбросов CO_2 (CARBON), расходы на обучение персонала (TRAIN), наличие «зелёных» облигаций или ESG-кредитов (GREENFIN), доля независимых директоров (INDEP). Особое внимание уделено включению культурно-религиозной переменной (ETHICS), что обусловлено её высокой теоретической значимостью в незападных подходах, спецификой российского контекста в условиях развития сотрудничества с незападными странами, а также необходимостью проверки гипотезы о дифференцированном влиянии данных факторов на инвестиционную привлекательность. Все отобранные переменные могут быть собраны из открытых источников, что обеспечивает воспроизводимость результатов, а

окончательная проверка на мультиколлинеарность и уточнение спецификации модели будет проведена на этапе эмпирического анализа.

Глава 2. Современные тенденции влияния ESG-факторов на инвестиционную привлекательность компании: международный опыт

2.1. Специфика применения ESG в странах с развитой экономикой

В странах с высоким уровнем экономического развития принципы устойчивого развития и ESG-аналитики получили институциональное оформление на уровне государственных регуляторов, фондовых бирж, финансовых организаций и корпоративных стандартов. Институционализация ESG здесь представляет собой системное включение экологических, социальных и управленческих факторов в регуляторную, инвестиционную и отчетную практику.

Европейский союз выступает глобальным лидером в развитии ESG-регулирования. В рамках Европейской зеленой сделки ЕС поставил цель достичь климатической нейтральности к 2050 г. С целью достижения этой задачи была создана нормативная и инвестиционная инфраструктура устойчивого развития. Ключевыми правовыми актами стали:

- Регламент (ЕС) 2020/852 о таксономии устойчивой деятельности, который определяет критерии, по которым виды деятельности считаются экологически устойчивыми;
- SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) – регламент раскрытия информации по устойчивости инвестиционных продуктов;
- CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) – директива о расширенной отчетности по устойчивому развитию, вступающая в силу с 2024 года для всех крупных компаний и публичных эмитентов.

Дополнительную роль в институционализации ESG играет Европейский инвестиционный банк (EIB), который с 2021 года прекратил финансирование

проектов, связанных с ископаемыми видами топлива, и направил инвестиции на реализацию Целей устойчивого развития и климатически нейтральных технологий. Это усиливает инвестиционную привлекательность компаний, соответствующих ESG-критериям[134].

Таким образом, в ЕС ESG-принципы закреплены на законодательном уровне и рассматриваются как основа экономической трансформации и инвестиционной политики.

В США продвижение ESG происходит преимущественно через рыночные механизмы и саморегулируемые инициативы, однако государственные органы также начали предпринимать шаги к его нормативному закреплению. Комиссия по ценным бумагам и биржам США в 2022 г. представила проект правил, обязывающих публичные компании раскрывать информацию о климатических рисках и выбросах в соответствии с международными стандартами TCFD[135].

Формирование стандартов отчетности также осуществляется негосударственными структурами:

- SASB (Sustainability Accounting Standards Board);
- CDP (Carbon Disclosure Project);
- GRI (Global Reporting Initiative), адаптированный под американский рынок.

Особое влияние на развитие ESG в США оказывают крупнейшие институциональные инвесторы, включая BlackRock, Vanguard и State Street. Значимым двигателем ESG-повестки также являются гражданские и исследовательские инициативы[136]: университеты, правозащитные организации,

---

[134] European Commission. Regulation (EU) 2020/852 on the Establishment of a Framework to Facilitate Sustainable Investment // Official Journal of the European Union, 2020.

[135] U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors. — Proposed Rule, 2022.

[136] Proxy Preview — ежегодный аналитический отчёт, публикуемый некоммерческой организацией As You Sow совместно с Sustainable Investments Institute и Proxy Impact; систематизирует акционерные резолюции по ESG-повестке крупнейших публичных компаний США. — URL: https://www.proxypreview.org/ (дата обращения: 27.10.2025).

некоммерческие аналитические центры, продвигающие принципы устойчивости через акционерные резолюции и корпоративный активизм [137].

Фондовые биржи развитых стран активно поддерживают ESG-инициативы, вводя обязательства по раскрытию нефинансовой информации и создавая секции для устойчивых финансовых инструментов. Так, биржи Лондона, Нью-Йорка, Торонто и Токио требуют от эмитентов отчетности по вопросам устойчивого развития, а также способствуют размещению «зеленых» и социальных облигаций. Параллельно банковский сектор внедряет ESG-фильтры в кредитную и инвестиционную деятельность: крупнейшие банки и страховые компании мира, включая HSBC, BNP Paribas, Allianz и AXA, уже адаптировали ESG-методологии при оценке заемщиков и проектов.

Интенсивное развитие получили такие инструменты, как «зеленые» облигации, доходы от которых направляются на финансирование экологических проектов, и облигации с привязкой к целям устойчивого развития, где доходность зависит от выполнения эмитентом определенных нефинансовых обязательств. Растет популярность ESG-ориентированных биржевых инвестиционных фондов (ETF), охватывающих широкий спектр устойчивых активов. Среди крупнейших управляющих компаний в этом сегменте можно выделить BlackRock (iShares ESG Aware MSCI USA ETF), Vanguard (Vanguard ESG U.S. Stock ETF) и State Street Global Advisors (SPDR S&P 500 ESG ETF). Например, фонд iShares ESG Aware MSCI USA ETF (тикер ESGU), управляемый BlackRock, включает более 300 компаний с высоким ESG-рейтингом и продемонстрировал доходность около 10% годовых за последние три года, при этом его волатильность остается ниже, чем у сопоставимых традиционных индексов. Такие фонды не только обеспечивают доступ к диверсифицированным устойчивым активам, но и становятся индикатором предпочтений институциональных инвесторов, которые в условиях возросшей турбулентности

[137] As You Sow. ESG Shareholder Engagement Initiatives. — URL: https://www.asyousow.org (дата обращения: 30.05.2025).

стремятся минимизировать регуляторные, репутационные и климатические риски[138].

Таким образом, в странах с развитой экономикой ESG интегрирован в основные механизмы инвестиционного процесса, становясь неотъемлемым элементом оценки рисков, принятия решений и формирования долгосрочных портфелей. Его институционализация на рынках капитала свидетельствует о переходе от декларативных подходов к устойчивому развитию к полноценной трансформации инвестиционной модели, ориентированной на будущее.

В странах с развитой экономикой формирование ESG-ориентированных корпоративных стратегий стало не только ответом на регуляторные изменения, но и способом обеспечения долгосрочной инвестиционной привлекательности и устойчивости бизнес-моделей. Компании все чаще рассматривают ESG не как ограничение, а как источник стратегических преимуществ, включая доступ к капиталу, повышение репутации, снижение операционных рисков и укрепление лояльности потребителей и партнеров.

Во многих компаниях ESG-повестка трансформировалась из факультативного направления в структурную часть стратегии устойчивого развития и системы управления рисками. Это проявляется, в частности, в:

- создании отдельных ESG-комитетов при советах директоров;
- назначении ответственных за устойчивое развитие на уровне C-suite (например, Chief Sustainability Officer);
- интеграции ESG-показателей в KPI топ-менеджмента;
- ежегодной подготовке ESG-отчетности в соответствии со стандартами GRI, SASB, TCFD и др.

Такой подход получил наименование ESG-integration, предполагающий включение нефинансовых факторов в процесс стратегического планирования, операционного контроля и инвестиционного анализа. Он особенно характерен

[138] BlackRock. iShares ESG Aware MSCI USA ETF (ESGU): Performance Overview. — URL: https://www.ishares.com/us/products/322307/ishares-esg-aware-msci-usa-etf (дата обращения: 03.06.2025).

для компаний, входящих в ESG-рейтинги и устойчивые индексы, таких как FTSE4Good, MSCI ESG Leaders, DJSI (Dow Jones Sustainability Index).

Мировой опыт показывает, что рыночная модель ESG-интеграции с государственным участием сформировалась и наиболее распространена именно в странах с высокими уровнем экономического развития, в первую очередь в странах Запада. Благодаря зрелым рыночным механизмам, базовым жестким регуляторным требованиям и достаточно высокому уровню развития гражданского общества формируются комплексные подходы, которые задают ориентиры в сфере устойчивого развития[139]. В таких условиях ключевыми факторами интеграции ESG проблематики в инвестиционную привлекательность бизнеса выступают рыночные механизмы при значительной роли инвесторов, а государство играет роль регулятора, задающего рамочные требования.

Значимость ESG-проблематики для инвестиционной привлекательности в развитых странах напрямую отражается в динамике глобальных ESG-активов: большая часть из них по-прежнему сосредоточена в Европе и США. По данным GSIA (со ссылкой на данные которой также оперирует Bloomberg Intelligence), из 30,3 трлн долл. США глобальных устойчивых активов в 2022 г. на долю Европы приходилось порядка 46% (14 трлн долл. США), на долю США 28% (8,4 трлн долл. США)[140]. По консервативной оценке GSIA, основанной на более строгой методологии учёта устойчивых инвестиций, общий объём составил 16,7 трлн долл. США в 2024 г[141]. По прогнозу Bloomberg Intelligence, к 2030 г. глобальные ESG-активы могут достичь 35 трлн долл. США[142], однако стоит

---

[139] Eccles R.G., Klimenko S. The investor revolution // Harvard Business Review. — 2019. — № 97(3). — P. 106–116.; Serafeim G. Social-impact efforts that create real value // Harvard Business Review. — 2020. — № 98(5). — P. 38–48.

[140] GSIA. Global Sustainable Investment Review (GSIR) 2022. — URL: https://www.gsi-alliance.org/members-resources/gsir2022/ (дата обращения: 12.03.2026)

[141] Там же.

[142] Bloomberg Intelligence. Global ESG assets predicted to hit $40 trillion by 2030, despite challenging environment. — URL: https://www.bloomberg.com/company/press/global-esg-assets-predicted-to-hit-40-trillion-by-2030-despite-challenging-environment-forecasts-bloomberg-intelligence (дата обращения: 12.03.2026).

отметить, что прогноз был пересмотрен в феврале 2025 г. в сторону понижения с исходных 40 трлн долл. на фоне нарастающего анти-ESG давления в США[143]. Динамика глобального рынка ESG-активов в 2016–2024 гг. представлена в таблице 2.1.

Таблица 2.1. Динамика глобального рынка ESG-активов под управлением (AUM), 2016–2024 гг., трлн долл. США

Год	Объем ESG-активов (AUM), трлн долл.	Рост к предыдущему году, %	Комментарий
2016	22,9	—	Опорная точка отсчёта; данные GSIR-2016
2018	30,7	+34% за 2 года	Активное расширение круга подписантов UN PRI, включение ESG в стратегии институциональных инвесторов
2020	35,3	+15% за 2 года	Исторический максимум по актуальной на тот момент методологии расчета, пик перед пересмотром критериев учета и началом пандемии
2022	30,3	−14% за 2 года	Совокупность факторов, вызванные геополитическим кризисом, энергетическими шоками и пересмотром методологии GSIA: объем ESG-активов в США скорректирован примерно с 17 до 8 трлн долл., речь об оттоке капитала не идет
2024	16,7	−45% (несопост.)	Опираясь на данные зафиксированные в GSIR-2024 (опубл. в ноябре 2025 г.): осуществлен переход на данные Morningstar по публично раскрываемым фондовым активам вместо опросов управляющих компаний; из охвата исключены активы, управляемые владельцами напрямую в связи с чем сокращен охват более чем на 50%.
2030 (прогноз)	35,0	—	Первоначальный прогноз Bloomberg Intelligence (2024) составлял 40,0 трлн долл.; в феврале 2025 г. пересмотрен до 35,0 трлн долл. на фоне нарастающего антиESG-давления в США, регуляторных противоречий и сокращения американского рынка устойчивых инвестиций

Источник: составлено автором на основе данных Global Sustainable Investment Alliance (GSIR 2016–2024) и Bloomberg Intelligence. Примечание: GSIA публикует обзор на двухгодичной основе, в связи с чем годы между опорными точками в таблице не приводятся; резкие изменения показателя в 2022 и 2024 гг. связаны преимущественно с пересмотром методологии учёта, а не с фактической динамикой рынка (см. пояснения ниже).

[143] Institutional Asset Manager. Anti-ESG sentiment will not hold back sustainable assets: Bloomberg Intelligence. — URL: https://institutionalassetmanager.co.uk/anti-esg-sentiment-will-not-hold-back-sustainable-assets-bloomberg-intelligence/ (дата обращения: 12.03.2026).

Как видно из представленных данных, картина достаточно неоднозначная. Действительно, в период с 2016 по 2020 г. рынок ESG-активов активно рос, в среднем на 11% в год, что укладывается в логику того периода: институционализацией ESG-повестки вслед за принятием Целей устойчивого развития ООН и Парижского соглашения, а также расширением круга подписантов Принципов ответственного инвестирования. Последующее номинальное снижение до 30,3 трлн долл. США к 2022 г. – при поверхностном прочтении интерпретируемое как охлаждение рынка – в действительности связано преимущественно с методологическим пересмотром GSIA, в рамках которого объём ESG-активов, приписываемых американскому рынку, был скорректирован примерно с 17 до 8 трлн долл.[144]; отток капитала как таковой в этот показатель заложен в существенно меньшей степени, нежели изменение самого определения «устойчивого» актива.

Ещё более выраженный разрыв фиксируется по итогам 2024 г.: переход GSIA на данные Morningstar вместо традиционных опросов управляющих компаний сократил охват анализируемых активов более чем вдвое за счёт исключения активов, управляемых владельцами напрямую, и сегрегированных мандатов управляющих компаний, вследствие чего итоговое значение (16,7 трлн долл.) методологически несопоставимо с результатами 2016–2022 гг. и не может рассматриваться как продолжение единого временного ряда. Показательно, что заявленный самой GSIA прирост «+49% за два года» рассчитан не относительно официального показателя GSIR-2022 (30,3 трлн долл.), а относительно пересчитанной задним числом по той же методологии Morningstar базы (≈11,2 трлн долл.) – то есть сопоставляются две оценки внутри новой методологии, а не старая и новая оценки между собой.

Аналогичной коррекции подверглись и прогнозные оценки. Заявленная Bloomberg Intelligence в начале 2024 г. траектория роста до 40 трлн долл. США к

[144] Global Sustainable Investment Review 2024 / Global Sustainable Investment Alliance. — Опубл. в ноябре 2025 г. — URL: https://www.gsi-alliance.org/members-resources/gsir2024/ (дата обращения: 12.03.2026).

2030 г. уже в феврале 2025 г. была пересмотрена до 35 трлн долл.[145] – сама Bloomberg Intelligence охарактеризовала пересмотр как переход отрасли в «фазу прагматизма» на фоне нарастающего антиESG-давления в США, регуляторных противоречий между юрисдикциями и сокращения американского сегмента устойчивых инвестиций. Показательно, что и это значение не является окончательным: учитывая скорость, с которой пересматриваются как ретроспективные данные, так и прогнозы, оно с высокой вероятностью будет уточнено по итогам публикации очередных отчётов GSIA и Bloomberg Intelligence.

Изложенное представляется значимым не только применительно к динамике самого рынка, но и в более широком методологическом отношении: регуляторная неопределённость последних лет проявляется не только в практике корпоративного раскрытия ESG-информации, но и в самом инструментарии измерения устойчивого финансирования как такового. Правомернее говорить не о свёртывании ESG-повестки, а о её переходе в фазу пересмотра унифицированных метрик, объяснительная сила которых снижается по мере того, как на первый план выходят национально-ориентированные подходы к оценке устойчивости, о чём подробнее пойдёт речь далее.

Более полное понимание связи ESG-интеграции с инвестиционной привлекательностью в странах с развитой экономикой также возможно сформировать с опорой на анализ долгосрочной динамики ESG-индексов в сравнении с традиционными бенчмарками (см. таблица 2.2).

---

[145] Diab A. Anti-ESG Sentiment Will Not Hold Back Sustainable Assets : Bloomberg Intelligence forecast update // Institutional Asset Manager. — 13.02.2025. — URL: https://institutionalassetmanager.co.uk/anti-esg-sentiment-will-not-hold-back-sustainable-assets-bloomberg-intelligence/ (дата обращения: 21.11.2025).

Таблица 2.2. Сравнительная доходность ESG-индексов и традиционных бенчмарков, 2014–2024 гг.

Индекс	1 год	3 года (CAGR)	5 лет (CAGR)	10 лет (CAGR)	Волатильность (10 лет)	Коэффициент Шарпа
MSCI World	24,4	8,7	11,2	9,—	16,–	0,53
MSCI ESG Leaders	28,2	10,1	12,8	9,–	16,4	0,55
S&P 500	25,7	9,2	12,0	10,5	17,2	0,51
S&P 500 ESG	27,4	10,5	13,6	–[1]	16,9	0,55
FTSE All Share	12,1	5,8	6,5	5,5	15,8	0,35
FTSE4Good UK	14,1	7,3	7,2	6,0	15,2	0,39

Примечание: [1] S&P 500 ESG Index запущен в 2019 г., данные за 10 лет отсутствуют.
Источник: составлено автором на основе данных MSCI, S&P Global, Morningstar, Boursorama.

Как видно из представленных данных, ESG-ориентированные индексы демонстрируют в среднем более высокую доходность при меньшей волатильности. Так, например, MSCI ESG Leaders Index за десятилетний период продемонстрировал среднегодовую доходность 9,7% при волатильности 16,4% (коэффициент Шарпа 0,55), в то время как MSCI World - 9,8% и 16,7% (0,53) соответственно, S&P 500 ESG Index за пятилетний период продемонстрировал среднегодовую доходность 13,6%, в то время как базовый – всего лишь 12,0%. Такого рода статистические данные указывают на то, что ESG-интеграция обеспечивает улучшение соотношения риск/доходность на длинном горизонте.

В целом в развитых экономиках наблюдается явный тренд: чем выше ESG-рейтинг, тем ниже стоимость заимствований и выше вероятность привлечения долгосрочного институционального капитала. Согласно исследованию OECD, компании с высоким ESG-скорингом на 20–25% чаще становятся объектами инвестиций пенсионных и суверенных фондов[146]. Кроме того, наличие ESG-стратегии позволяет компаниям лучше управлять репутационными и регуляторными рисками. В случае кризисных ситуаций (например, скандалы,

[146] OECD. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. — Paris: OECD Publishing, 2021.— 138 p.

нарушения прав работников, экологические инциденты), такие компании демонстрируют более быструю адаптацию и меньшие потери. Однако, как показывают отдельные исследования, в том числе и на российском рынке, эта взаимосвязь не всегда является прямой. Существуют парадоксальные случаи, когда компании с высоким ESG-профилем не демонстрируют ожидаемого снижения кредитного риска, что указывает на необходимость более тонкого анализа при интеграции ESG-факторов в оценку стоимости капитала[147]. Для выявления «парадоксов» – случаев рассогласования ESG и кредитоспособности – обратимся к конкретным примерам российских эмитентов за исследуемый период. ПАО «Сбербанк» в сравнении с ПАО «Совкомбанк»: Сбербанк, крупнейший банк РФ, стабильно имел высший кредитный рейтинг (AAA) и одновременно лидировал в ESG-рэнкингах (ESG-AAA). Совкомбанк – частный банк поменьше – имел рейтинг на одну ступень ниже (AA), но тоже активно позиционировался в ESG (например, выпустил первые зеленые облигации в 2018 г.). Тем не менее, в 2022–2023 гг. ситуация с рисками поменялась: Совкомбанк попал под санкции и испытал стресс, а его ESG-активность не помогла избежать скачка рисков – спрэды его облигаций выросли до уровней BB-категории. Одновременно Сбербанк, сохранив финансовую устойчивость, избежал существенного ухудшения условий заимствований. Вывод: геополитический и кредитный риск перевесил ESG-факторы.

АО «Российские железные дороги» – один из пионеров зеленых облигаций в РФ (выпуски 2019–2020 гг. на развитие электрификации), ESG-отчетность по стандартам GRI, высокий рейтинг раскрытия. Кредитный рейтинг до 2022 г. – инвестиционный (BBB-/ruAA). В 2022 г. из-за внешних ограничений РЖД допустила технический дефолт по еврооблигациям (невозможность платежа), хотя оставалась платежеспособной. Это уникальный случай: компания с

[147] Зарипов М.Р. Взаимосвязь ESG-профиля и кредитоспособности: эмпирический анализ российских эмитентов (2020–2024 гг.) / М.Р. Зарипов // Инновации и инвестиции. — 2025. — № 9.

высокими ESG-показателями формально дефолтнула – по внешним причинам. Внутренние рублевые обязательства она продолжила обслуживать.

Учитывая особую роль Европы и США в этом процессе, целесообразно рассмотреть специфику ESG-интеграции отдельно по каждому из двух регионов.

Так, Европейский союз на сегодняшний день выступает глобальным лидером в развитии ESG-регулирования. В рамках Европейской зеленой сделки ЕС поставил цель достичь климатической нейтральности к 2050 г. С целью достижения этой задачи была создана нормативная и инвестиционная инфраструктура устойчивого развития. Капитальные инвестиции в деятельность, соответствующую таксономии ЕС, по последним данным составили порядка 273 млрд евро только за 2024 г. при совокупном объеме в 742 млрд евро за период 2022–2024 гг.[148]. При этом, несмотря на масштаб усилий, в практической имплементации сохраняются сложности: средний уровень соответствия таксономии среди компаний, подпадающих под обязательную отчетность, фактически стагнирует[149].

Европейский подход отличается высокой нормативной детализацией и обязательностью исполнения правил – то есть носит нормативный характер, при этом располагая ограниченным набором действительно эффективных принуждающих мер, именно это является основным катализатором развития нормативной инфраструктуры в сфере устойчивого развития. Так, с 2024 г. вступили в действие новые Европейские стандарты отчетности в области устойчивого развития (ESRS), в рамках которых был значительно расширен перечень обязательных к раскрытию показателей и введен принцип двойной существенности, что предполагает необходимость оценки воздействия компании не только на окружающую среду и общество, но и на себя саму. На начало 2025 года данные Стандарты стали обязательными для более чем 50 000

[148] European Commission. Capital Investments in EU Taxonomy-Aligned Activities 2022–2024. — Brussels: European Union, 2025.
[149] Sustainalytics. EU Taxonomy Alignment Report 2024. — Amsterdam: Sustainalytics, 2024.

компаний в ЕС и за его пределами[150], при этом число компаний устойчиво растет. Также в ЕС активно внедряются механизмы пограничного корректирующего углеродного механизма (CBAM) как экономические стимулы для декарбонизации непосредственно в ЕС и в странах-партнерах[151].

В таких условиях рынок зеленых облигаций в ЕС естественным образом продолжает расти, уже являясь крупнейшим в мире. Так, в 2024 г. объем нового выпуска в ЕС составил 442 млрд евро, что соответствует 58% от мирового объема нового выпуска зеленых облигаций[152], а в 2025 г. – 256 млрд долл. США, что соответствует 55% от мирового объема[153]. Общий объем рынка устойчивых облигаций (GSS) при этом в 2024 г. составил порядка 1 трлн долл. США[154], а в 2025 г. – 3 трлн долл. США[155]. Крупнейшие эмитенты зеленых облигаций в Европе – Германия (19 млрд долл.), Великобритания (17,3 млрд долл.) и Франция (15,3 млрд)[156]. Здесь, однако, важно отметить, что по итогам 2025 г. крупнейшим отдельным эмитентом зеленых облигаций в мире все же является Китай[157]. Более 40% новых выпусков зеленых облигаций, как в Европе, так и в мире, приходятся на корпоративных заемщиков, что подчеркивает растущую роль инструмента в корпоративных стратегиях в условиях глобального энергоперехода.

В США продвижение ESG в сферу инвестиций происходит преимущественно через рыночные механизмы и саморегулируемые инициативы, однако государственные органы также начали предпринимать шаги к его нормативному закреплению. Комиссия по ценным бумагам и биржам США в

---

[150] EFRAG. Implementation Guidance for ESRS. Brussels: European Financial Reporting Advisory Group. — 2024.
[151] European Commission. EU Taxonomy for Sustainable Activities. — Brussels: European Union, 2023.
[152] Climate Bonds Initiative. Sustainable Debt Market Summary 2025. — London: CBI, 2026.
[153]Green debt market passes $3 trillion milestone // London Stock Exchange Group : [сайт]. — 2025. — URL: https://www.lseg.com/en/insights/green-debt-market-passes-3-trillion-milestone (дата обращения: 02.05.2026).
[154] MainStreet Partners. GSS Bond Market Review 2024. — London: MainStreet Partners, 2025.
[155] Объем рынка «зеленых» облигаций превысил $6 трлн // Коммерсантъ : [сайт]. — 19.12.2025. — URL: https://www.kommersant.ru/doc/8311990 (дата обращения: 02.05.2026).
[156] Climate Bonds Initiative. Sustainable Debt Market Summary 2025. — London: CBI, 2026.
[157] Объем рынка «зеленых» облигаций превысил $6 трлн // Коммерсантъ : [сайт]. — 19.12.2025. — URL: https://www.kommersant.ru/doc/8311990 (дата обращения: 02.05.2026).

2022 г. представила проект правил, обязывающих публичные компании раскрывать информацию о климатических рисках и выбросах в соответствии с международными стандартами TCFD. Окончательная версия правил была утверждена в марте 2024 г., однако объем требований был несколько смягчен относительно проекта[158].

Особое влияние на развитие ESG в США оказывают крупнейшие институциональные инвесторы, включая BlackRock, Vanguard и State Street, которые заявили о приоритете устойчивого развития при формировании инвестиционных стратегий. При этом в 2023–2025 гг. их поддержка ESG-резолюций, выдвигаемых акционерами на общих собраниях предложений по вопросам экологии, социальной политики и корпоративного управления значительно снижается. Так, например, State Street сократил поддержку экологических и социальных резолюций с 46% в 2023 г. до 22% в 2024 г.[159]. Общая же поддержка ESG-резолюций акционерами в США снизилась до 19% в 2024 г. в сравнении с 22% в 2023 г.[160]. Такого рода динамика во многом отражает рост политического давления в сфере со стороны корпораций на фоне общемировой экономической динамики и критику ESG со стороны республиканских штатов.

В целом возможно отметить, что на современном этапе для американской модели ESG-интеграции характерна высокая степень (при дальнейшем росте) политической поляризации. Так, в 2025 г. было внесено 106 анти-ESG законопроектов, 11 из которых были приняты в 10 штатах[161]. Так, в Техасе, Флориде и ряде других штатов были введены ограничения на учет ESG-факторов при инвестировании государственных пенсионных фондов. Более того, в 2025 г. SEC отозвала предложенные ранее правила о раскрытии ESG-информации для

[158] SEC (U.S. Securities and Exchange Commission). The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors: Final Rule. — Washington, DC: SEC, 2024.
[159] Morningstar. ESG Proxy Voting Trends 2024. — Chicago: Morningstar, 2024.
[160] Manifest. Shareholder Voting on ESG Resolutions 2024. — London: Manifest, 2024.
[161] Pleiades Strategy. Anti-ESG Legislation Tracker 2025. Pleiades Strategy. — 2025.

инвестиционных консультантов и фондов[162], что свидетельствует о комплексной смене вектора и соответствует общему развороту США от ESG-проблематики после прихода к власти Дональда Трампа в январе 2025 г. Такого рода тенденция создает неоднородность правового поля внутри страны и сдерживает унификацию ESG-подходов на федеральном уровне.

Тем не менее, рынок устойчивых инвестиций в стране в среднем сохраняет значительные объемы. Однако если до 2025 г. рынок демонстрировал положительную динамику, в частности, по итогам 2024 г. активы ESG-фондов в США достигли 3,56 трлн долл., увеличившись на 4,8% в сравнении с результатами 2023 г., то в 2025 г. появились первые оттоки. Так, по итогам первого квартала 2025 г. оттоки составили 6,1 млрд долл. США, а по итогам второго – 5,7 млрд долл. США[163]. Такого рода динамика свидетельствует об осторожности инвесторов в условиях потенциальной смены доминирующего политического курса в сфере и, в целом, политической неопределенности.

В то же время нельзя отрицать, что ESG-проблематика оказывает значимое влияние на инвестиционную привлекательность компаний в США, что находит свое отражение в частности в динамике S&P 500 ESG Index. Так, за период с 2019 по 2024 гг. индекс S&P 500 ESG продемонстрировал среднегодовую избыточную доходность (превышение над бенчмарком) в 1,62% в сравнении с базовым S&P 500 при tracking error всего 1,33% в годовом исчислении[164]. При этом такого рода результат был достигнут именно за счет отбора акций, а не отраслевых весов. Сравнительная динамика S&P 500 ESG Index и S&P 500 в 2019-2024 гг. представлена в таблице 2.3.

---

[162] SEC (U.S. Securities and Exchange Commission). Withdrawal of Proposed ESG Disclosure Rules for Investment Advisers. — Washington, DC: SEC, 2025.
[163] Wedbush Securities. ESG Fund Flows H1 2025. — Los Angeles: Wedbush, 2025.
[164] S&P Global. S&P 500 ESG Index: Five-Year Performance Review. — New York: S&P Global,2024.

Таблица 2.3. Сравнение доходности S&P 500 ESG Index и S&P 500, 2019–2024 гг., %

Год	S&P 500 ESG Index	S&P 500	Разница (ESG – S&P 500), п.п.
2019	31,5	31,2	+0,3
2020	18,4	18,0	+0,4
2021	28,7	28,4	+0,3
2022	-18,1	-18,5	+0,4
2023	27,4	25,–	+1,7
2024	26,3	25,0	+1,3
Среднегодовая (CAGR)	17,2%	16,6%	+0,6 п.п.
Кумулятивная (2019–2024)	158%	149%	+9 п.п.

Примечание: S&P 500 ESG Index запущен 28 января 2019 г.; данные за 2019 г. отражают показатели с даты запуска индекса, все последующие годы – фактическая доходность индекса. Источник: составлено автором на основе данных S&P Dow Jones Indices. S&P 500 ESG Index. – S&P Global. – URL: https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/sustainability/sp-500-esg-index/ (дата обращения: 04.02.2026); YCharts. S&P 500 ESG Index (^SPXESG). – URL: https://ycharts.com/indices/%5ESPXESG (дата обращения: 19.10.2025).

Как видно из представленных данных, S&P 500 ESG Index превосходил базовый индекс в каждом году периода. Наиболее значительное расхождение при этом наблюдалось в 2023 и 2024 гг. (+1,7 и +1,3 п.п. соответственно). Такого рода динамика в целом указывает на значимость роли ESG-критериев в контексте обеспечения более высокой доходности на рынке США.

Большое значение в контексте рассматриваемой проблематики также имеет опыт Великобритании, Канады и Японии. После выхода из состава ЕС Великобритания сохранила высокий уровень ESG-регулирования. С 2023 года для компаний, зарегистрированных на Лондонской фондовой бирже (LSE), вступили в силу требования по раскрытию климатических рисков по модели TCFD. Обязательная отчетность введена также для пенсионных фондов, управляющих активами, и страховых компаний. Управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании (FCA) разработало требования к маркировке инвестиционных продуктов с точки зрения их устойчивости. Это в том числе меры по борьбе с гринвошингом. При этом уже по итогам 2024 г.

порядка 70% ESG-фондов в стране использовали новую систему маркировки[165]. Это обеспечило значительное повышение прозрачности для инвесторов. На сегодняшний день ведутся работы по внедрению таксономии устойчивой деятельности, гармонизированной с таксономией ЕС, но адаптированной к национальным приоритетам[166]. Таким образом, Великобритания во многом унаследовала нормативно-ориентированный подход без исключения рыночной составляющей, свойственный ЕС.

Эмпирическим подтверждением значимости ESG-интеграции в контексте инвестиционной привлекательности в Великобритании служит динамика FTSE4Good UK Index. Так, еще на раннем этапе (за период с 2009 по 2019 гг.) FTSE4Good UK Index демонстрировал превосходящую совокупную доходность в сравнении с FTSE All Share Index (125% против 118%)[167], а в более «зрелом» периоде (до 2024 гг. включительно) продемонстрировал рост на 166,81%, значительно превзойдя показатели роста FTSE All Share Index. Такого рода динамика указывает на устойчивое превосходство ESG-ориентированных индексов над традиционными бенчмарками на длинном горизонте в Великобритании.

Канада движется в аналогичном направлении, так, например, биржевые регуляторы требуют от эмитентов раскрытия нефинансовой информации. Кроме того, в стране действует национальная программа устойчивого финансирования, направленная на интеграцию ESG-подходов в банковский сектор и государственные инвестиции. Банк Канады участвует в международных климатических коалициях, способствуя адаптации глобальных стандартов в национальном масштабе. В 2024 г. Канада выпустила обновленную «Зеленую таксономию», задающую критерии для устойчивых инвестиций в ключевых

---

[165] FCA (Financial Conduct Authority). Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and Investment Labels. — London: FCA, 2024.
[166] HM Treasury. UK Green Taxonomy: Consultation Response. — London: HM Treasury, 2024.
[167] ESG Clarity. FTSE4Good UK Index vs FTSE All Share: 10-Year Performance. — London: ESG Clarity, 2019.

секторах экономики, включая горнодобывающую промышленность, энергетику и сельское хозяйство[168].

В Азии наиболее развитым примером институционализации ESG выступает Япония. Ключевым механизмом внедрения ESG здесь стала Правительственная пенсионная инвестиционная корпорация (GPIF) – крупнейший государственный инвестфонд в мире с активами под управлением около 1,7 трлн долл.[169] GPIF применяет ESG-фильтры при формировании портфелей и требует от управляющих компаний учитывать нефинансовые параметры. По итогам 2024 г. GPIF инвестировал около 75 млрд долл. США в ESG-индексы, в частности в FTSE Blossom Japan Index, MSCI Japan ESG Select Leaders Index и другие[170]. В ESG-индексы GPIF включено уже порядка 510 японских компаний [171]. Это стимулировало японские корпорации к разработке ESG-стратегий, расширенному раскрытию нефинансовой информации и соответствию международным стандартам отчетности.

Большое значение также имело внедрение Токийской фондовой биржей (TSE) требований к раскрытию климатической информации для компаний Prime Market в соответствии с рекомендациями TCFD. В результате введения такого требования уже к началу 2025 г. около 95% компаний Prime Market раскрывали информацию в соответствии с TCFD [172]. Важно, что с 2024 г. Япония активно

---

[168] Government of Canada. Government advances Made-in-Canada sustainable investment guidelines to accelerate progress to net-zero emissions by 2050 : backgrounder. — Ottawa : Department of Finance Canada, 09.10.2024. — URL: https://www.canada.ca/en/department-finance/news/2024/10/government-advances-made-in-canada-sustainable-investment-guidelines-to-accelerate-progress-to-net-zero-emissions-by-2050.html (дата обращения: 16.10.2025).

[169] GPIF (Government Pension Investment Fund). 2024 Sustainability Investment Report (до 2024 г. публиковался под названием «ESG Report»). — Tokyo : GPIF, 2024. — URL: https://www.gpif.go.jp/en/investment/esg/gpif_publishes_the_2024_sustainability_investment_report.html (дата обращения: 03.12.2025).

[170] GPIF (Government Pension Investment Fund). Review of an Index for ESG Passive Equity Investment. — Tokyo : GPIF, 04.03.2024. — URL: https://www.gpif.go.jp/en/investment/esg/20240304_esgindex_review_en.html (дата обращения: 03.12.2025).

[171] GPIF (Government Pension Investment Fund). ESG Investment Report 2024. — Tokyo: GPIF, 2024.

[172] TSE (Tokyo Stock Exchange). Follow-up on TSE's Action Programs for Companies Managed with Awareness of Cost of Capital and Stock Price. — Tokyo : Japan Exchange Group, 2025. —

реализует политику выпуска государственных «зеленых» облигаций в рамках «Зеленой трансформационной политики» (GX Policy), которая предполагает выпуск государственных «зеленых» облигаций примерно на 135 млрд долл. США за десятилетний период в целях стимулирования декарбонизации[173].

Принципиально важно, что рассмотренные общие национальные тренды в полной мере находят отражение в корпоративной практике. Так, в частности Unilever, последовательно интегрирующая ESG-цели в свой бизнес на практике и имеющая крайне высокий ESG-рейтинг, демонстрирует повышенную рыночную капитализацию. Согласно данным Bloomberg, Unilever в среднем демонстрирует премию в 10–15% в сравнении с аналогами с более низкими ESG-рейтингами. Siemens AG, активно реализующая политику в сфере ESG и имеющая в силу этого высокий ESG-рейтинг (AAA-AA), демонстрирует среднюю волатильность на 2,4 п.п. ниже, чем конкурентны с более низким рейтингом (B-CCC)[174] [175] [176]. Enel, переориентировавшая свою инвестиционную стратегию на ESG-цели и максимально стремящаяся к соответствию всех проектов критериям ЕС по таксономии устойчивой деятельности, демонстрирует более высокие результаты, чем конкуренты[177]. Только по итогам 2023–2024 гг. компания привлекла более 10 млрд евро через выпуск sustainability-linked bonds с ESG-ориентированным купоном, при этом спрос инвесторов превысил предложение в 2–3 раза. Alibaba Group, активно следующая принципам декарбонизации и устойчивого развития, демонстрирует более высокую

URL: https://corpgov.law.harvard.edu/2025/10/21/tokyo-stock-exchange-initiative-on-cost-of-capital-and-stock-price-conscious-management/ (дата обращения: 21.01.2026).

[173] Ministry of Economy, Trade and Industry of Japan (METI). Transition Finance : GX Economy Transition Bonds. — Tokyo : METI, 2024. — URL: https://www.meti.go.jp/english/policy/energy_environment/transition_finance/index.html (дата обращения: 27.11.2025).

[174] Siemens. Sustainability Report 2024. — Munich: Siemens AG, 2024.

[175] Unilever. Annual Report and Accounts 2024. — London: Unilever, 2024.

[176] Siemens. Sustainability Report 2024. — Munich: Siemens AG, 2024.

[177] Enel. Sustainability Report 2024. — Rome: Enel SpA, 2024.

среднегодовую доходность, чем конкуренты с более низкими ESG-рейтингами (на 3,8 п.п. выше доходности традиционного индекса MSCI World)[178] [179].

Особого внимания также заслуживают представленные в современных исследованиях статистические данные о связи ESG-показателей с ключевыми финансовыми метриками – стоимостью капитала (WACC), доходностью и волатильностью акций на рынках капитала в развитых странах.

Согласно актуальным эмпирическим исследования, компании с более высокими ESG-рейтингами в рамках S&P 500 демонстрируют более низкую стоимость собственного капитала и более низкую стоимость долга. В то же время средневзвешенная стоимость капитала (WACC) не оказывается зависима от ESG-рейтинга, что обусловлено изменениями структуры капитала в контексте политики устойчивого развития[180]. При этом в некоторых секторах, в частности в банковском и финтех-секторах, более высокий уровень раскрытия ESG-информации оказывает значительное отрицательное влияние на WACC и стоимость долга, не оказывая устойчивого влияния на стоимость собственного капитала[181]. Важно, что доминирующим при том является компонент Governance (G), коррелирующий с более низкими затратами на финансирование.

Одним из ключевых каналов влияния ESG на инвестиционную привлекательность компаний в странах с развитой экономикой является рынок зеленых облигаций. Мировой рынок находится в стадии устойчивого роста, начиная с 2015 г.[182] Тем не менее, в период с 2022 г. наблюдается некоторое замедление темпов роста на фоне общей геополитической нестабильности, макроэкономического кризиса и структурной перестройки рынков на фоне

---

[178] Alibaba Group. Alibaba Group ESG Report 2024. — Hangzhou: Alibaba Group, 2024.
[179] MSCI. MSCI ESG Leaders Index Performance Report. — New York: MSCI, 2025.
[180] MDPI. ESG Ratings and Cost of Capital: Evidence from S&P 500 // Journal of Risk and Financial Management. — 2024.
[181] MDPI. ESG Ratings and Cost of Capital: Evidence from S&P 500 // Journal of Risk and Financial Management. — 2024; MDPI. ESG Disclosure and WACC in Banks and Fintech Firms // Journal of Risk and Financial Management. — 2026.
[182] Banque de France. The Green Bond Market: Growth, Greenium and Future Prospects. — Paris: Banque de France, 2026.

глобального энергетического перехода. В 2025 г. мировой рынок зеленых облигаций достиг объема более 2,9 трлн долл. США[183]. Особое значение при этом имеет эффект «зеленой премии», наиболее выраженный в Европе в 2016–2022 гг. Здесь разница составляла до 28 базисных пунктов[184]. В США и Канаде же с 2022 г. выпуск зеленых облигаций связан с более высокими затратами на финансирование (+46 б.п.), что обусловлено политической поляризацией ESG-повестки. В среднем же по рынку стран с развитой экономикой разрыв в доходности между зелеными и традиционными облигациями составляет около 4 б.п.[185], а для суверенных заемщиков – вообще порядка 2 б.п.[186].

Завершая анализ специфики влияния ESG на инвестиционную привлекательность в странах с развитой экономикой, необходимо выделить ключевые институциональные, культурно-религиозные и технологические факторы, определяющие ее.

Помимо рыночных механизмов, ключевую роль в развитых странах играют институциональные факторы: регуляторная среда, защита прав инвесторов, и государственная политика в сфере ESG. Именно они формируют главное конкурентное преимущество этих рынков – предсказуемость. Регуляторная база в сфере устойчивого финансирования здесь детально проработана и носит обязательный характер: по итогам 2024 г. уже 30 юрисдикций, представляющих 55% мирового ВВП, внедрили стандарты ISSB[187]. Это снижает информационную ассиметрию между эмитентом и инвестором и удешевляет стоимость капитала для компаний с устойчивыми практиками. Институциональная среда при этом не однородна, разнонаправленные политические процессы вокруг ESG-повестки создают

[183] Banque de France. The Green Bond Market: Growth, Greenium and Future Prospects. — Paris: Banque de France, 2026.
[184] S&P Global. Greenium in European and North American Bond Markets. — New York: S&P Global, 2025.
[185] Pietsch A., Salakhova D. The Greenium: A Meta-Analysis. — ECB Working Paper. — 2022.
[186] CEPR. Sovereign Green Bonds and the Greenium. — London: Centre for Economic Policy Research, 2025.
[187] IFRS Foundation. Progress on ISSB Standards Adoption. — London: IFRS Foundation, 2024.

определенную турбулентность. Однако в сравнении со средой развивающихся рынков она остается существенно более стабильной, формализованной и проработанной, что и обеспечивает ее роль системообразующего фактора инвестиционной привлекательности.

Культурно-религиозные факторы в группе стран постепенно начинают играть все более значимую роль (например, инициатива Ватикана). Более того, необходимо отметить особую роль рыночно-ориентированной протестантской этики, в свое время оказавшей влияние на становление капитализма, и в контексте исследуемой проблематики, акцентирующей внимание на рационально-доходных аспектах в сфере.

Технологические факторы, в первую очередь тренды цифровизации и цифровой трансформации ESG-финансирования, являются наиболее значимым двигателем трансформации инвестиционной привлекательности в рамках группы стран. С одной стороны, цифровые инструменты оказывают значительное положительное влияние на ESG-показатели компаний, а с другой – позволяют решить целый ряд проблем, связанных с гринвошингом и контролем за распределением средств, что особенно ярко выражено на рынках развитых стран[188]. При этом цифровизация повышает совокупную факторную производительность[189], а также открывает новые каналы для ESG-интеграции за рамками традиционных банковских и биржевых механизмов, что обеспечивается в частности за счет краудфандинга, криптовалютных технологий, блокчейн и DeFi, а также цифровых валют центральных банков (CBDC). Особое значение при этом имеют умные контракты и децентрализованные автономные организации (DAO), обеспечивающие повышенную прозрачность, ответственность и измеримые экологические результаты[190].

---

[188] ScienceDirect. Digital Intelligence Finance and Corporate ESG Performance. — Finance Research Letters, 2025.

[189] RePEc. Digitalization and ESG: Moderating Financial Constraints. — RePEc Working Paper, 2025.

[190] Bitrue. What is ReFi (Regenerative Finance)? The Future of Blockchain and Sustainability. — Bitrue Blog. — 2025.

В целях систематизации особенностей применения ESG-подходов в странах с развитой экономикой возможно использовать методологию SWOT- и TOWS-анализа – таблицы 16 и 17 Приложения 2 соответственно. Выбор метода обусловлен необходимостью одновременно учитывать как внутренние характеристики самой модели ESG-интеграции (сильные и слабые стороны), так и внешние условия ее функционирования, что соответствует логике исследования инвестиционной привлекательности как многоуровневой категории.

Как видно из представленных данных в таблице 16 Приложения 2, сильные стороны преобладают над слабыми, а возможности существенно превышают угрозы, что указывает на устойчивость модели ESG-интеграции в развитых странах. При этом наибольшее значение имеют развитый рынок устойчивого финансирования и цифровизация ESG-аналитики. Как видно из представленных данных в таблице 17 Приложения 2, сильные стороны ESG-интеграции в развитых странах преобладают над слабыми, а возможности превышают угрозы, что указывает на фундаментальную устойчивость рыночной модели ESG-интеграции с государственным участием. Ключевыми источниками такого рода устойчивости при этом возможно считать развитый рынок устойчивого финансирования и эмпирически подтвержденное превосходство ESG-индексов над традиционными бенчмарками. Дестабилизирующими факторами же выступают риски гринвошинга, политическая поляризация ESG и геоэкономическая фрагментация. Основные возможности развития связаны с цифровизацией ESG-аналитики, что подтверждает тезис о технологических факторах как о ключевом двигателе трансформации инвестиционной привлекательности на современном этапе.

Таким образом, в странах с развитой экономикой ESG интегрирован в основные механизмы инвестиционного процесса, становясь неотъемлемым элементом оценки рисков, принятия решений и формирования долгосрочных портфелей. Его институционализация на рынках капитала свидетельствует о

переходе от декларативных подходов к устойчивому развитию к полноценной трансформации инвестиционной модели, ориентированной на будущее.

Несмотря на высокий уровень институциональной зрелости и широкую практику внедрения ESG-принципов, развитые экономики сталкиваются с рядом системных вызовов, ограничивающих эффективность ESG-подходов. Одной из наиболее острых проблем остается несопоставимость и разнородность ESG-отчетности, обусловленная отсутствием единых глобальных стандартов раскрытия нефинансовой информации. Хотя многие компании используют рекомендации GRI, TCFD, SASB и других организаций, различия в методологиях приводят к снижению прозрачности и затрудняют сопоставление результатов между компаниями и отраслями.

Вторым важным вызовом выступает феномен так называемого «гринвошинга» – ситуации, когда компании декларируют приверженность ESG, но в действительности ограничиваются формальной отчетностью или имитацией устойчивых практик. Проблема усугубляется тем, что во многих юрисдикциях ESG-отчетность носит пока что преимущественно добровольный характер, а ее достоверность не всегда проходит внешний аудит. Это снижает доверие со стороны инвесторов и общества к ESG-рейтингам и подрывает репутацию устойчивого инвестирования в целом.

Дополнительной проблемой становится избыточная сложность ESG-оценки. Количество критериев и методик, используемых рейтинговыми агентствами, продолжает расти, что затрудняет интерпретацию итоговых результатов. Исследования показывают, что даже между ведущими провайдерами (например, MSCI и Sustainalytics) наблюдается низкая корреляция оценок одних и тех же компаний. Это создает неопределенность для инвесторов и повышает транзакционные издержки.

Неоднозначной остается и тема политизации ESG, особенно в контексте США, где часть штатов начинает вводить ограничения на использование ESG-критериев в инвестиционной деятельности государственных фондов.

В частности, штаты Техас и Флорида запретили инвестирование средств пенсионных фондов в компании, придерживающиеся ESG-подходов, мотивируя это ущемлением экономических интересов и навязыванием политической повестки. Такие шаги свидетельствуют о наличии идеологических разногласий в отношении ESG и необходимости более четкого обоснования его экономической и социальной эффективности. Критики указывают на риски гринвошинга – ситуаций, когда компании лишь формально декларируют приверженность устойчивому развитию, но фактически не внедряют экологически или социально значимых инициатив.

Тем не менее, сформировавшаяся в развитых экономиках инфраструктура ESG служит важной точкой отсчета для анализа специфики и перспектив внедрения аналогичных подходов в странах с развивающейся экономикой, в том числе в российском контексте, что будет рассмотрено в следующем параграфе.

2.2. Особенности внедрения ESG-подходов в странах с развивающейся экономикой

Внедрение ESG-подходов в странах с развивающейся экономикой происходит в условиях, существенно отличающихся от институциональной и рыночной среды развитых стран. Эти различия проявляются в слабой нормативной базе, недостаточной зрелости финансовых рынков, ограниченном доступе к устойчивым источникам капитала, а также в низком уровне доверия к нефинансовой отчетности. Вместе с тем, именно в этих странах ESG-повестка приобретает особую актуальность как инструмент обеспечения устойчивости и адаптации к внешним шокам, что соответствует выводам о модели ESG-интеграции с ключевой инициативной ролью государства незападных странах.

Одним из ключевых факторов, формирующих специфику ESG-практик в развивающихся странах, является институциональная нестабильность, недостаточность правоприменения и слабая защита прав инвесторов. Это

затрудняет внедрение обязательных стандартов нефинансовой отчетности, ослабляет надзор за корпоративной прозрачностью и снижает мотивацию компаний к добровольному раскрытию информации[191].

Кроме того, в странах с формирующимися рынками зачастую отсутствуют масштабные внутренние стимулы для ESG-интеграции, такие как институциональные инвесторы с долгосрочным горизонтом или высокие требования со стороны фондовых бирж. В результате ESG остается преимущественно внешним фактором, навязанным глобальными партнерами, транснациональными корпорациями, а также международными организациями, включая ООН, Всемирный банк и МФК[192].

Немаловажным аспектом является ограниченность ресурсов и инфраструктуры для ESG-трансформации. Речь идет как о нехватке финансовых инструментов (например, развитого рынка «зеленых» облигаций), так и о дефиците профессиональных кадров в области устойчивого развития, системной аналитики и нефинансовой отчетности. Многие компании, даже при наличии желания внедрять ESG-стратегии, сталкиваются с отсутствием компетенций, методик оценки и соответствующего программного обеспечения[193].

Важную роль играет и макроэкономический контекст. В условиях высокого уровня инфляции, политических рисков, валютных колебаний и социальной нестабильности компании и инвесторы в развивающихся странах, как правило, ориентируются на краткосрочную прибыль и выживание, а не на долгосрочную устойчивость. Это приводит к тому, что ESG-индикаторы воспринимаются как второстепенные и необязательные.

Тем не менее, внешнее давление со стороны глобальных рынков капитала, международных стандартов отчетности и экологических требований при

---

[191] World Bank. ESG Integration in Emerging Markets: Opportunities and Challenges. — Washington D.C. : World Bank Group, 2022. — 104 p.

[192] United Nations Global Compact. Accelerating ESG Implementation in Emerging Economies. — URL: https://www.unglobalcompact.org (дата обращения: 30.05.2025).

[193] IFC. From Disclosure to Impact: ESG Reporting Landscape in Emerging Markets. International Finance Corporation, 2021. — URL: https://www.ifc.org (дата обращения: 03.06.2025).

трансграничной торговле заставляет компании адаптироваться. В ряде случаев международные партнерства, участие в глобальных цепочках поставок и допуск к иностранным инвестициям становятся возможными только при наличии ESG-политики, соответствующей международным стандартам[194].

Таким образом, несмотря на наличие объективных ограничений, в странах с развивающейся экономикой ESG-подходы начинают восприниматься как способ повышения инвестиционной устойчивости, репутационной прозрачности и интеграции в глобальные рынки. Особую актуальность они приобретают в условиях усиления геоэкономической турбулентности и необходимости долгосрочной адаптации к нестабильной внешней среде.

В странах с развивающейся экономикой государство играет двойственную роль в процессе внедрения ESG-подходов: с одной стороны, оно выступает как инициатор национальных программ устойчивого развития и нормативных инициатив, а с другой – часто ограничивает потенциал ESG-преобразований из-за институциональной фрагментарности, бюрократической инерции и дефицита ресурсов.

Несмотря на общий тренд на институционализацию устойчивого развития, в большинстве развивающихся государств пока отсутствует целостная и действенная нормативная база, обязывающая компании к раскрытию ESG-информации или интеграции нефинансовых факторов в корпоративную стратегию. Законодательные инициативы, как правило, носят рекомендательный характер или ограничиваются декларативными документами стратегического планирования – такими как стратегии устойчивого развития, климатические программы или концепции «зеленой экономики»[195].

Тем не менее, отдельные государства предпринимают активные усилия по развитию ESG-регулирования. Например, в Бразилии центральный банк обязал

---

[194] OECD. Sustainability and Resilience in Global Value Chains. — Paris : OECD Publishing, 2023. — 132 p.

[195] United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific (UNESCAP). ESG Regulations and Disclosure in Emerging Economies. — Bangkok : UNESCAP, 2021. — 88 p.

финансовые учреждения учитывать экологические и социальные риски при выдаче кредитов; в Индии регулятор рынка ценных бумаг (SEBI) ввел требования по раскрытию нефинансовой отчетности для крупнейших публичных компаний; в Китае формируется единая таксономия устойчивых проектов, а банки обязаны учитывать климатические риски в инвестиционных стратегиях[196].

Ключевым ограничением для большинства развивающихся стран остается слабая институциональная инфраструктура, особенно в части мониторинга и контроля за исполнением ESG-обязательств. Отсутствие прозрачных процедур надзора, недостаточный уровень цифровизации госорганов, а также ограниченность профессионального и технического ресурса в региональных структурах значительно снижают эффективность внедряемых мер[197].

Дополнительным барьером становится политико-экономическая приоритетность. Во многих странах с развивающейся экономикой цели устойчивого развития уступают место краткосрочным экономическим интересам, включая стимулирование промышленности, экспортных секторов, субсидирование традиционной энергетики и поддержку занятости в уязвимых регионах. В этих условиях государство часто не рассматривает ESG как стратегический вектор, а воспринимает его как внешний или факультативный элемент, значимый лишь в рамках международного сотрудничества.

Тем не менее, значительный потенциал роста ESG-повестки связан именно с публичными инициативами. Внедрение обязательной ESG-отчетности для госкомпаний, создание платформ для устойчивого финансирования, налоговые преференции для зеленых проектов и формирование публичных рейтингов устойчивости компаний могли бы способствовать масштабной трансформации корпоративных практик. На этом фоне особенно важным становится

---

[196] World Bank. Green Finance and ESG Integration in Emerging Markets. — Washington D.C. : World Bank, 2023. — 136 p.

[197] OECD. Public Governance for Sustainable Development in Emerging Economies. — Paris : OECD Publishing, 2022. — 120 p.

формирование единых национальных стандартов ESG-раскрытия и создание институтов публичного контроля.

В контексте санкционного давления и геоэкономических изменений государства с развивающейся экономикой начинают рассматривать ESG не только как способ привлечения иностранного капитала, но и как элемент внутренней устойчивости и диверсификации. Таким образом, роль государства в продвижении ESG в этих странах остается критически важной: без активной регуляторной поддержки и стратегического курса интеграция ESG-принципов в бизнес-практики будет оставаться ограниченной и неравномерной.

Корпоративный сектор в странах с развивающейся экономикой демонстрирует высокую неоднородность в отношении внедрения ESG-принципов. В то время как часть компаний, особенно экспортноориентированных и работающих с международными инвесторами, предпринимают активные шаги по развитию устойчивых стратегий, большинство участников внутреннего рынка по-прежнему рассматривают ESG как второстепенное или даже обременительное направление.

Наиболее продвинутыми в реализации ESG-инициатив, как правило, выступают так называемые «национальные чемпионы» – крупные компании, находящиеся в сфере интересов государства или включенные в международные цепочки поставок. Подобные корпорации заинтересованы в поддержании инвестиционной привлекательности и улучшении имиджа на глобальном уровне. Их ESG-стратегии включают подготовку нефинансовой отчетности по международным стандартам (в первую очередь GRI), участие в глобальных рейтингах устойчивости, а также реализацию программ по снижению углеродного следа, инклюзивности и корпоративному управлению[198].

Однако в более широком контексте корпоративные практики в развивающихся странах страдают от низкой степени зрелости и

[198] International Finance Corporation (IFC). ESG Integration in Emerging Market Corporates. — Washington D.C. : IFC, 2022. — 112 p.

институциональной дисциплины. Во многих случаях нефинансовая отчетность публикуется формально, без системного анализа и без последующего влияния на бизнес-модель или инвестиционные решения[199].

Одним из основных барьеров служит доминирование краткосрочной мотивации, ориентированной на сохранение операционной рентабельности и ликвидности в условиях нестабильной макроэкономической среды. Компании зачастую воспринимают внедрение ESG как дополнительную нагрузку, сопряженную с расходами, регуляторными рисками и неопределенными выгодами. Особенно отчетливо это проявляется в малом и среднем бизнесе, где ресурсы ограничены, а управленческая культура менее восприимчива к внедрению комплексных подходов[200].

Кроме того, низкий уровень доверия к институциональной среде, отсутствие внешнего аудита ESG-отчетности и слабая связь между показателями устойчивости и доступом к финансированию снижают мотивацию компаний к прозрачному поведению. Во многих случаях нефинансовая отчетность остается добровольной, а внутренние системы мониторинга ESG-факторов ограничиваются единичными инициативами, не встроенными в стратегическое управление.

Несмотря на указанные трудности, в корпоративной практике развивающихся стран прослеживаются положительные тенденции. Компании, получающие доступ к международным рынкам капитала, осваивают стандарты раскрытия информации и ESG-рейтингования. Сектор «зеленых» и социальных облигаций постепенно расширяется, в том числе за счет участия банков развития и международных финансовых организаций. Также наблюдается рост интереса со стороны внутренних инвесторов, в том числе частных управляющих

---

[199] United Nations Global Compact. ESG Practices in SMEs: Challenges and Opportunities. — New York : UNGC, 2021. — 89 p.

[200] World Bank. From Compliance to Competitiveness: ESG Adoption in Emerging Markets. — Washington D.C. : World Bank Group, 2023. — 140 p.

компаний, к устойчивым активам как фактору снижения рисков и повышения долгосрочной доходности.

Таким образом, хотя в странах с развивающейся экономикой сохраняются серьезные институциональные, мотивационные и ресурсные барьеры к повсеместной ESG-интеграции, процесс формирования корпоративной устойчивости постепенно приобретает системные черты. Развитие стандартов, расширение рыночных стимулов и повышение требований со стороны инвесторов формируют предпосылки для качественного роста ESG-практик в корпоративном управлении.

Период с 2022 по 2024 год стал поворотным в развитии ESG-подходов в странах с развивающейся экономикой. Воздействие масштабных геоэкономических трансформаций – включая рост геополитической напряженности, ужесточение санкционного режима в отношении Российской Федерации, разрыв глобальных цепочек поставок и рост экономической фрагментации – значительно изменило логику внедрения принципов устойчивого развития и корпоративной ответственности.

Санкционное давление и финансово-технологическая изоляция привели к переоценке ESG как инструмента: вместо следования внешним стандартам компании начали искать локальные модели устойчивости, адаптированные к национальной нормативной базе, институциональной среде и доступным ресурсам. Это проявляется, в частности, в усилении внимания к социальным и управленческим аспектам – поддержке занятости, устойчивости цепочек поставок, защите персонала, борьбе с коррупцией и цифровой трансформации управления[201].

При этом экологическая повестка в некоторых случаях отходит на второй план, особенно в секторах, критически зависящих от традиционных ресурсов или находящихся под давлением регуляторных ограничений. Тем не менее,

[201] World Economic Forum. Navigating ESG in a Fragmented Global Economy. — Davos : WEF, 2023. — 104 p.

актуальность экологических рисков сохраняется, особенно в контексте изменения климата, деградации экосистем и дефицита природных ресурсов, что обуславливает необходимость разработки собственных таксономий устойчивого финансирования и климатических стандартов на национальном уровне.

Параллельно происходит рост интереса к ESG-инструментам со стороны национальных финансовых институтов. В условиях ограниченного внешнего финансирования государственные банки, суверенные фонды и национальные инвестиционные институты начинают рассматривать ESG-критерии как элемент оценки стратегических рисков и устойчивости проектов. Развиваются внутренние инициативы по выпуску «зеленых» облигаций, создаются платформы устойчивого финансирования, появляются первые попытки стандартизации нефинансовой отчетности в рамках национальных регуляторов[202].

Таким образом, трансформация ESG в условиях 2022–2024 гг. заключается в смене модели: от внешне задаваемой и формально реализуемой повестки – к локализованному и прагматичному подходу, в котором устойчивое развитие рассматривается как механизм выживания, снижения рисков и обеспечения долгосрочной инвестиционной надежности. Эта эволюция особенно заметна в странах с формирующимися рынками, где ESG-интеграция все чаще происходит не по образцу западных систем, а с учетом национальных реалий, институтов и социально-экономической структуры.

Как продемонстрировано в первой главе данного диссертационного исследования, сравнительный анализ моделей ESG-интеграции позволяет выделить принципиальные различия между западным и незападным подходами. Так, если в странах с развитой экономикой наиболее распространена рыночная модель ESG-интеграции с государственным участием: ESG-интеграцию определяют рыночные механизмы и позиции институциональных инвесторов, а

[202] OECD. ESG Policy Responses in Emerging Economies: Between Global Standards and National Contexts. — Paris : OECD Publishing, 2024. — 116 p.

государство выступает регулятором, формирующим базовые рамочные условия, в развивающихся странах именно государство выступает прямым двигателем интеграции практик устойчивого развития через национальные таксономии, государственные банки развития и налоговые льготы в системе корпоративного управления, и, как следствие, ESG-поворота в сфере инвестиционной привлекательности бизнеса.

Это различие порождает значимую ассиметрию как в темпах и масштабах ESG-интеграции, так и в природе ESG-интеграции в инвестиционную привлекательность бизнеса. Для развитых стран встраивание ESG в инвестиционную привлекательность обеспечивается необходимостью соответствия жестким стандартам ради выживания и устойчивости бизнеса, а также рыночной дисциплиной. Для развивающихся – необходимостью соответствия национальным приоритетам ради благополучия бизнеса и доступа к государственной поддержке, в том числе в форме прямого финансирования.

Анализируя статистические данные, необходимо отметить, что объем ESG-активов на рынках стран с развивающейся экономикой значительно уступает объемам, характерным для развитых стран. Так, по итогам 2025 г. объем ESG-активов на развивающихся рынках составил всего 2,8 трлн долл. США, что соответствует лишь 7% глобального объема. В то же время CAGR рынка в 2019–2025 гг. достиг 21,4%, что значительно превышает CAGR рынка в развитых экономиках за тот же период (10,8%)[203]. Также важно, что доля развивающихся рынков в глобальных устойчивых инвестициях в последние годы устойчиво растет. С 2018 г. по 2025 г. доля развивающихся рынков выросла с 3% до 7,5%[204], при этом особо быстро растет сегмент ESG-сукук (исламские финансовые инструменты) – по итогам 2025 г. ESG-сукук составляли около 40% всего ESG-долга развивающихся рынков в сравнении с 18% в 2024 г.[205], что свидетельствует

[203] Bloomberg Intelligence. Global ESG Assets Outlook 2026. — New York: Bloomberg L.P., 2026.
[204] GSIA (Global Sustainable Investment Alliance). Global Sustainable Investment Review. — Sydney: GSIA, 2018-2024.
[205] Fitch Ratings. Global ESG Sukuk Market: 2025 Review and 2026 Outlook. — New York: Fitch Ratings, 2026.

об уникальной роли культурно-религиозных факторов в контексте определения ESG-ландшафта развивающихся рынков. Данная корреляция объясняется методологическим совпадением принципов шариата (запрет риба, негативный отбор, привязка к реальным активам) с инструментарием ESG-инвестирования, что в странах с мусульманской финансовой инфраструктурой снимает институциональные барьеры внедрения и обеспечивает устойчивый внутренний спрос. Динамика ESG-активов на развивающихся рынках за последние 7 лет представлена в таблице 2.4.

Таблица 2.4. Динамика ESG-активов и институциональных индикаторов на развивающихся рынках, 2019–2025 гг.

Год	ESG-активы, трлн долл.	Рост к пред. году, %	Доля в глобальных ESG-активах, %	Доля компаний с ESG-отчетностью, %	Средний ESG-рейтинг (MSCI, 0-10)	Объем ESG-сукук, млрд долл.
2019	0,8	+35%	2,1%	18%	3,2	2,1
2020	1,0	+25%	2,8%	22%	3,5	3,5
2021	1,4	+40%	3,5%	26%	3,9	5,8
2022	1,5	+7%	4,3%	29%	4,1	8,2
2023	1,9	+27%	5,1%	34%	4,4	11,5
2024	2,3	+21%	6,0%	38%	4,7	14,2
2025	2,8	+22%	7,0%	42%	5,1	18,5

Источник: составлено автором на основе данных Bloomberg Intelligence, GSIA, World Bank, MSCI, Fitch Ratings.

Как видно из представленных данных, в рассмотренный период наблюдается значительный рост ESG-активов – порядка 3,5 раз за период, в то же время сохраняется недостаточная зрелость рынка в сравнении с развитыми экономиками. Тем не менее несмотря на все трудности, положительная динамика по всем показателям указывает на постепенное улучшение ситуации.

Ключевым барьером для роста рынка при этом выступают институциональные ограничения. Так, только 42% компаний из развивающихся стран публикуют ESG-отчетность в соответствии с международными стандартами, и лишь 28% из них проходят внешний аудит данной информации в

соответствии с международными требованиями[206]. Более того, для развивающихся стран характерен недостаточный уровень защиты прав инвесторов, средний балл по индексу защиты прав инвесторов здесь составляет всего 5,4 из 10, в то время как в развитых странах – 7,9[207].

Результаты сравнения доходности ESG-индексов на развивающихся рынках с их традиционными аналогами за аналогичный период в сопоставление с индексами развитых рынков представлены в таблице 2.5.

Таблица 2.5. Сравнение доходности ESG-индексов и традиционных бенчмарков: развитые и развивающиеся рынки, 2019–2025 гг., % годовых

Индекс	1 год (2025)	3 года (CAGR)	7 лет (CAGR)	Волатильность (7 лет)	Коэффициент Шарпа
Развитые рынки					
MSCI World	21,8	10,2	10,5	17,1	0,61
MSCI ESG Leaders	24,5	11,8	10,3	16,7	0,62
S&P 500	23,4	11,5	11,8	18,0	0,66
S&P 500 ESG	25,1	12,8	12,5[1]	17,4	0,72
Развивающиеся рынки					
MSCI Emerging Markets	11,2	7,5	5,8	22,5	0,26
MSCI EM ESG Leaders	13,8	9,3	6,7	21,9	0,31
S&P BSE 100 (Индия)	20,5	16,8	13,8	19,2	0,72
S&P BSE 100 ESG	23,9	19,5	15,7	18,5	0,85
Ibovespa (Бразилия)	8,7	5,2	7,2	29,1	0,25
ISE (Бразилия ESG)	11,5	7,9	9,6	27,3	0,35

Примечание: S&P 500 ESG Index запущен в 2019 г., CAGR за 7 лет рассчитан с учетом фактических данных за 2019–2025 гг.
Источник: составлено автором на основе данных MSCI, S&P Global, B3, NSE.

Как видно из представленных данных в таблице 2.5, ESG-индексы на развивающихся рынках демонстрируют более высокую доходность и лучшие

[206] World Bank. Investor Protection and ESG Disclosure in Emerging Markets. — Washington, D.C.: World Bank, 2025.
[207] OECD. ESG Policy Frameworks in Emerging Economies. — Paris: OECD Publishing, 2026.

показатели риск/доходность по сравнению с традиционными бенчмарками. При этом наиболее выраженный эффект представлен в Индии и Бразилии. Это свидетельствует о том, что в странах с быстрорастущей экономикой и активной государственной поддержкой ESG-интеграция может создавать особенно значительную добавленную стоимость для инвесторов. В то же время разрыв в абсолютной доходности между развитыми и развивающимися рынками сохраняется, что отражает более высокие макроэкономические и политические риски развивающихся рынков, которые частично компенсируются более высоким потенциалом роста.

ESG-практики в развивающихся странах складываются по-разному, каждый регион подстраивает повестку под структуру своей экономики, роль государства и национальные приоритеты. Наиболее отчетливыми страновыми кейсами выступают Китай, Бразилия, Индия, Саудовская Аравия и Кения.

Китай демонстрирует один из самых быстроразвивающихся подходов к ESG-интеграции в Азии, сочетая директивное регулирование с активным участием финансового сектора. Основной акцент сделан на экологической составляющей (Environmental) как ключевом факторе устойчивости и конкурентоспособности компаний. В 2021 г. Народный банк Китая включил экологические показатели в структуру банковского скоринга и рекомендовал использовать ESG-критерии при кредитовании. Центральная комиссия по развитию и реформам КНР разработала национальную таксономию «зеленых» видов деятельности, в значительной степени схожую с европейской, но адаптированную под реалии китайской экономики.

Китайский рынок зелёных облигаций сегодня – один из крупнейших в мире. По итогам 2024 г. Китай выпустил зеленые облигации на сумму 68,9 млрд долл., заняв третье место в мире после США (84,7 млрд долл.) и Германии (73,3 млрд долл.), а по итогам 2025 г. опередил и Германию[208]. Однако, важно, что общий объем выпуска «направленных на зеленые цели» облигаций по итогам

[208] Climate Bonds Initiative. (2026). Sustainable Debt Market Summary 2025. London: CBI.

2024 и 2025 гг. оказался еще более значительным. По итогам 2024 г. он составил 218 млрд долл. США[209].

Становление и институциональное оформление китайского рынка зелёного финансирования, включая формирование национальной таксономии и роль государственных банков развития, подробно проанализированы А.А. Витязевой, рассматривающей данный кейс в более широком контексте глобальных тенденций развития рынка устойчивого финансирования[210]. Критическое значение в Китае на сегодняшний день играет цифровизация ESG-финансирования. Идет активное внедрение цифрового юаня, в том числе для целей адресного финансирования «зеленых» проектов с повышенной подконтрольностью. Смарт-контракты на базе цифровой валюты позволяют автоматически верифицировать ESG-критерии и повышают прозрачность расходования бюджетных субсидий. В «зеленом» финансировании смарт-контракт работает как фильтр прозрачности на трех уровнях. Во-первых, он обеспечивает целевое использование средств: субсидия не может быть потрачена на цели вне условий договора, например, переведена контрагенту вне реестра аккредитованных поставщиков «зеленого» оборудования или направлена на проект, не входящий в национальную таксономию. Во-вторых, контракт осуществляет автоматическую верификацию ESG-критериев, обращаясь к данным IoT-датчиков, государственных реестров и сертифицирующих органов: например, выплата подрядчику происходит только после подтверждения подключения солнечной электростанции к сети. В-третьих, каждая транзакция фиксируется в распределенном реестре e-CNY, что обеспечивает сквозной аудит цепочки «бюджет-подрядчик-конечный объект». Уже к началу 2025 г. объем транзакций с использованием e-CNY составил более 1 трлн долл. США, а

[209] China Central Depository & Clearing Co. (2025). China Green Bond Market Report 2024. Beijing: CCDC.

[210] Витязева А.А. Становление рынка зелёного финансирования в КНР // Инновации и инвестиции. — 2023. — № 12. — С. 52–55.

пилотные проекты по его использованию для целей зеленого финансирования были реализованы в 26 городах[211].

Китайская модель – яркий пример модели ESG-интеграции с ключевой инициативной ролью государства, характерной для незападных стран. В его рамках государство выступает в качестве прямого двигателя устойчивого развития через национальные таксономии, обязательные требования к отчётности, государственные банки развития и налоговые льготы. Таким образом, китайская модель ESG-интеграции основана на сильной роли государства, централизованной регуляции и сочетании международных и национальных стандартов. Это обеспечивает системное внедрение устойчивых практик в ключевые отрасли и повышает привлекательность компаний для локальных и международных инвесторов, ориентированных на зеленые и социально ответственные инвестиции.

Так, в Бразилии с 2022 г. финансовые учреждения обязаны учитывать экологические и социальные риски при выдаче кредитов. В таких условиях в 2025 г. объем зеленых облигаций, выпущенных бразильскими эмитентами, достиг уже порядка 4,5 млрд долл., то есть годовой рост составил 28%[212]. В то же время ESG-фактор еще до нововведений 2022 г. играл значимую роль на национальном рынке, так как напрямую влиял на доходность компаний. Доходность Индекса корпоративной устойчивости B3 (ISE) за период 2015–2025 гг. составила 151% против 124% базового индекса Ibovespa[213]. В то же время ключевым институциональным двигателем ESG-интеграции в стране все же выступает государство, в частности в лице Банка национального социально-экономического развития (BNDES). Так, государство поддерживает ESG-

[211] People's Bank of China. e-CNY Pilot Progress and Green Finance Applications. — Beijing: PBoC, 2025.
[212] B3. Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE): Performance Report 2025. — São Paulo: B3, 2026.
[213] B3. Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE): Performance Report 2025. — São Paulo: B3, 2026.

интеграцию за счет не только введения соответствующих норм и правил, но и за счет прямого государственного финансирования «зеленых» проектов[214].

Индия на сегодняшний день делает акцент на быстром развитии ESG-регулирования. Так, в 2021 г. был введен обязательный формат нефинансовой отчетности BRSR для крупнейших национальных компаний. Также реализуется активная поддержка развития рынка «зеленых» финансов. В таких условиях рынок зеленых облигаций в стране уже в 2025 г. достиг 24,8 млрд долл., что соответствует 15% годовому росту[215]. Более того, компании с высокими ESG-рейтингами на индийском рынке устойчиво демонстрируют в среднем на 17% более низкую стоимость долга и на 14% более высокую рыночную капитализацию в сравнении с отраслевыми аналогами[216], что также влияет на повышение значимости ESG-фактора в контексте формирования инвестиционной привлекательности бизнеса на рынке.

В Саудовской Аравии особое внимание уделяют развитию рынка зеленых финансов, а также поддержке базового ближневосточного тренда на развитие ESG-сукук. В таких условиях объем эмиссии устойчивых финансовых инструментов в стране по итогам 2025 г. составил 19,7 млрд долл. США[217], а доля страны в мировом объеме ESG-сукук – 33%. В целом же объем устойчивого финансирования в MENA в 2025 г. составил 35,1 млрд долл., при этом финансовый сектор обеспечил порядка 50% выпуска. Зеленые инструменты составили 25,8 млрд долл., увеличившись на 60% за г.[218]. Примечательно, что 92% рейтингованных ESG-сукук, в том числе непосредственно в Саудовской Аравии, имеют инвестиционный рейтинг со стабильным прогнозом, и не

[214] BNDES. Relatório de Financiamento Verde 2025. — Rio de Janeiro: BNDES, 2026.
[215] Climate Bonds Initiative. Green Bond Market Summary 2024. London: CBI.; Climate Bonds Initiative. (2026). Sustainable Debt Market Summary 2025. — London: CBI, 2025.
[216] NSE (National Stock Exchange of India). ESG and Cost of Debt: Evidence from Indian Listed Companies. — Mumbai: NSE, 2025.
[217] Bloomberg Intelligence. Global ESG Assets Outlook 2026. — New York: Bloomberg L.P., 2026.
[218] Там же.

демонстрируют ни одного дефолта[219], что подтверждает высокое кредитное качество данных инструментов и их реальную привлекательность не только для религиозных исламских инвесторов, но и для консервативных инвесторов из других культур и религий.

Африка на современном этапе также демонстрирует прогресс в ESG-интеграции. По итогам 2025 г., объем зеленых облигаций в регионе составил 4,2 млрд долл. США, что на 35% выше показателя 2024 г.[220]. При этом особую роль в регионе имеет государственная поддержка, в связи с чем большой популярностью пользуются ESG-инструменты для финансирования цифровой и финансовой инклюзии.

Компании на развивающихся рынках, в отличие от компаний развитых стран, действуют в условиях более слабой институциональной среды, но получают более активную государственную поддержку. В силу этого они чаще ориентированы на социальные аспекты устойчивого развития как наиболее актуальные для государства, а экологические – интегрируют в развитие традиционного бизнеса.

Petrobras (Бразилия) в рамках своей деятельности сочетает вектора на максимизацию стоимости традиционных активов и поддержку энергетического перехода, в том числе в формате развития офшорной ветроэнергетики, биометана, зеленого водорода и проектов улавливания углерода (CCUS)[221]. При этом компания принимает активное участие в создании рынка углеродных кредитов и активно использует инструменты «зеленого» финансирования от Banco do Brasil. Конкретные проекты в сфере устойчивого развития компания выбирает с ориентацией на требования инвесторов и, ключевое, на государственные интересы в области национальной энергетической безопасности, обеспечивая себе доступ к государственному финансированию.

---

[219] Fitch Ratings. Global ESG Sukuk Market: 2025 Review and 2026 Outlook. New York: Fitch Ratings, 2026.
[220] African Development Bank. Green Bond Market in Africa: 2025 Review and Outlook. Abidjan: AfDB, 2026.
[221] Petrobras. Climate Change Supplement 2025. — Rio de Janeiro: Petrobras, 2025.

Tata Consultancy Services[222] (Индия) демонстрирует еще более ярко «незападный» подход. Компания реализует комплексный портфель ESG- и устойчивых предложений вокруг шести стратегических тем, включая климат и управление ресурсами, циркулярность, устойчивые ИТ и операции, ESG-управление и отчетность, а также инклюзивное и регенеративное общество[223], при этом ориентируясь строго на требования государства (стандарт BRSR) и концепции дхармы-бизнеса, дополняя национально-ориентированное видение базовыми международными ESG-принципами. Такого рода подход демонстрирует крайне высокие результаты. Так, 89% инвесторов уже сегодня учитывали ESG-профиль компании при принятии инвестиционных решений относительно TCS[224] из этических, комплаенс и финансовых соображений. Более того, в 2020–2025 гг. компания фактически продемонстрировала среднегодовую доходность 19,2% против 15,1% у индекса Nifty IT[225], что также возможно считать дополнительными аргументом в пользу эффективности выбранного подхода.

Safaricom (Кения) представляет собой уникальный кейс, в рамках которого ESG является ядром бизнес-модели. Критически важно, что компания делает акцент на социальной составляющей – финансовой инклюзии, в то же время, не забывая про экологическую. Для реализации своих инициатив компания активно привлекает государственные и частные кредиты, а также средства инвесторов[226]. Более того, компания реализует программу среднесрочных нот (MTN) объемом 40 млрд шиллингов, первый транш которой составил 15 млрд шиллингов в форме пятилетних «зеленых» нот с фиксированной ставкой 10,40%[227]. Критически важно, что все ESG-решения в компании являются ответом на реальные

[222] Tata Consultancy Services (TCS). Sustainability Report 2025. — Mumbai: TCS, 2025.
[223] Tata Consultancy Services (TCS). Sustainability Report 2025. — Mumbai: TCS, 2025.
[224] Morningstar. Institutional Investor Survey: ESG Factors in Investment Decisions. — Chicago: Morningstar, 2026.
[225] NSE (National Stock Exchange of India). Nifty Indices Performance Report 2025. — Mumbai: NSE, 2026.
[226] Safaricom. Sustainable Business Report 2025. — Nairobi: Safaricom, 2025.
[227] Там же.

потребности сообщества, а именно финансовой изоляции, цифрового неравенства и экологической деградации, что делает их действительно ценными как для государства, так и частных локальных инвесторов. В результате этого компания оказывается одним из лидеров рынка в регионе. В целом данный кейс доказывает, что в незападных странах ESG-интеграция в большей степени определяется локальными потребностями и национальными приоритетами.

Сравнительный анализ рассмотренных корпоративных кейсов в рамках западных и незападных рынков представлен в таблице 20 Приложения 2. Такого рода анализ позволяет определить ключевые фундаментальные различия в природе и факторах, двигателях ESG-интеграции на развитых и развивающихся рынках. Как видно из представленных данных, компании развивающихся рынков имеют более высокие темпы роста доходности (CAGR 15–22%) в сравнении с компаниями развитых рынков (CAGR 8–15% у компаний развитых стран). Это определяется в первую очередь эффектом низкой базы и в целом более высокими темпами экономического роста. В то же время ESG-рейтинги компаний развивающихся стран в среднем ниже (BBB–AA), чем рейтинг компаний развитых стран (AAA–AA). Это указывает на сохранение разрыва по двум направлениям: уровню институциональной зрелости (наличие специализированных ESG-комитетов, интеграция ESG в стратегию, качество внутреннего контроля) и качеству раскрытия нефинансовой информации (полнота, верифицируемость, соответствие международным стандартам – GRI, SASB, ISSB). При этом ключевое различие заключается в природе ESG-двигателей. Для компаний развитых стран ключевым является регуляторное давление и ожидания институциональных инвесторов, а для компаний развивающихся рынков – реальные национальные потребности и приоритеты, а также государственная поддержка.

Рассмотренные примеры показывают, что в условиях развивающихся экономик ESG-модель становится инструментом устойчивого роста не только с точки зрения глобальных стандартов, но и как средство адаптации к локальным

вызовам: социальному неравенству, институциональной нестабильности, экологическим угрозам. В результате ESG перестает быть исключительно западной моделью и превращается в гибкий механизм стратегической устойчивости на глобальном Юге. Анализ особенностей внедрения ESG-подходов в странах с развивающейся экономикой демонстрирует противоречивую и фрагментарную картину. С одной стороны, эти страны обладают объективными барьерами для внедрения устойчивых практик – слабой нормативной базой, низкой прозрачностью корпоративного управления, ограниченным доступом к источникам «зеленого» финансирования и недостаточной зрелостью институтов. С другой стороны, именно в условиях высокой волатильности и институциональной нестабильности ESG-факторы начинают играть ключевую роль в обеспечении долгосрочной устойчивости и репутационной надежности бизнеса.

Примеры локальных инициатив, участие в международных программах устойчивого развития, а также переосмысление ESG в условиях геоэкономических изменений (2022–2024 гг.) свидетельствуют о формировании новой логики адаптации. ESG перестает быть исключительно экспортной нормой и трансформируется в инструмент внутренней устойчивости, национальной конкурентоспособности и инвестиционной стойкости компаний.

Завершая анализ специфики влияния ESG на инвестиционную привлекательность в странах с развивающейся экономикой, необходимо выделить специфические ключевые институциональные, культурно-религиозные и технологические факторы, ее определяющие.

Институциональные факторы на развивающихся рынках характеризуются фрагментарностью и зависимостью от государственной политики. В большинстве развивающихся стран уже действует национальная таксономия устойчивой деятельности, что обуславливает достаточно интенсивный рост объема зеленых инвестиций (в среднем на 27% за 2 года после внедрения таксономии), однако сохраняется слабость правоприменения и по сей день

сохраняется проблема низкой защищенности прав инвесторов, что, в конечном итоге, ограничивает потенциал роста. При этом в контексте ESG-интеграции на рынках развивающихся стран большое значение имеет не только государственная политика и, в целом, формальная институциональная среда, но и культурно-религиозные факторы. Технологические факторы на развивающихся рынках проявляются прежде всего в развитии цифровых платформ для ESG-отчетности и альтернативных каналов финансирования.

К основным барьерам для ESG-интеграции на развивающихся рынках на сегодняшний день можно отнести дефицит качественных ESG-данных, ограниченный доступ к международным ESG-рейтингам, доминирование краткосрочных бизнес-моделей, регуляторную неопределенность, культурные и языковые барьеры IFC[228]. Противоречивым также является феномен «вынужденной ESG-адаптации», что предполагает внедрение компаниями ESG-практик исключительно для сохранения доступа к глобальным цепочкам поставок и международному капиталу. Согласно последним данным до 65–71% компаний-экспортеров на развивающихся рынках начали публиковать ESG-отчетность исключительно по требованию зарубежных покупателей, при этом только 31% из них реально интегрировали ESG в стратегическое управление [229].

В целях формирования системного взгляда на ESG-интеграцию на развивающихся рынках возможно воспользоваться инструментарием SWOT- и TOWS- анализа – таблицы 21 и 22 Приложения 2 соответственно. Как видно из представленных данных, сильные стороны значительно преобладают над слабыми, а возможности намного превышают угрозы, что совокупно указывает на более высокий потенциал роста ESG-интеграции в сравнении с развитыми рынками, однако с более высокими рисками. Ключевыми источниками силы при этом возможно считать высокие темпы роста ESG-активов и эффект

[228] IFC (International Finance Corporation). ESG Data Gap in Emerging Markets. — Washington, D.C.: IFC, 2025.

[229] Asian Development Bank (ADB). ESG Adoption in Southeast Asian Exporters: Drivers and Barriers. — Manila: ADB, 2025; ECLAC (Economic Commission for Latin America and the Caribbean). ESG Reporting Practices in Latin American Exporters. — Santiago: ECLAC, 2025.

«технологического прыжка», а наиболее критичной зоной – дефицит качественных ESG-данных. Основные возможности развития связаны с цифровизацией ESG-аналитики и развитием ESG-сукук.

Таким образом, по итогам проведенного в параграфах 2.1. и 2.2. анализа, следует, что роль ESG-факторов в обеспечении инвестиционной привлекательности компаний значительно варьируется в зависимости от уровня экономического развития, институционального контекста и степени интеграции в глобальные рынки. В странах с развитой экономикой ESG-интеграция носит системный характер, опирается на жесткие регуляторные механизмы, развитую инфраструктуру устойчивого финансирования и высокий уровень корпоративной культуры. ESG в этих странах стал стандартом ответственного ведения бизнеса и инструментом минимизации стратегических рисков.

В странах с развивающейся экономикой ESG-повестка, напротив, носит преимущественно реактивный и эклектичный характер. Ее реализация сдерживается слабостью правовых институтов, ограниченной мотивацией бизнеса и доминированием краткосрочных интересов. Тем не менее, актуальные вызовы – санкции, климатические и социальные риски, давление со стороны международных партнеров – подталкивают компании и государства к поиску адаптивных моделей устойчивого развития. Происходит постепенный переход от формального следования ESG-требованиям к их интеграции в повседневную управленческую практику.

Таким образом, накопленный международный опыт и примеры гибкой адаптации ESG-принципов в странах с различной институциональной зрелостью создают основу для анализа специфики ESG-интеграции в российском контексте.

2.3. Компаративный анализ управления инвестиционной привлекательностью компаний развитых и развивающихся рынков

Инвестиционная привлекательность компании определяется совокупностью финансовых и нефинансовых факторов, влияющих на готовность инвесторов вкладывать капитал. Управление этой привлекательностью предполагает стратегии по повышению прозрачности, улучшению корпоративного управления и использованию факторов ESG. Опираясь на итоги параграфов 2.1 и 2.2, можно сделать вывод, что развитые и развивающиеся рынки имеют существенные различия в таких факторах, особенно в контексте ESG-инвестирования. Тем не менее экологические, социальные и управленческие факторы (ESG) стали неотъемлемой частью стратегии крупных компаний по всему миру вне зависимости от экономической конъюнктуры.

Безусловно, в развитых экономиках ESG является неотъемлемой частью инвестиционного процесса, во многом благодаря зрелым финансовым рынкам, институциональным инвесторам и жесткому регулированию. В то время как в развивающихся странах ESG-инициативы носят более точечный и адаптивный характер, формируясь под воздействием внешних инвесторов, международных стандартов и специфики национальных экономик.

Существенного успеха в развитии ESG-инструментов в развитых странах удалось достичь за счет комплексного подхода, благодаря чему ESG-факторы стали неотъемлемой частью стратегии крупных компаний по всему миру. На развитых рынках практически все лидеры бизнеса интегрируют ESG-принципы: 99% компаний индекса S&P 500 публикуют отчетность об устойчивом развитии (нефинансовые ESG-отчеты) по итогам 2023 года (против 98% годом ранее)[230]. Также стоит отметить жесткую нормативную политику регуляторов, которые стимулируют компании к внедрению инструментов корпоративной

[230] Sustainability Reporting Standards and Frameworks. — 2025. — URL: https://www.thecaq.org/sp-500-and-esg-reporting (дата обращения: 25.08.2025).

устойчивости. Вспомним о жестком нормативном давлении в странах Западной Европы и Японии – например, в ЕС действует Директива по корпоративной устойчивой отчетности (CSRD), а японский пенсионный фонд GPIF [231] еще в 2017 г. включил ESG-индексы (FTSE Blossom Japan и др.) в свою инвестиционную политику. Это привело к тому, что ESG-принципы на развитых рынках стали де-факто стандартом корпоративного управления.

На развивающихся рынках ESG-повестка также набирает силу, хотя внедрение носит более фрагментарный характер. Регуляторы стимулируют раскрытие ESG-информации, однако, как показали итоги предыдущего параграфа, происходит это не системно. В качестве яркого примера можно привести Бразилию, которая еще в далеком 2005 г. запустила индекс корпоративной устойчивости B3[232] (ISE), однако состав его участников сильно менялся из-за добровольного характера ESG-практик – лишь 6 компаний оставались в индексе на всем протяжении 2005–2022 гг., а уровни ESG-оценок заметно флуктуировали[233]. Китай в 2024 г. представил базовые стандарты корпоративного ESG-раскрытия, предполагая добровольное их применение до введения обязательной отчетности к 2026–2030 гг.[234]. Уже принято, что крупнейшие компании, в том числе зарегистрированные за рубежом, должны начать раскрывать показатели устойчивого развития к 2026 г.[235].

В России тренд на ESG обозначился до 2022 г.: Московская биржа совместно с РСПП запустила индексы устойчивого развития («Индекс ответственности и открытости», «Вектор устойчивого развития» и др.), в которые входили компании с лучшими показателями раскрытия информации и

---

[231] GPIF (Government Pension Investment Fund). ESG Investment Report 2024. — Tokyo: GPIF, 2024.
[232] B3. Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE): Performance Report 2025. — São Paulo: B3, 2026.
[233] Evolution and Challenges of Environmental, Social, and Governance Practices. — URL: https://www.mdpi.com/2071-1050/16/15/6531 (дата обращения: 03.06.2025).
[234] China Unveils Its First Set of Basic Standards for Corporate Sustainability (ESG) Disclosure. — URL: https://www.china-briefing.com/news/china-unveils-basic-standards-for-corporate-sustainability-esg-disclosure (дата обращения: 03.06.2025).
[235] Там же.

социальной ответственности. Однако в 2022–2023 гг. ряд компаний выбыл из этих индексов (например, из-за ухода с биржи иностранных эмитентов), и регулятивный фокус сместился на поддержание базовых показателей бизнеса в условиях санкций[236]. Тем не менее, даже на развивающихся рынках растет давление со стороны инвесторов: по глобальным опросам около 80% инвесторов считают, что управление ESG-рисками и возможностями критически важно при выборе объектов для вложений[237]. Таким образом, и в Индии, и в Бразилии, и в Китае, и в России крупные компании ускоренно внедряют ESG-подходы, чтобы соответствовать ожиданиям международных и местных стейкхолдеров. Проанализируем конкретные параметры, которые влияют на рост инвестиционной привлекательности компаний в контексте ESG-инструментов.

В развитых странах традиционно выше уровень раскрытия ESG-информации. По данным Morningstar/Sustainalytics, с 2018 по 2022 годы число компаний, которым присваиваются ESG-рейтинги, росло быстрее в развивающихся экономиках: покрытие в развивающихся странах почти удвоилось, в то время как в развитых увеличилось лишь на 21%[238]. В 2022 г. компании развитых рынков по-прежнему составляли около двух третей от Ratings+[239]. В таблице 23 Приложения 2 приведена информация о количестве компаний, которым был присвоен ESG-рейтинг.

Хотя пробел между развитыми и развивающимися рынками сокращается (за счет резкого роста раскрытия в развивающихся странах), по-прежнему большинство рейтингуемых компаний находится в развитых экономиках. Это говорит о том, что инвесторы могут находить больше доступной информации о

---

[236] Фондовые индексы МосБиржи-РСПП. Итоги 2024 года. — URL: https://www.moex.com (дата обращения: 03.06.2025).
[237] 50 ESG Statistics You Need to Know in 2024. — URL: https://www.keyesg.com/article/50-esg-statistics-you-need-to-know-in-2024 (дата обращения: 03.06.2025).
[238] ESG Risk Around the World-A Comparative Analysis Between Developed and Emerging Countries. — URL: https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2024/03/ESG-Risk-Around-the-World-A-Comparative-Analysis-Between-Developed-and-Emerging-Countries-eBook.pdf (дата обращения: 03.06.2025).
[239] Там же.

ESG-показателях лидеров США и Западной Европы, тогда как в Азии, Латинской Америке и Африке данные пока менее полные.

Важным фактором в пользу развитых рынков выступает и сохранение более высоких показателей ESG-рисков в развивающихся странах. По оценкам Morningstar/Sustainalytics, средний ESG Risk Rating (мера «несанкционированных» ESG-рисков) компаний развивающихся стран всегда был выше, чем у компаний развитых стран [240]. При этом наблюдается тенденция к медленному снижению обоих показателей (см. Рисунок 2). Например, в 2018 г. средний риск в развивающихся рынках был 31,7 (по шкале 0–100), в развитых – 28,6; к 2022 г. эти значения снизились до 29,6 и 25,0 соответственно. Разница в баллах выросла с 3,1 до 4,6, показывая, что компании развивающихся рынков пока отстают в снижении ESG-рисков.

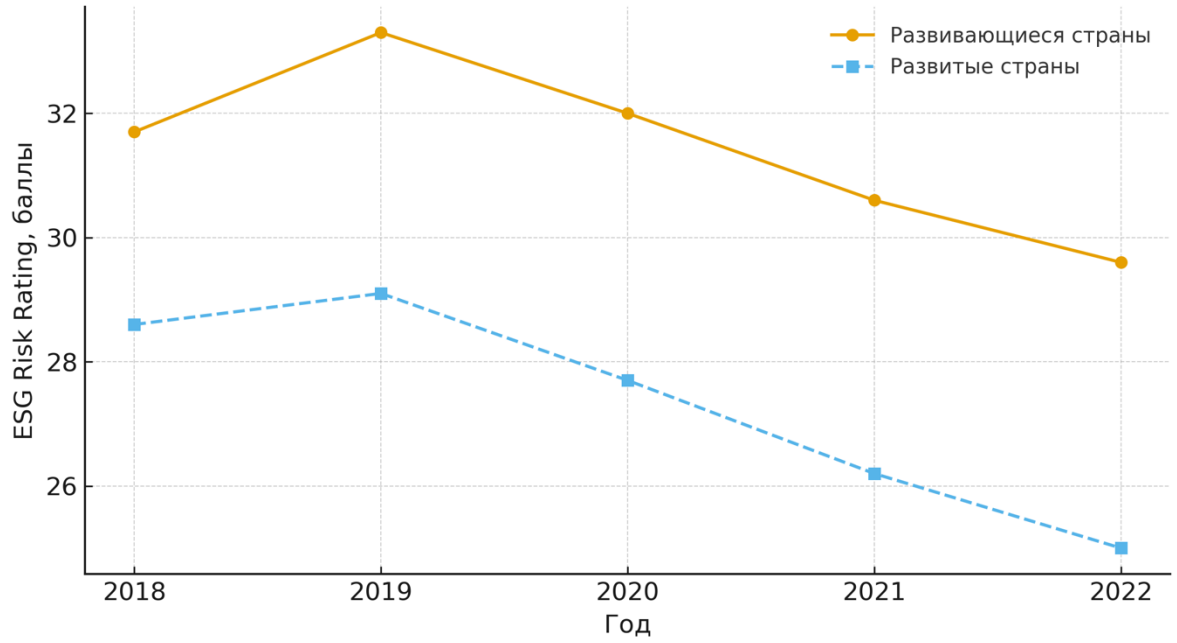


Рисунок 2. Динамика средних значений ESG Risk Rating для развитых и развивающихся стран в 2018–2022 гг.

Источник: составлено автором на основе Morningstar Sustainalytics. ESG Risk Around the World: A Comparative Analysis Between Developed and Emerging Markets. – URL: https://connect.sustainalytics.com/esg-risk-around-the-world (дата обращения: 03.06.2025).

[240] Там же.

Из рисунка 2 видно, что оба региона демонстрируют улучшение (снижение рейтинга), однако разрыв стабильно сохраняется. Это объясняется тем, что в развитых странах регуляции и долгосрочные стратегии устойчивости уже более зрелые, а компании активнее внедряют ESG-менеджмент. В развивающихся экономиках, хотя тенденции также положительные, компании сталкиваются с более высокими «колониальными» экологическими и социальными рисками (интенсивное промышленное развитие, инфраструктурные дефициты и т.д.). В результате, несмотря на то что охват ESG-рейтингов там вырос почти вдвое, сами рейтинги остаются хуже.

Параллельно растет интерес к эффективности ESG-инвестиций. Сравнение фондовых индексов с учетом ESG и без него показывает любопытные особенности. В целом, более чем в половине случаев ESG-ориентированные индексы за период 2013–2022 гг. давали доходность выше, чем классические индексы[241] – рисунок 3. В работе А.О. Володиной и М.Б. Траченко был проведен глубокий анализ доходности 28 глобальных индексов на основе которого были сделаны выводы о том, что инвестирование в ESG-фонды целесообразно как на развитых, так и на развивающихся рынках, поскольку более чем в 50% случаев их доходность превышала доходность традиционных индексов[242].

[241] Доходность ESG-инвестирования на развитых и развивающихся рынках с учетом временного горизонта. — URL: https://gclnk.com/ROzfzFZA (дата обращения: 03.06.2025).
[242] Там же.

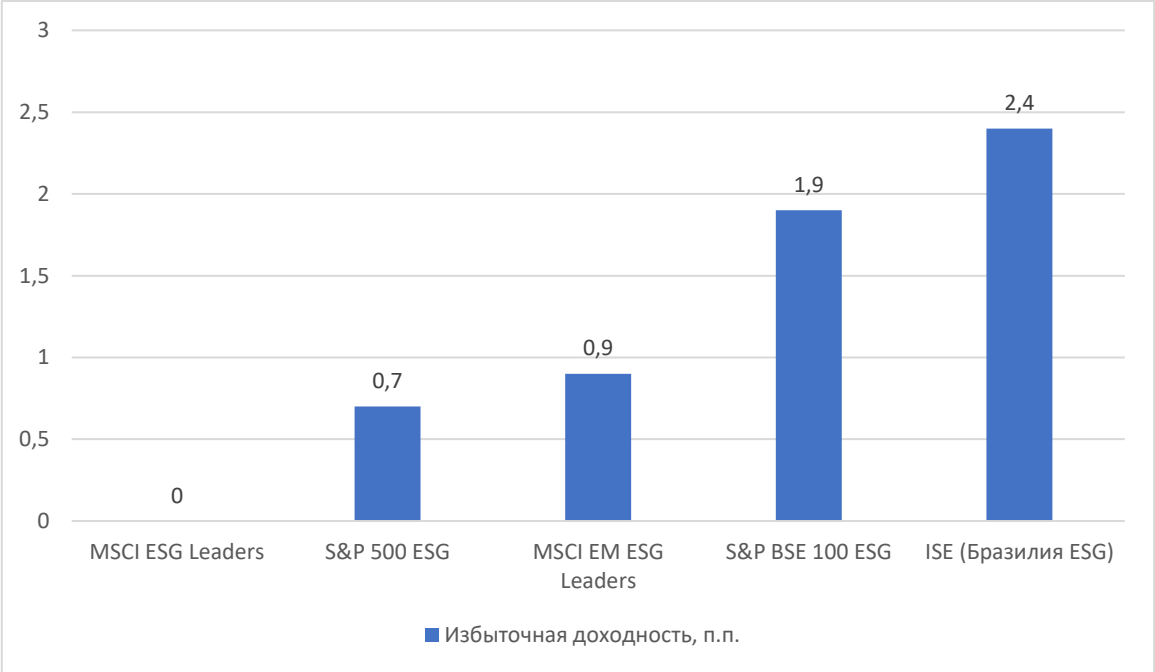


Рисунок 3. Избыточная доходность ESG-индексов над базовыми бенчмарками (п.п.)

Источник: составлено автором

Тем не менее, проведенный эмпирический анализ демонстрирует наличие значительного разрыва в масштабах ESG-интеграции между развитыми и развивающимися рынками. Как упоминалось ранее, глобальный объем ESG-активов претерпел существенную волатильность за счет пересмотра методологии учёта, тем не менее значительная часть капитала по-прежнему аккумулируется в развитых странах, в первую очередь в странах Европы, США и Японии. При этом наблюдается базовое расширение охвата корпоративного раскрытия информации об устойчивом развитии (91% мировой рыночной капитализации в 2024 г.)[243], что, однако не свидетельствует о равномерности институционального развития в разрезе развитых и развивающихся стран. Здесь важно, что практики подтверждения профильной отчетности демонстрируют значительную слабость на развивающихся рынках, особенно в странах АТР, в частности в Индонезии и Вьетнаме, где формальная система подтверждения

[243] OECD. Global Corporate Sustainability Report 2024. — Paris: OECD Publishing, 2024; OECD, 2025. Institutional Investors and ESG: 2025 Update. Paris: OECD Publishing.

ESG-отчётности на сегодняшний день отсутствует[244]. Результаты компаративного анализа институциональных индикаторов ESG-интеграции на развитых и развивающихся рынка представлены в таблице 24 Приложения 2. Как видно из представленных данных, сохраняются значительные разрывы в рамках большинства индикаторов, при этом наиболее критическое отставание наблюдается по объему ESG-активов и рынку зеленых облигаций. В то же время значительная часть развивающихся рынков активно формирует регуляторную инфраструктуру ESG-раскрытия (Индия, Бразилия, Китай), что создает потенциал для сокращения разрыва в среднесрочной перспективе.

Результаты сравнительной оценки эффективности ESG-индексов и стандартных индексов в развитых и развивающихся странах представлены в таблице 25 Приложения 2 и на рисунках 4 и 5.

Как видно из представленных данных, в рамках обоих типах рынков ESG-индексы демонстрируют сопоставимую или более высокую доходность и меньшую волатильность. При этом для развивающихся рынков характерна более низкая абсолютная доходность ESG-индексов, что связано с наличием более высоких макроэкономических и политических рисков. В то же время избыточная доходность ESG-индексов над бенчмарками на развивающихся рынках значительно выше. Такого рода тенденции подтверждают, что ESG-интеграция создает добавленную стоимость и реальную экономическую ценность для инвесторов на обоих типах рынков.

[244] OECD. The Sustainability Disclosure Ecosystem: Board Responsibility and Sustainability-Related Disclosure in Asia. — Paris: OECD Publishing, 2025. — URL: https://www.oecd.org/en/publications/board-responsibility-and-sustainability-related-disclosure-in-asia_8d2672e7-en/full-report/component-4.html (дата обращения: 03.06.2025).

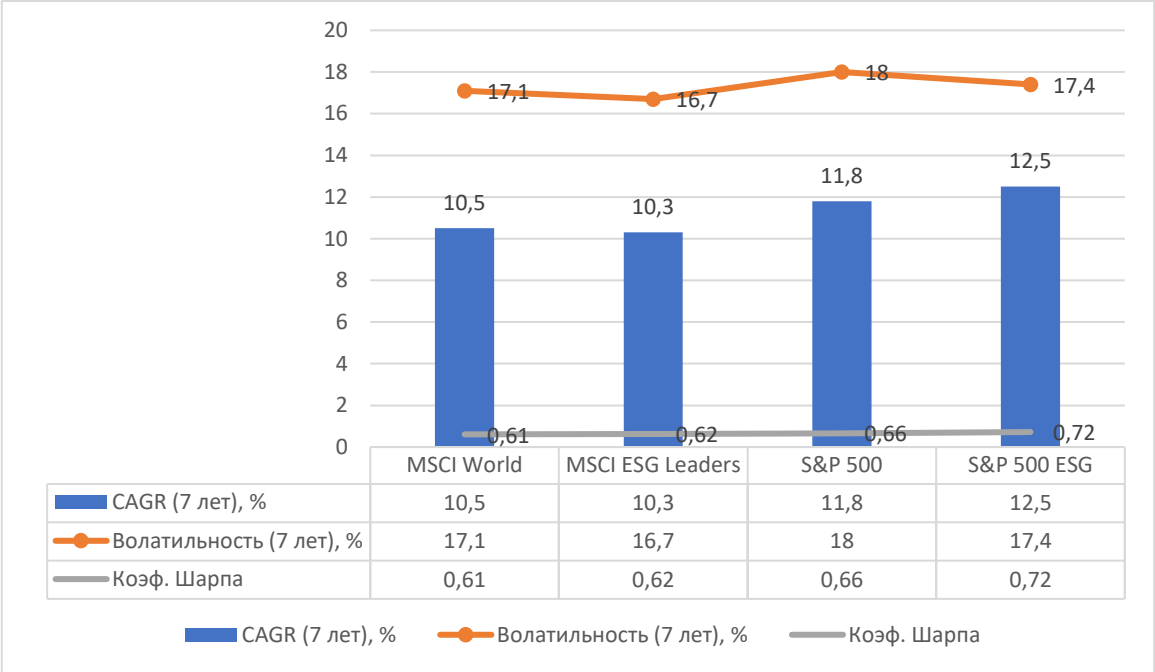


Рисунок 4. Эффективность ESG-индексов на развитых рынках (2019–2025)

Источник: составлено автором

Рассмотрим эффективность ESG-индексов на развивающихся рынках

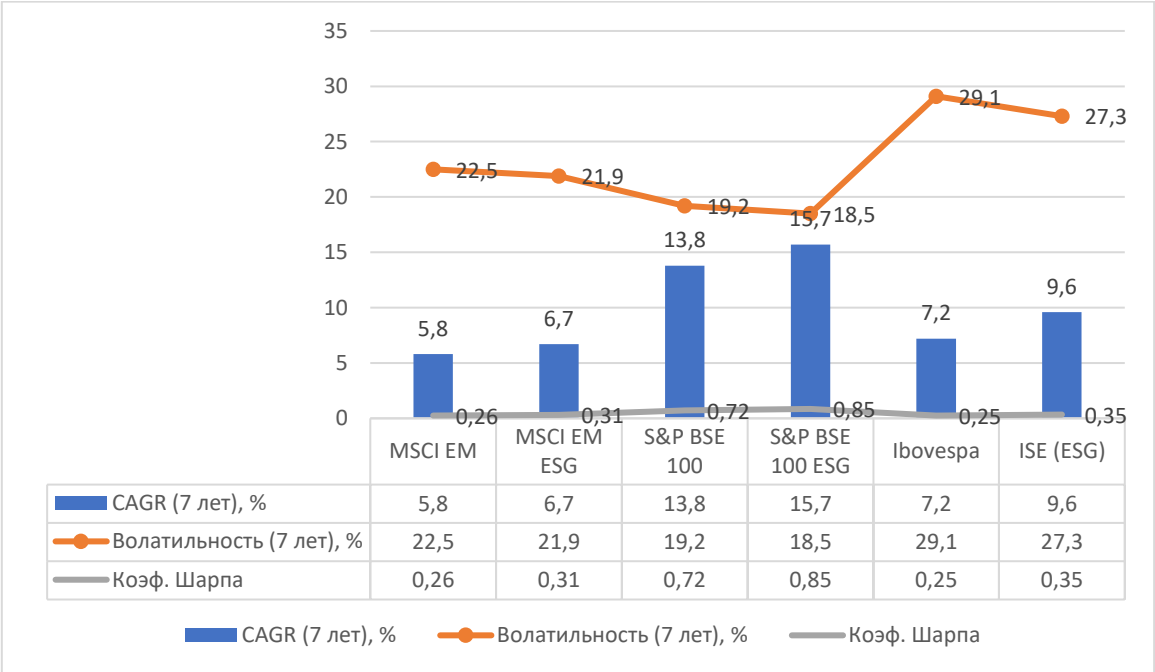


Рисунок 5. Эффективность ESG-индексов на развивающихся рынках (2019–2025)

Источник: составлено автором

Таким образом, на глобальном уровне предпочтения инвесторов в отношении ESG снижают стоимость капитала для фирм в международном контексте. Однако сами механизмы создания добавленной стоимости различны. На развитых рынках ключевое значение играет снижение риска (меньшая волатильность) и как следствие более низкая стоимость финансирования, а на развивающихся рынках – более высокая доходность, обеспечиваемая эффектом отбора более качественных и устойчивых компаний в условиях менее эффективных рынков. При этом в развитых странах высокие компоненты Governance и частично Environmental оказывают наиболее сильное влияние, в то время как социальные факторы демонстрируют более слабые и статистически незначимые эффекты, а в развивающихся – наоборот, приоритет имеют экологические и социальные факторы. Более того, более высокие ESG-оценки как в развитых, так и развивающихся странах значительно снижают стоимость собственного капитала, причем качество национального управления и налоговые платежи играют модерирующую роль.

Также необходимо отметить, что помимо доходности и волатильности, ESG влияет на инвестиционную привлекательность через стоимость капитала. Так, на развитых рынках, то есть в странах преимущественно с рыночной моделью ESG-интеграции с государственным участием высокое качество Governance обуславливает снижение стоимости как собственного, так и заемного капитала[245]. В то же время влияние экологических и социальных факторов на стоимость капитала в некоторой степени ограничено и опосредовано. По сути, эффект «зеленой премии» на развитых рынках, достигавший 28 б.п., связан с высоким уровнем доверия к верифицированной отчетности и жесткой регуляторной среде. Однако в развивающихся странах, в особенности в странах с моделью ESG-интеграции с ключевой инициативной ролью государства,

[245] MDPI. ESG Ratings and Cost of Capital: Evidence from S&P 500 // Journal of Risk and Financial Management. — 2024; MDPI. ESG Disclosure and WACC in Banks and Fintech Firms // Journal of Risk and Financial Management. — 2026.

большее значение на современном этапе имеют Environmental и/или Social компоненты, подкрепленные государственной политикой.

Логика влияния здесь оказывается завязана на повышении в результате высокой эффективности в рамках направления доступности льготного финансирования через государственные банки развития и прямого субсидирования и, как следствие, снижении WACC. При этом в целом в развивающихся странах более высокие ESG-оценки значительно снижают стоимость собственного капитала, однако именно качество государственного управления и институциональной среды страны играет модерирующую роль. Таким образом, возможно заключить, что в основе влияния ESG на инвестиционную привлекательность компаний на развитых и развивающихся рынках лежит разная логика и механизмы. Так, на развитых рынках снижение стоимости капитала на фоне ESG-политики компании базируется на зрелости институтов и доверии к данным, а на развивающихся – является производной от государственного участия и способности компании соответствовать национальным приоритетам.

Эмпирическим подтверждением различной эффективности ESG-интеграции на двух типах рынков служит сравнительных анализ доходности ESG-индексов и классических бенчмарков. Более чем в половине случаев ESG-ориентированные индексы за период 2013–2022 гг. давали доходность выше, чем классические индексы[246]. В работе А.О. Володиной и М.Б. Траченко был проведен глубокий анализ доходности 28 глобальных индексов на основе которого были сделаны выводы о том, что инвестирование в ESG-фонды целесообразно как на развитых, так и на развивающихся рынках, поскольку более чем в 50% случаев их доходность превышала доходность традиционных индексов[247]. Динамика доходности же глобальных индексов за период 2013–2022 гг. позволяет выделить ряд устойчивых тенденций. Мировые фондовые

[246] Доходность ESG-инвестирования на развитых и развивающихся рынках с учетом временного горизонта. — URL: https://gclnk.com/ROzfzFZA (дата обращения: 03.06.2025).
[247] Там же.

рынки продемонстрировали положительный рост: на годовом горизонте средняя доходность составляла около 5–6%, на двухлетнем – порядка 13%, на трехлетнем – 20–21%, а на пятилетнем – около 28%. Однако при этом заметна существенная разница между развитыми и развивающимися странами. Если на развитых рынках рост был стабильным и относительно предсказуемым, то на развивающихся рынках отмечалась гораздо более высокая волатильность и периоды длительного спада, что отражается в более низких совокупных доходностях.

Также необходимо отметить, что наблюдаются расхождения между провайдерами ESG-рейтингов. Корреляция между ESG-рейтингами крупнейших агентств не превышает в среднем 0,53[248]. При этом существует значимая корреляция между расхождением рейтингов и повышенной синхронностью доходности акций. Такого рода эффект по сути ограничивает интеграцию фирменной информации в цены. Особо ярко данная проблема проявлена на развивающихся рынках. Более того, в их рамках она дополняется методологической предвзятостью, что выражается в применении глобальными ESG-провайдерами западных бенчмарков в сфере, не учитывающих национальные приоритеты компаний из развивающихся стран.

Несмотря на наличие расхождений, динамика ESG-индексов все же показывает, что их доходность в среднем не уступает, а зачастую и превосходит результаты традиционных индексов. Так, на однолетнем горизонте большинство ESG-ориентированных глобальных индексов показали доходность выше базовых индексов: в 40–50% случаев (для S&P Global 1200 ESG, S&P Global LargeMidCap ESG и S&P Developed LargeMidCap ESG). На двухлетнем интервале ESG-версии в среднем обгоняли фондовые индексы в 56% случаев, а на трехлетнем – примерно в 63%. Это подтверждает гипотезу о том, что включение ESG-критериев способствует формированию более устойчивых

[248] Berg F., Kölbel J. F., Rigobon R. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings // Review of Finance. — 2022. — № 26(6). — P. 1315–1344.

портфелей, которые лучше переживают кризисные периоды и быстрее восстанавливаются.

Особый интерес вызывает сравнительный анализ развитых и развивающихся рынков. Для развитых стран применение ESG-фильтрации в 44% случаев позволяло получить результат выше классических индексов, тогда как для развивающихся стран этот показатель был заметно ниже – около 30%. Это указывает на различие в структуре рынков: если на развитых площадках ESG-факторы уже встроены в корпоративное управление и стратегию роста, то в развивающихся экономиках влияние ESG на доходность пока менее выражено и проявляется не так стабильно. Более того, на горизонте до двух лет для развивающихся стран наблюдается обратная тенденция: ESG-инструменты в ряде случаев показывают худшую динамику по сравнению с классическими индексами. Наиболее убедительные результаты ESG-индексы демонстрируют на долгосрочном горизонте – три и пять лет. За этот период доходности ESG-версий глобальных и развитых индексов в 50–67% случаев превышают результаты обычных индексов, что делает их использование целесообразным в стратегическом портфельном управлении. Исключение составляют развивающиеся рынки, где из-за структурных рисков и недостаточной зрелости корпоративных практик ESG-подход пока не обеспечивает системного преимущества.

Для большей детализации рассмотрим динамику ESG-индексов развитых и развивающихся стран. Данные о динамике классических и ESG-индексов США приведены в таблице 26 Приложения 2.

Сравнительный анализ кумулятивной трехлетней доходности фондовых индексов США, как классических, так и ESG-ориентированных, позволяет выявить устойчивые закономерности. На протяжении рассматриваемого периода ESG-версии индексов крупных компаний демонстрировали преимущество перед их традиционными аналогами. Так, в 2018–2020 гг. S&P 500 ESG показал доходность 45,1% против 42,2% у базового индекса, а в 2019–2021 гг. разрыв

увеличился до 76,8% против 71,9%. Даже в условиях макроэкономической нестабильности и высокой волатильности в 2022–2024 гг. ESG-ориентированные компании сумели сохранить относительное превосходство (30,7% против 29,3%). Это свидетельствует о том, что включение ESG-критериев способствует дополнительной устойчивости, не снижая при этом общей эффективности инвестиций.

Схожая динамика наблюдается и в сегменте компаний средней капитализации. В 2018–2020 гг. индекс S&P MidCap 400 ESG превзошел традиционный показатель на 2,3 п.п., а в 2020–2022 гг. разрыв составил почти 4 п.п. Хотя данные за 2022–2024 гг. пока неполные, общая тенденция указывает на то, что ESG-интеграция формирует более сбалансированный профиль доходности даже в сегментах рынка, подверженных повышенной волатильности и риску ликвидности.

Особенно значительные различия выявлены в сфере малой капитализации. Здесь эффект «ESG-премии» проявляется наиболее ярко. Так, за период 2022–2024 гг. доходность индекса S&P SmallCap 600 ESG составила 27,2%, тогда как классический индекс показал лишь 5,8%. Схожие результаты отражают данные по MSCI USA Small Cap и MSCI USA Small Cap ESG Leaders: за 2020–2022 гг. ESG-индекс превысил базовый на 4,7 п.п. Такой разрыв свидетельствует о том, что ESG-фильтрация в малом бизнесе эффективно отсеивает слабые и уязвимые компании, оставляя в составе индекса компании с более устойчивыми финансовыми характеристиками и качественным корпоративным управлением.

В совокупности результаты за 2018–2024 гг. демонстрируют, что интеграция ESG-критериев в американские фондовые индексы связана с равными либо более высокими показателями доходности по сравнению с традиционными ориентирами. Для сегмента крупных компаний этот эффект проявляется умеренно, подтверждая устойчивость долгосрочных стратегий, тогда как в сегменте малой капитализации ESG-подход обеспечивает существенное преимущество, снижая риски и повышая инвестиционную

привлекательность. Таким образом, ESG-факторы выступают не только как элемент устойчивого и ответственного инвестирования, но и как практический инструмент финансового менеджмента, способный усиливать конкурентные преимущества компаний и инвестиционных портфелей в условиях неопределенности.

Анализ динамики доходности трехлетних интервалов для индексов Азиатско-Тихоокеанского региона, Китая и Индии таблица 27 показывает существенные различия между отдельными странами и регионами. В Китае наблюдается устойчивая отрицательная динамика: за период 2021–2023 гг. снижение составило порядка 30% по MSCI China Standard Large MidCap и почти столько же по его ESG-версии, а в 2022–2024 гг. падение замедлилось, но также осталось в отрицательной зоне. Это отражает общие структурные проблемы китайской экономики, в том числе замедление роста ВВП, кризис в секторе недвижимости и усиление государственного регулирования, что в совокупности оказывает давление на фондовый рынок. Тем не менее, при отрицательной динамике ESG-индекс слегка смягчил глубину падения в сравнении с классическим индексом.

Азиатско-Тихоокеанский регион в целом показывает более сбалансированную картину. Если в 2021–2023 гг. доходности индексов оставались отрицательными, то в последующем трехлетнем периоде 2022–2024 гг. удалось выйти на уровень, близкий к нулю или небольшой положительной динамике. При этом ESG-версии индексов для развитых рынков региона оказались более устойчивыми, сумев показать прирост, тогда как базовые индексы колебались около нулевых значений. Это подтверждает роль ESG-критериев как инструмента сглаживания рыночных рисков в условиях нестабильной макроэкономической среды.

Таблица 2.6. Сравнение доходностей индексов Азиатско-Тихоокеанского региона, Китая и Индии с учётом и без учёта ESG

Индекс/Период анализа	S&P Asia Pacific Large MidCap, %	S&P Asia Pacific Developed Large MidCap ESG, %	S&P Asia Pacific Emerging Large MidCap ESG, %	MSCI China Standard Large MidCap, %	MSCI China ESG Universal Standard Large MidCap, %	S&P BSE 100, %	S&P BSE 100 ESG, %
3 года (2018-2020)	15,1	15,2	18,0	28,0	29,8	31,2	37,2
3 года (2019-2021)	30,5	33,5	28,3	16,9	21,0	52,6	59,7
3 года (2020-2022)	−2,1	0,9	−7,3	−8,6	−6,9	48,5	54,2
3 года (2021-2023)	−7,5	−2,8	−13,8	−30,8	−28,9	50,0	54,2
3 года (2022-2024)	0,8	4,3	−5,9	−8,2	−7,2	36,4	39,1

Источник: составлено автором на основе исследований Володиной А. О., Траченко М. Б. Доходность ESG-инвестирования на развитых и развивающихся рынках с учётом временного горизонта // Финансовый журнал. – 2023. – Т. 15, № 2. – С. 59–73. – URL: https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-2-59-73 (дата обращения: 03.05.2026).

Совершенно иной характер демонстрируют индийские индексы. Индия стала лидером по темпам роста, обеспечив кумулятивную доходность порядка 50% за 2021–2023 гг. и свыше 36% за 2022–2024 гг. При этом ESG-версия индекса S&P BSE 100 стабильно показывала более высокие результаты, чем классический вариант, что связано с устойчивостью индийской экономики, высоким внутренним спросом и возрастающей привлекательностью индийского рынка для международных инвесторов. В условиях снижения инвестиционной привлекательности Китая именно Индия во многом стала альтернативным направлением для перераспределения глобального капитала, что усилило положительный эффект и для ESG-ориентированных стратегий.

Таким образом, сравнительный анализ индексов региона подтверждает неоднородность развития: если Китай остается зоной повышенных рисков и отрицательной доходности, а Азиатско-Тихоокеанский регион в целом демонстрирует лишь умеренную стабилизацию, то индийский рынок выделяется устойчивым ростом и наличием заметного «ESG-премиума». Это подчеркивает, что эффективность ESG-инвестирования зависит не только от самого подхода, но и от макроэкономического и институционального контекста отдельных стран.

Другим важным аспектом развития ESG инвестирования является устойчивость ESG-индексов к политическим и экономическим неопределенностям. Настоящим стресс-тестом для ESG индексов стал промежуток 2022–2024 гг. В 2022 г. мировые фондовые индексы пережили резкое падение на фоне геополитических и макроэкономических шоков (военный конфликт, всплеск инфляции и т.д.). Для ESG-индексов это стало проверкой на прочность: ранее, в 2013–2021 гг., устойчивые индексы зачастую опережали обычные, но в 2022-м г. ситуация изменилась[249]. Рост цен на нефть и газ и приоритезация сырьевых компаний привели к тому, что ESG-индексы с их низкой долей нефтегаза и высокой долей ИТ-сектора отстали от бенчмарков[250].

В России основной индекс МосБиржи рухнул на –43% в 2022 г., тогда как индекс «Вектор устойчивого развития» (МосБиржа-РСПП) просел несколько меньше – на –35%, отчасти из-за отсутствия в нем наиболее пострадавших нефтегазовых гигантов[251]. Уровни падения ESG-индексов подтверждают, что ESG-инвестирование не застраховано от убытков, но и не усугубляет, а зачастую наоборот показывают лучшие значения.

2023 год стал годом мощного восстановления рынков, особенно за счет технологических компаний. Для ESG-фондов это обернулось опережающим

---

[249] ESG Indexes Lifted by Carbon Efficient Firms but Underperformed. — URL: https://www.msci.com/research-and-insights/blog-post/esg-indexes-lifted-by-carbon-efficient-firms-but-underperformed (дата обращения: 03.06.2025).

[250] Там же.

[251] Фондовые индексы МосБиржи-РСПП. — URL: https://www.moex.com (дата обращения: 03.06.2025).

ростом: индекс S&P 500 ESG взлетел почти на +28% за год, превысив доходность традиционного S&P 500 близкого к +16–20% с учетом дивидендов[252]. Эффект объясняется тем, что ESG-индексы были недоинвестированы в энергосектор, который в 2023-м году стагнировал из-за снижения цен на сырье, и одновременно концентрировались в IT и коммуникациях, где несколько крупнейших компаний продемонстрировали рывок капитализации[253].

В 2024 г. тенденция к сближению доходностей ESG и традиционных инвестиций продолжилась. На развитых рынках сохранился умеренный рост: ESG-индексы демонстрировали почти идентичный рост с бенчмарками, однако во второй половине 2024 года рост сменился волатильностью из-за ужесточения монетарной политики и геополитических рисков.

Примечательно поведение российского рынка: после бурного отскока 2023 г. – индекс МосБиржи +44%, «Вектор устойчивого развития» +34% в 2024 г. российские акции снова просели (индекс МосБиржи –17%, данные на декабрь 2024 г.)[254]. При этом чистый отток средств из российских ESG-фондов ускорился – совокупная стоимость чистых активов ESG-пайевых фондов РФ за 2024 г. упала на 27% (в рублях), что выше просадки бенчмарков[255]. Это говорит о том, что в периоды нестабильности инвесторы склонны временно смещать фокус с ESG, выводя капиталы из устойчивых стратегий быстрее, чем сокращается рынок в целом. Тем не менее, долгосрочные исследования подтверждают, что ESG-интеграция не приносит ущерба финансовой эффективности.

Переходя к содержательному компаративному анализу практического управления инвестиционной привлекательностью в разрезе ESG-проблематики

---

[252] S&P ESG Index Performance. — URL: https://ycharts.com/indices/%5ESPXESG#:~:text=19.79 (дата обращения: 03.06.2025).

[253] MSCI ESG and Climate in Focus: 2023 Index Performance Review. — URL: https://www.msci.com/research-and-insights/blog-post/esg-and-climate-in-focus-2023-index-performance-review (дата обращения: 03.06.2025).

[254] Доходность индексов устойчивого развития за 5 лет. — URL: https://www.msci.com (дата обращения: 03.06.2025).

[255] Там же.

в развитых и развивающихся странах, возможно сформировать следующую матрицу сравнительных характеристик моделей ESG-интеграции – таблица 28 Приложения 2. Как видно из представленных данных, рассмотренные модели имеют критические различия по таким параметрам, как роль государства, институциональная зрелость и значимость культурно-религиозных факторов. В то же время в рамках обеих моделей наблюдается генерация положительной избыточной доходности для инвесторов, но посредством разных по своей сути механизмов.

Углубляя понимание сущности данных моделей управления инвестиционной привлекательностью, а также определяя ключевые векторы развития каждой из них, возможно представить также следующую таблицу – таблица 29 Приложения 2. Как видно из этих данных, рыночная модель ESG-интеграции с государственным участием, представленная преимущественно развитыми рынками, является эволюционной и децентрализованной, сложившейся органически на основе спроса со стороны институциональных инвесторов с целью снижения долгосрочных рисков. В таких условиях национальные регуляторы выполняют функцию кодификатора и «арбитра» сложившихся лучших практик бизнеса, также параллельно закрепляя их в обязательных нормах. Такой контекст порождает взгляд на управление инвестиционной привлекательностью в первую очередь как на управление репутацией и рисками, тесно связанный с демонстрацией прозрачности и качества корпоративного управления в целях получения рыночной премии в виде снижения стоимости капитала.

В то же время модель ESG-интеграции с ключевой инициативной ролью государства, представленная преимущественно на развивающихся рынках по своей природе директивна и централизована и не оформляет, а создает новые сложившиеся рыночные практики в сфере. Государство в таких условиях является «архитектором» и «инвестором первой инстанции», стимулируя переход бизнеса к устойчивому развитию. Управление инвестиционной

привлекательностью в таком контексте представляет собой в первую очередь управление соответствием государственным приоритетам и доступом к административному и финансовому ресурсу, в результате чего особый приоритет имеют экологические и социальные факторы.

Таким образом, фундаментальное различие моделей сводится, по сути, к источнику легитимности ESG-инвестиций. Так, в развитых странах легитимность обеспечена рынком и верифицируется независимыми данными и агентствами, а в развивающихся странах – государством и подтверждается включённостью в стратегические национальные проекты.

Фундаментальными сходствами моделей при этом можно считать наличие прямой связи между нефинансовыми факторами и долгосрочной стоимостью бизнеса, а также использование ESG-интеграции как механизма снижения системных рисков (климатических, социальных, регуляторных). Более того, обе модели развиваются в направлении объективного сближения под влиянием цифровой трансформации, так как цифровые технологии, в первую очередь технологии распределенного реестра и AI, размывают грань между «формальным» и «неформальным» контролем, обеспечивая возникновение единых глобальных стандартов верификации данных. В таком контексте возможно ожидать не просто конвергенции, а гибридизации моделей, в результате чего на смену чистым типам придёт «технолого-институциональная» модель, основанная на подкрепленном автоматизированным контролем доверии.

Углубляя анализ специфики влияния ESG на инвестиционную привлекательность в странах с развитой и развивающейся экономикой, необходимо выделить различия в системах институциональных, культурно-религиозных и технологических факторов, определяющих разность моделей и их динамики в категориях.

Во-первых, критическое значение имеет различие в степени развитости и формализации, а также устойчивости институциональной среды. Для развитых рынков характерна более стабильная и в то же время жесткая регуляторная среда

и наличие эффективных формализованных механизмов контроля и принуждения. В то же время институциональная среда на развивающихся рынках чаще всего фрагментарна, не в полной мере формализована и не предусматривает в полной степени эффективных механизмов контроля и принуждения.

Однако в последние годы наблюдается постепенное сближение (хотя бы на формальном уровне – то есть нормативно-правовой базы, пусть и без инструментария обеспечения) среди развивающихся и развитых стран. В то же время сохраняется высокий уровень национальной специфичности институциональных подходов в этой сфере. Так, одним из проявлений этого возможно считать не просто сохранение, но и усиление тенденций на интеграцию культурно-религиозных факторов в бизнес-среду, в том числе в контексте инвестиционной привлекательности, что во многом связано с базовым переходом мировой экономики от активной глобализации к фрагментации. Базовые примеры проявления данного тренда рассмотрены в предыдущих частях исследования (напр., исламские финансы). В то же время необходимо отметить, что в эпоху SHIVA-мира и дальнейшего развития общества метамодерна, для которого характерны базовое стремление к поиску и конструированию смыслов, приоритет ценностей и высокий уровень личной вовлеченности и участия, культурно-религиозные аспекты инвестиционной привлекательности как своего рода психологический инструмент снижения тревоги и удовлетворения потребностей более высокого уровня также получает активной развитие и масштабное распространение и на развитых рынках.

С формальной точки зрения это проявляется чаще всего в специализированных этических индексах (например, индекс Банка Ватикана для католических инвесторов), что, в конечном итоге, все же не оказывает системного влияния на финансовый рынок.

Во-вторых, большое значение имеют технологические факторы. Так, именно они выступают основным двигателем трансформации инвестиционной

привлекательности, особенно в развитых странах. В частности, цифровые инструменты оказывают значительное положительное влияние на ESG-показатели компаний. Так, цифровой кредит снижает порог финансирования зеленых проектов, а интеллектуальные системы контроля рисков идентифицируют ESG-риски[256]. Более того, цифровые инструменты позволяют осуществлять более точный контроль за деятельностью бизнеса, в связи с чем обеспечивают снижение риска гринвошинга, что положительно влияет на репутацию компании на рынке капитала.

Также важно, что цифровая трансформация положительно модерирует влияние ESG на смягчение финансовых ограничений, тем самым повышая совокупную факторную производительность[257]. При этом важно, что если на современном этапе в разрезе технологических инноваций для развитых рынков большее значение имеют такие аспекты, как цифровизация ESG-отчетности и контроля, а также AI-скоринг, то для развивающихся – в целом прорывные технологии, ориентированные на повышение эффективности управления ESG-рисками уже являются важным результатом. Также необходимо отметить, что на развивающихся рынках все более распространенным становится эффект «технологического прыжка», в связи с чем возникает значимая возможность сократить разрыв между развитыми и развивающимися рынками в области ESG-интеграции в контексте инвестиционной привлекательности. Сравнительный анализ ключевых технологических решений в ESG-финансировании на развитых и развивающихся рынках представлен в таблице 30 Приложения 2. Как видно из представленных данных, по ряду направлений развивающиеся рынки демонстрируют крайне выраженный потенциал с точки зрения сокращения разрыва в ESG-интеграции с развитыми странами. В то же время реализация данного потенциала невозможна без целенаправленной государственной

[256] ScienceDirect. Digital Intelligence Finance and Corporate ESG Performance // Finance Research Letters. — 2025.
[257] RePEc. Digitalization and ESG: Moderating Financial Constraints // RePEc Working Paper. — 2025.

политики, включающей в себя в том числе развитие практики регуляторных песочниц, стандартизацию данных и повышение цифровой грамотности.

Здесь также важно отметить, что цифровая трансформация в целом оказывает значимое влияние на подходы к управлению инвестиционной привлекательностью компаний, переводя их из плоскости статичной отчетности в сферу динамического и верифицируемого управления. Если в рамках классической модели ESG-профиль бизнеса формировался с опорой на ежегодные, часто субъективные данные, то благодаря цифровым технологиям акцент сместился на непрерывный мониторинг и автоматическую верификацию, часто со сквозным доступом в режиме реального времени. Системы AI-скоринга и Big data позволяют инвесторам в реальном времени оценивать ESG-риски и возможности на основе широкого спектра объективных данных, обеспечивая тем самым снижение информационной асимметрии. В результате этого ESG превращается из простой комплаенс-функции в комплексный стратегический инструмент управления стоимостью и риском бизнеса. Более того, интеграция в систему зеленого финансирования смарт-контрактов и цифровых валют центральных банков создает механизм автоматического подтверждения целевого использования средств и выполнения ESG-ковенант, что напрямую и предсказуемо снижает стоимость капитала и риски. Также важно, что DeFi и краудфандинговые платформы демократизируют доступ к устойчивым инвестициям, что особенно актуально для компаний из развивающихся стран.

Резюмируя, можно сказать, что цифровая трансформация обуславливает переход к автоматизированному управлению инвестиционной привлекательностью на основе измеримых фактических ESG-результатов с помощью искусственного интеллекта, что приводит к динамическому прямому изменению стоимости капитала.

Необходимо отметить, что в рамках ряда направлений цифровой трансформации, а именно CBDC, мобильные платформы, интеграция с государственными банками, для развивающихся рынков свойственен более

высокий уровень внедрения, так как отсутствие устаревшей инфраструктуры создает условия для более быстрого внедрения передовых решений. Так, например, в Китае уже сегодня e-CNY используется для адресного «зеленого» финансирования, что улучшает ESG-показатели листингованных компаний через усиление достоверного комплаенса, оптимизацию доверенной координации и развитие кредитования на основе данных[258]. В Гонконге же выпущены мультивалютные цифровые зеленые облигации на сумму порядка 1,28 млрд долл. США с возможностью расчетов в e-HKD и e-CNY[259].

С точки зрения AI-скоринга развивающиеся рынки также в ряде случаев опережают развитые. Так, RAEX Europe с 2026 г. реализует проект по разработке AI-управляемой ESG-аналитики для развивающихся рынков и Глобального Юга, ориентированный на более точный и комплексный учет локальной специфики при снижении системных предубеждений в целях выявления подлинно устойчивых инвестиционных возможностей[260]. В Малайзии AI-инструменты используются для цифрового скрининга на соответствие шариату и ESG-критериям.

Блокчейн и DeFi также создают новые возможности для ESG-финансирования как на развитых, так и на развивающихся рынках, что связано в первую очередь с ролью в обеспечении роста прозрачности и инклюзии в сфере устойчивого финансирования, а также управления рисками. (Discover Sustainability, 2025). Более того, активно развиваются такие инструменты, как «зеленые» биткоины-ETF, объединяющие биткоин с углеродными кредитами в целях привлечения ESG-ориентированных институциональных инвесторов (Edgen, 2026), а также в целом проводится тестирование токенизации углеродных кредитов для развития зеленого финансирования (Foresight News, 2026). Особый интерес представляют также проекты ReFi, использующие

---

[258] ScienceDirect. Digital Intelligence Finance and Corporate ESG Performance // Finance Research Letters. — 2025.
[259] ESG News. Hong Kong Issues $1.28 Billion Digital Green Bonds // ESG News. — 2025.
[260] RAEX Europe. AI-Driven ESG Analytics for Emerging Markets. — Frankfurt: RAEX Europe, 2026.

блокчейн и смарт-контракты для финансирования восстановления лесов, инициатив по чистой воде и защиты биоразнообразия. При этом современная статистика (более 12 000 транзакций ежемесячно по выводу из обращения углеродных кредитов только через Carbonmark в 2025 г.) указывает на то, что происходит закрепление ончейн-финансирования на современном рынке капитала.

Большое значение имеют и краудфандинговые платформы как канал привлечения капитала в устойчивые проекты на обоих типах рынков. Так, платформа Goparity привлекла более 55 млн евро через 420 краудфандинговых кампаний по всему миру в контексте импакт-инвестирования[261]. Платформа CapShift же мобилизовала 530 млн долл. США на социальные и экологические проекты[262].

В целях более комплексного и системного сопоставления рассмотренных движущих сил, влияющих на инвестиционную привлекательность в рамках развитых и развивающихся рынков, возможно сформировать следующую сравнительную таблицу факторов, учитывающую значимость и характер их влияния в разрезе каждого из типов рынков – таблица 31 Приложения 2.

Как видно из представленных данных, в контексте развитых стран наибольшее влияние оказывают институциональные факторы, что связано с формированием за их счет предсказуемой среды, а в контексте развивающихся – технологические, что связано с возможностью преодоления за их счет институциональных барьеров, а также культурно-религиозные как определяющие уникальную структуру и динамику рынка. Здесь важно, что именно повышенное значение технологических и культурных факторов при базовой институциональной слабости обуславливает существование специфических, наиболее перспективных возможностей для быстрого роста, создавая при этом специфические повышенные риски.

---

[261] Goparity. Acquisition of Bolsa Social: Consolidating Iberian Leadership in Impact Investing. — Lisbon: Goparity, 2026.
[262] CapShift. Impact Investing Platform: Annual Report 2025. — Boston: CapShift, 2025.

Важно отметить, что все рассмотренные факторы в своем сочетании создают в ряде случаев определенные противоречия и обуславливают рост неопределенности в финансовой системе. В то же время при правильной интеграции, в первую очередь с активным участием государства, за счет такого рода интеграции оказывается возможным достичь значимых результатов. В качестве наиболее показательного кейса здесь возможно рассматривать сочетание исламских финансов и криптовалют в Бахрейне. В 2025 г. Центральный банк Бахрейна (CBB) ввел новую регуляторную рамку для управления операциями стейблкоинов, соответствующую логике интеграции цифровых активов в финансовую систему при обеспечении этического надзора, включая шариатский комплаенс и защиту инвесторов[263]. Был внедрен AI-движок шариатского комплаенса, автоматизирующий процесс сопоставления фетв и сокративший время ручной проверки на 60%[264]. Такого рода политика обеспечила быстрое внедрение принципов на рынок и обусловило быстрое достижение результатов. Более того, такого рода решение простимулировало крупных игроков рынка к активным действиям. Например, Al Abraaj Restaurants Group в сотрудничестве с 10X Capital объявила себя биткоин-казначейством и начала процесс разработки шариат-совместимых финансовых инструментов в целях предоставления исламскому миру более широкого доступа к биткоину, приступив к разработке и структурированию соответствующих продуктов[265].

В то же время сама по себе идея интеграции криптовалют как изначально спекулятивного актива с высоким уровнем неопределенности (гарар) и норм

---

[263] Islamic Finance News. Bahrain Central Bank Introduces Stablecoin Regulatory Framework // Islamic Finance News. — 2025.

[264] Skyquest. AI-Powered Shariah Compliance in Bahrain Islamic Bank // Skyquest Technology. — 2025.

[265] Biz Bahrain. Al Abraaj Restaurants Group Becomes the First Bitcoin Treasury Company in the Middle East // Biz Bahrain. — 2025. — URL: https://www.bizbahrain.com/al-abraaj-restaurants-group-becomes-the-first-bitcoin-treasury-company-in-the-middle-east/ (дата обращения: 07.09.2025); Binance Square. Al Abraaj Group Acquires Bitcoin as Treasury Asset // Binance Square. — 2025. — URL: https://www.binance.com/en/square/post/24279054175458 (дата обращения: 07.09.2025).

шариата представляет собой весьма противоречивое решение, устойчивость и адекватность которого, однако, обеспечивается созданием более прозрачных и обеспеченных активами финансовых инструментов. Также в целом на современном этапе наблюдается все большая конвергенция между исламским и ESG-инвестированием, обеспечиваемая использованием блокчейна и смарт-контрактов при выпуске сукук.

Опираясь на результаты проведенного анализа, возможно также выделить сильные и слабые стороны практик управления инвестиционной привлекательностью в рамках моделей ESG-интеграции развитых и развивающихся стран – таблица 32 Приложения 2.

Как видно из представленных данных, сильными сторонами рыночной модели ESG-интеграции с государственным участием, представленной развитыми рынками, возможно считать (1) высокую степень стандартизации и прозрачности, что связано с широким распространением практик обязательного раскрытия информации (CSRD, SEC rules[266]) и применения глобальных стандартов (GRI, ISSB), как основу для формирования единого информационного поля, снижающего транзакционные издержки инвесторов, (2) развитую систему рыночных индикаторов и конкурирующих ESG-рейтингов и индексов как основу для постоянного диалога относительно устойчивости бизнеса и более эффективного распределения капитала, а также (3) повышенную роль институциональных инвесторов, в первую очередь пенсионных и суверенных фондов, реализующих долгосрочные инвестиционные программы, как фактор устойчивого долгосрочного спроса на ESG-активы. Основными слабыми сторонами при этом являются несопоставимость рейтингов и риск гринвошинга, политическая поляризация и превращение ESG в объект политической борьбы как фактор регуляторной нестабильности, а также

[266] SEC (U.S. Securities and Exchange Commission). The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors: Final Rule. — Washington, DC: SEC, 2024 ; SEC (U.S. Securities and Exchange Commission). Withdrawal of Proposed ESG Disclosure Rules for Investment Advisers. — Washington, DC: SEC, 2025.

избыточная бюрократизация как фактор необоснованного роста издержек без создания пропорциональной ценности.

Для развивающихся рынков, более склонных в своем большинстве к модели ESG-интеграции с ключевой инициативной ролью государства, основными конкурентными преимуществами возможно считать (1) прямое участие государства, активную государственную поддержку и субсидирование как фактор снижения стоимости капитала и рисков для первопроходцев, (2) высокую гибкость и адаптивность по причине практически отсутствия жестких рамок как фактор более быстрой адаптации к международным нормам без потери локальной специфики, (3) эффект «технологического прыжка» как основу для реализации потенциала резкого повышения прозрачности и управляемости в сфере. Ключевыми слабыми сторонами модели же являются острый дефицит качественных данных, обусловленный низким уровнем раскрытия (42%) и отсутствием систем сбора информации на корпоративном уровне, как фактор ненадежности ESG-оценок и критического роста рисков для инвесторов, слабость защиты прав инвесторов как результат институциональной незрелости и фактор ограниченности возможностей привлечения долгосрочного частного капитала и роста рисков экспроприации стоимости, а также феномен «вынужденной адаптации».

Важно, что такого рода сильные и слабые стороны в рамках моделей по своей сути не антагонистичны, а наоборот указывают на взаимные возможности для улучшения. Так, для развитых стран актуален опыт развивающихся в контексте гибкости и проактивности в использовании технологий, а для развивающихся 8 опыт развитых в сфере создания достаточной и эффективной институциональной базы и повышения культуры верификации данных.

При этом как развитые, так и развивающиеся страны сталкиваются с рядом общих вызовов на пути интеграции ESG на финансовые рынки. Так, крайне остро стоит проблема несопоставимости ESG-рейтингов. Так, например,

корреляция между рейтингами MSCI и Sustainalytics составляет менее 0,5[267]. При этом в целом расхождение рейтингов коррелирует с повышенной синхронностью доходности акций, что ограничивает интеграцию фирменной информации в цены. Примечательно, что наиболее критичной данная проблема оказывается именно для развитых рынков, так как на них приходится большее количество провайдеров, а ожидания инвесторов выше. Однако на развивающихся рынках проблема усугубляется методологической предвзятостью, что предполагает применение к национальным компаниям западных бенчмарков.

Второй критической проблемой возможно считать гринвошинг. Если на развитых рынках осуществляется систематическая борьба с данным явлением на уровне регуляторов, то на развивающихся рынках механизмы контроля еще не сформированы, что приводит к значительному росту соответствующих рисков для инвесторов. На сегодняшний день только 22% компаний раскрывают ESG-информацию комплексно, при этом практически все из них локализованы на развитых рынках[268].

Третья проблема связана с политизацией ESG. На развитых рынках, в первую очередь в США, ESG на современном этапе выступает в качестве объекта и даже инструмента политической борьбы. В то же время для развивающихся рынков характерна иная ситуация: большинство из них демонстрирует стремление к «суверенизации» ESG, что предполагает создание собственных стандартов и рейтингов, независимых от западных.

Еще один общий вызов лежит в сфере декарбонизации, а точнее связан с замедлением ее темпов. Дело в том, что в глобальном контексте растет напряжение между целями экономического роста и климатическими обязательствами, что приводит к частичной фрагментации глобального финансового рынка.

---

[267] Berg, F., Kölbel, J. F., Rigobon, R. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings // Review of Finance. — 2022. — № 26(6). — P. 1315–1344.
[268] OECD. Institutional Investors and ESG: 2025 Update. — Paris: OECD Publishing, 2025.

Несмотря на существенные различия, в долгосрочной перспективе возможно ожидать частичной конвергенции моделей ESG-интеграции развитых и развивающихся стран. Это связано с действием ряда факторов.

Во-первых, постепенное принятие глобальных стандартов отчетности (ISSB) унифицирует требования к раскрытию информации вне зависимости от уровня развития конкретного рынка или сектора. Во-вторых, цифровая трансформация значительно снижает транзакционные издержки ESG-интеграции, что в свою очередь повышает ее доступность для широкого круга компаний развивающихся рынков. В-третьих, активное развитие локальных институциональных инвесторов и рост их влияния на развивающихся рынках постепенно приближают национальные модели к более распространённому рыночному типу ESG-интеграции – пусть и при сохранении значимой роли государства.

В целях систематизации стратегических рекомендаций по развитию ESG-интеграции на обоих типах рынков также возможно сформировать следующую интегральную TOWS-матрицу – таблица 33 Приложения 2. Как видно из представленных данных, стратегические приоритеты для развитых и развивающихся рынков естественным образом должны различаться. Если для развитых рынков более актуальны гармонизация рейтингов, борьба с гринвошингом и противодействие политической поляризации, то для развивающихся – преодоление дефицита данных, создание национальной ESG-инфраструктуры и усиление защиты прав инвесторов.

Проведенный компаративный анализ позволяет сделать ряд фундаментальных вывод по итогам текущий главы. Прежде всего стоит отметить существование двух дивергентных моделей ESG-интеграции, а именно рыночную модель ESG-интеграции с государственным участием и модель ESG-интеграции с ключевой инициативной ролью государства, представленные на развитых и развивающихся рынках соответственно. Основное различие данных моделей заключаются в природе и доминирующих детерминантах развития. Так, на развитых рынках интеграция ESG в инвестиционную привлекательность

связана с деятельностью институциональных инвесторов в условиях формализованной регуляторной среды, а на развивающихся – с прямым государственным участием в рамках национальных приоритетов. Данное различие является системообразующим и определяет собой все остальные расхождения упомянутых моделей – в масштабах ESG-активов (30,3 трлн долл. США на развитых рынках против 4 трлн долл. США на ключевых развивающих рынках по состоянию на 2022 год), в объеме рынка зелёных облигаций (560–600 млрд долл. США против 135 млрд долл. США), а также в структуре финансовых инструментов, где на развивающихся рынках системную роль играют культурно-религиозные факторы — в частности, ESG-сукук составляют 40% ESG-долга развивающихся рынков.

При этом связь между ESG и инвестиционной привлекательностью прослеживается как на развитых, так и развивающихся рынках, однако обусловлена она разными внутренними механизмами. На развитых рынках ESG-интеграция обеспечивает премию за счет снижения риска (меньшая волатильность, коэффициент Шарпа MSCI ESG Leaders 0,62 против 0,53 у MSCI World), а на развивающихся – за счет генерирования избыточной доходности (CAGR S&P BSE 100 ESG 15,7% против 13,8% у базового). Соответственно, различается и набор, определяющих устойчивость интеграции ESG инструментов – для развитых рынков особое значение имеют институциональные факторы (стабильность регулирования, защита прав инвесторов), а для развивающихся – технологические и культурно-религиозные. Среди всех рассмотренных факторов наиболее динамичным фактором, способным обеспечить конвергенцию подходов, является трансформация – прежде всего за счет перехода к повсеместному непрерывному мониторингу и автоматической верификации через искусственный интеллект, блокчейн и цифровые валюты центральных банков, как основы для более точной и справедливой оценки рисков. Вместе с этим данный тезис согласуется с концепцией «новой экономики» И.А. Стрелец, согласно которой высокие

технологии оказывают системное влияние на макроэкономические параметры, трансформируя механизмы оценки и управления рисками[269]

Наконец, сильные и слабые стороны обеих моделей управления инвестиционной привлекательностью носят комплементарный характер. Так, модель развитых рынков страдает от избыточной бюрократизации и политизации, однако для нее характерен высокий уровень доверия инвесторов; модель развивающихся стран гибка и способна к быстрому росту, но страдает от дефицита надежных данных и слабой защиты инвесторов. Основными точками конвергенции моделей выступают взаимозаимствование лучших практик: для развитых стран – технологичность и гибкость, для развивающихся стран – институционализация и контроль.

[269] Стрелец И.А. Новая экономика: гипотеза или реальность? // Мировая экономика и международные отношения. — 2008. — № 2. — С. 16–23.

Глава 3. Эмпирический анализ влияния ESG-факторов на управление инвестиционной привлекательностью российских компаний

3.1. Современное состояние и развитие ESG-сектора в России

Становление ESG-сектора в России разворачивается в русле общемировых тенденций, однако его динамика, структура обладают выраженной национальной спецификой. Так, оценка инвестиционной привлекательности в российском контексте требует синтеза формализованного инструментария западных подходов и адаптивных механизмов незападных стран, включая учёт национальных приоритетов и государственной поддержки. При этом в России, как и в других развивающихся экономиках, на сегодняшний день доминирует модель ESG-интеграции с ключевой инициативной ролью государства, что предполагает, что государство выступает не столько регулятором, сколько прямым катализатором развития устойчивого финансирования. В таком контексте весьма закономерно, что ключевыми эмитентами ESG-инструментов в России до сих пор являются институты развития, в частности ВЭБ.РФ, ДОМ.РФ, а нормативная база формируется при активном участии Банка России и Минэкономразвития.

Анализ ESG-сектора России невозможен вне макроэкономического контекста, поскольку ключевая ставка Банка России непосредственно определяет стоимость фондирования как для эмитентов, так и для инвесторов. Динамика ключевой ставки в 2020–2026 гг. (таблица 34 Приложения 3) демонстрирует беспрецедентную волатильность. Так, в периоде 2020–2025 гг. ставка резко изменялась от исторического минимума 4,25% в 2020 г. до рекордных за весь постсоветский период 21% в 2024 г.[270] Такого рода изменения среднегодовой ставки привели к почти пятикратному удорожанию заёмного капитала за пять лет. При этом лишь во втором полугодии 2025 г. наметился

[270] Focus Economics. Russia Interest Rate // Focus Economics. — 2026. — URL: https://www.focus-economics.com/country-indicator/Russia/interest-rate/ (дата обращения: 15.05.2026).

разворот в динамике. Так, к декабрю 2025 г. ставка снизилась до 16%[271]. В 2026 г. регулятор продолжил смягчение. В частности, на заседании 24 апреля 2026 г. ключевая ставка была снижена до 14,5%. Это стало уже восьмым снижением подряд, совокупно на 650 базисных пунктов от максимума июня 2025 г.[272]. При сохранении динамики базовый сценарий ЦБ предполагает фиксирование средней ключевой ставки 8,0–10,0% в 2027 г. [273]

Жёсткая денежно-кредитная политика России оказывает двоякое влияние на ESG-сектор. С одной стороны, высокая стоимость заёмного капитала снижает сравнительную привлекательность ESG-инструментов, доходность которых, как правило, несколько ниже рыночной (эффект зелёной премии). С другой стороны, волатильность ставки усиливает значимость нефинансовых факторов, в частности качества управления, прозрачности, экологической ответственности, как индикаторов устойчивости бизнеса в турбулентной среде. Это находит прямое эмпирическое подтверждение в российских реалиях.

Рынок ESG-облигаций является наиболее зрелым сегментом российского устойчивого финансирования. При этом его динамика в 2020–2025 гг. (таблица 35 Приложения 3) носит выраженный циклический характер. В 2021 г. рынок достиг своего исторического максимума, зафиксированного на уровне 211,9 млрд руб., что было обусловлено как глобальным трендом на ESG-интеграцию, так и активной позицией российских институтов развития[274]. В 2022 г. на фоне геополитического кризиса и санкционного давления произошло его двукратное сжатие до объема в 106,18 млрд руб.[275]. В 2023 г. произошло

---

[271] Банк России. Таксономия XBRL Банка России (для эмитентов, ценные бумаги которых включены в котировальные списки 1 или 2 уровней) // Банк России. — 2025. — URL: https://www.cbr.ru/projects_xbrl/taxonomy_xbrl/ (дата обращения: 20.04.2026).

[272] Focus Economics. Russia Interest Rate // Focus Economics. — 2026. — URL: https://www.focus-economics.com/country-indicator/Russia/interest-rate/ (дата обращения: 15.05.2026).

[273] Focus Economics. Russia Interest Rate // Focus Economics. — 2026. — URL: https://www.focus-economics.com/country-indicator/Russia/interest-rate/ (дата обращения: 15.05.2026).

[274] АКРА. Российский рынок ESG-облигаций: деление на три. — URL: https://www.acra-ratings.ru/research/2807/ (дата обращения: 15.04.2026).

[275] Кожемова М. ESG-облигации в России в 2025 году: краткие итоги // ИНФРАГРИН. — 2026. — URL: https://infragreen.ru/esg-oblighatsii-v-rossii-v-2025-ghodu-kratkiie-itoghi/ (дата обращения: 15.04.2026).

частичное восстановление рынка, а именно его рост до 142,84 млрд руб., однако в 2024 г. последовал новый спад до 52,8 млрд руб., то есть рынок достиг своего минимума с 2019 г.[276]. 2025 г. ознаменовался новым импульсом, так семь эмитентов осуществили десять выпусков суммарным объёмом 157,85 млрд руб., что в три раза превысило результат 2024 г. и на 10% превзошло показатель 2023 г.[277]. По итогам I квартала 2026 г. совокупный объём долговых ценных бумаг, связанных с устойчивым развитием, достиг 529 млрд руб., при этом на зелёные облигации пришлось 234 млрд руб., то есть почти половина всего объёма[278].

Структура рынка ESG-облигаций в 2025 г., представленная в таблице 36 Приложения 3, демонстрирует доминирование социальных инструментов, которые составляют 60,2% совокупного объёма, что радикально отличает российский рынок от глобального, где преобладают зелёные облигации – 55% мирового объёма в 2025 г. Ключевыми эмитентами социальных облигаций в России при этом выступают институты развития, а именно ВЭБ.РФ и ДОМ.РФ. Зелёные облигации занимают 19,2% рынка, а облигации устойчивого развития – 20,6%. Примечательно, что в сегменте зелёных облигаций регулярно появляются новые корпоративные эмитенты. Так, в 2025 г. на рынок вышли АФК «Система» и ПАО «ЕвроТранс». Такого рода динамика указывает на постепенное начало диверсификации рынка, его выход за пределы узкого круга институтов развития[279].

---

[276] АКРА. АКРА ожидает объём выпуска новых ESG-облигаций в РФ в 2025 г. в диапазоне 50–100 млрд руб. // АКРА. — 2025. — URL: https://www.acra-ratings.ru/ (дата обращения: 10.02.2026).

[277] Кожемова М. ESG-облигации в России в 2025 году: краткие итоги // ИНФРАГРИН. — 2026. — URL: https://infragreen.ru/esg-oblighatsii-v-rossii-v-2025-ghodu-kratkiie-itoghi/ (дата обращения: 15.04.2026).

[278] Банк России. Нефинансовая отчётность станет в России обязательной // АК&М. — 2026. — URL: https://www.akm.ru/ (дата обращения: 20.04.2026).

[279] АК&М. The INFRAGRIN platform calculated the results of the issue of ESG bonds in Russia in 2025 // АК&М. — 2026. — URL: https://www.akm.ru/eng/news/the-infragrin-platform-calculated-the-results-of-the-issue-of-esg-bonds-in-russia-in-2025/ (дата обращения: 15.04.2026); АК&М. In Russia, the number of ESG bond placements may increase by 40% this year // АК&М. — 2026. — URL: https://www.akm.ru/eng/news/in-russia-the-number-of-esg-bond-placements-may-increase-by-40-this-year-/ (дата обращения: 15.04.2026).

Выявленная структурная особенность российского рынка, то есть доминирование социальных облигаций, по сути имеет глубокую институциональную природу. В условиях, когда доступ к международному капиталу ограничен, а частный инвестор ещё не сформировал устойчивого спроса на ESG-инструменты, именно государство через институты развития выполняет функцию инвестора первой инстанции. Социальные облигации ВЭБ.РФ и ДОМ.РФ, направленные на финансирование инфраструктурных и жилищных программ, при этом одновременно решают две задачи, а именно обеспечивают приток средств в социально значимые проекты и формируют ориентиры для частных эмитентов.

Параллельно с облигационным рынком развивается сегмент ESG-кредитования. По данным «Эксперт РА», с июля 2024 г. по июль 2025 г. объём портфеля ESG-кредитов российских банков вырос в 1,5 раза и достиг 8 трлн руб.[280]. Аналитики допускают, что ко второй половине 2026 г. этот показатель может увеличиться ещё на 30–40% благодаря внедрению пониженных риск-весов по зелёным кредитам.

С октября 2025 г. в России действует ранжирование зелёных проектов, утверждённое Правительством РФ. По оценке ВЭБ.РФ, экономия капитала для кредиторов может составлять 10–50%, а потенциальная скидка для заёмщиков – 0,5–1,5%[281]. Для применения пониженных коэффициентов риска банки обязаны провести «окраску» портфеля и пройти независимую верификацию на соответствие таксономии. При этом принципиально важно, что такого рода стимулирующее регулирование делает экономически целесообразным анализ портфелей по таксономии[282].

---

[280] Эксперт РА. Устойчивые финансы пошли в рост // Эксперт РА. — 2025. — URL: https://en.raexpert.ru/ (дата обращения: 20.04.2026).

[281] Коммерсантъ. Банки РФ нарастят «зелёные» портфели за счёт пересмотра старых кредитов // Коммерсантъ. — 2025. — URL: https://www.kommersant.ru/doc/8210470 (дата обращения: 20.04.2026); Коммерсантъ. Ограниченное нефинансовое раскрытие // Коммерсантъ. — 2025. — URL: https://www.kommersant.ru/doc/8316069 (дата обращения: 20.04.2026).

[282] Там же.

Банк ДОМ.РФ, один из лидеров в области зелёного кредитования, по итогам 2024 г. маркировал более 93% кредитного портфеля, доля зелёных кредитов в котором составила 37%. Результаты маркировки подтверждены независимым аудитом нефинансовой отчётности.

Данные по декарбонизации финансового сектора также свидетельствуют о постепенном прогрессе. Доля финансовых компаний, поставивших цели по достижению нулевых выбросов для финансируемых активов (Scope 3), выросла с 15% в 2023 г. до 22% в 2025 г.. Доля банков, введших ограничения на финансирование угольной отрасли, увеличилась с 26% в 2023 г. до 31% в 2025 г. Однако порядка 78% финансовых институтов по-прежнему не имеют обязательств по нулевым выбросам для Scope 3, а лишь 42% предлагают корпоративным клиентам инструменты устойчивого финансирования. Такого рода показатели указывают на то, что в России на сегодняшний день ESG-интеграция финансового сектора все еще носит фрагментарный характер.

Рынок биржевых ESG-фондов в России демонстрирует парадоксальную динамику. По состоянию на конец 2024 г. из 79 биржевых инвестиционных фондов, обращающихся на Московской Бирже, лишь пять основывались на ESG-индексах и следовали стратегиям ответственного инвестирования, что составляет 6,3% от общего числа фондов[283]. Ещё более показательно соотношение по чистым активам. Так, ESG-фонды занимают около 0,12% объёма рынка. За 2024 г. совокупные чистые активы ESG-фондов сократились почти на 21%, в то время как остальные фонды продемонстрировали рост на 230%[284]. Ни один из новых биржевых фондов, запущенных в 2024 г., не был сформирован с ESG-стратегией. Последний ESG-фонд был запущен в 2022 г., после чего рынок замер[285].

---

[283] AK&M. Exchange-traded ESG funds on the Moscow Stock Exchange demonstrate a trend towards continued stagnation // AK&M. — 2025. — URL: https://www.akm.ru/eng/news/exchange-traded-esg-funds-on-the-moscow-stock-exchange-demonstrate-a-trend-towards-continued-stagnat/ (дата обращения: 20.04.2026).

[284] Там же.

[285] Там же.

Данная ситуация разительно контрастирует с глобальным рынком, в рамках которого ESG-ETF являются одним из наиболее динамично растущих сегментов (CAGR около 15% в 2019–2025 гг.). В России же стагнация биржевых ESG-фондов может быть объяснена комплексом факторов, основным из которых являются низкая осведомлённость розничных инвесторов об ESG-повестке, отсутствие налоговых стимулов для ESG-инвестиций, высокая волатильность российского рынка как фактор вынужденной ориентации инвесторов на краткосрочную доходность, а также ограниченное предложение со стороны управляющих компаний. При этом важно, что по сути, отечественный кейс во многом подтверждает, что на развивающихся рынках в периоды нестабильности инвесторы склонны временно выводить капитал из ESG-стратегий быстрее, чем с рынка в целом.

Институциональная инфраструктура российского ESG-сектора в 2025–2026 гг. развивалась опережающими темпами по сравнению с рыночными индикаторами. Ключевые события периода зафиксированы и проанализированы в таблице 37 Приложения 3.

Как видно из представленных данных, центральным событием было утверждение Банком России XBRL-таксономии для раскрытия эмитентами показателей устойчивого развития. Таксономия версии 7.5.1.0 содержит 33 позиции, базирующиеся на показателях, разработанных Минэкономразвития в рамках стандарта общественного капитала бизнеса. Она охватывает три блока, а именно экологический, включающий в себя сведения о выбросах парниковых газов (Охват 1 и Охват 2), энергопотреблении, водопользовании, обращении с отходами, инвестициях в охрану окружающей среды[286], социальный, включающий данные о расходах на оплату труда, среднесписочной численности, возрастной и гендерной структуре персонала, охране труда и производственном

[286] Иванов П. Регулятор опубликовал XBRL таксономию для раскрытия эмитентами показателей ESG // Акционерное общество. — 2025. — URL: https://ao-journal.ru/ (дата обращения: 20.04.2026).

травматизме, текучести кадров[287], а также управленческий, содержащий сведения о суммах уплаченных налогов и сборов, штрафах, судебных спорах. Применение таксономии является добровольным с 2026 г. (начиная с подготовки отчёта за 2025 г.) и становится обязательным с 2027 г. (за отчётность 2026 г.) для эмитентов, ценные бумаги которых включены в котировальные списки первого или второго уровней[288]. Принципиально важно, что данный документ имеет особую значимость для повышения прозрачности на рынке капитала, то есть в его рамках регулятором впервые определен конкретный ориентированный на инвесторов перечень экологических, социальных и управленческих показателей[289].

Дополнительным институциональным импульсом стало утверждение в августе 2025 г. Кодекса ответственного инвестирования (КРИ) Банка России. Кодекс обязывает институциональных инвесторов быть «активными акционерами», то есть учитывать ESG-факторы при голосовании и взаимодействии с эмитентами. Первые отчёты о внедрении КРИ должны быть направлены в ЦБ до 31 января 2026 г. Несоблюдение принципов пока не влечёт

---

[287] Ведомости. Бизнес совмещает ESG с участием в достижении национальных целей // Ведомости. — 2025. — URL: https://www.vedomosti.ru/esg/regulation/news/2025/05/27/1113068-biznes-sovmeschaet-esg-s-uchastiem-v-dostizhenii-natsionalnih-tselei (дата обращения: 20.04.2026); Ведомости. Бизнес совмещает ESG с участием в достижении национальных целей // Ведомости. — 2025. — URL: https://www.vedomosti.ru/esg/regulation/news/2025/05/27/1113068-biznes-sovmeschaet-esg-s-uchastiem-v-dostizhenii-natsionalnih-tselei (дата обращения: 20.04.2026).

[288] Банк России. Таксономия XBRL Банка России (для эмитентов, ценные бумаги которых включены в котировальные списки 1 или 2 уровней) // Банк России. — 2025. — URL: https://www.cbr.ru/projects_xbrl/taxonomy_xbrl/ (дата обращения: 20.04.2026); Ведомости. Банк России представил XBRL таксономию нефинансовой отчетности для эмитентов // Ведомости. — 2025. — URL: https://www.vedomosti.ru/press_releases/2025/11/10/bank-rossii-predstavil-xbrl-taksonomiyu-nefinansovoi-otchetnosti-dlya-emitentov (дата обращения: 20.04.2026).

[289] Ведомости. Банк России представил XBRL таксономию нефинансовой отчетности для эмитентов // Ведомости. — 2025. — URL: https://www.vedomosti.ru/press_releases/2025/11/10/bank-rossii-predstavil-xbrl-taksonomiyu-nefinansovoi-otchetnosti-dlya-emitentov (дата обращения: 20.04.2026); Ведомости. Бизнес совмещает ESG с участием в достижении национальных целей // Ведомости. — 2025. — URL: https://www.vedomosti.ru/esg/regulation/news/2025/05/27/1113068-biznes-sovmeschaet-esg-s-uchastiem-v-dostizhenii-natsionalnih-tselei (дата обращения: 20.04.2026).

штрафов, но создаёт репутационные риски[290]. В январе 2026 г. также было опубликовано новое Положение о раскрытии информации эмитентами (замена 714-П), которое вводит специальный раздел об устойчивом развитии с обязательным набором показателей; документ вступает в силу с 1 октября 2026 г.[291].

Более того, ВЭБ.РФ в 2026 г. инициировал пересмотр национальной таксономии устойчивых проектов с целью её синхронизации с национальными целями и приоритетами. Так, было предложено увязать критерии таксономии с показателями национальных проектов в целях обеспечения более тесной интеграции ESG-финансирования в систему государственного стратегического планирования[292].

ESG-индексы являются не только индикаторами зрелости рынка, но и ориентирами для инвесторов. С 17 января 2025 г. вступили в действие обновлённые базы расчёта трёх индексов МосБиржи–РСПП: «Ответственность и открытость», «Вектор устойчивого развития» и «Вектор устойчивого развития российских эмитентов»[293]. В индекс «Вектор устойчивого развития» были дополнительно включены акции ПАО «Московский кредитный банк», ПАО «Аэрофлот», ПАО «Магнит», ПАО «Интер РАО» и привилегированные акции ПАО «Транснефть»; одновременно из индекса исключены обыкновенные акции ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Мечел»[294].

---

[290] CGCI. Банк России утвердил Кодекс ответственного инвестирования // CGCI. — 2025. — URL: https://cgci-ru.ru/ (дата обращения: 20.04.2026).

[291] AK&M. The INFRAGRIN platform calculated the results of the issue of ESG bonds in Russia in 2025 // AK&M. — 2026. — URL: https://www.akm.ru/eng/news/the-infragrin-platform-calculated-the-results-of-the-issue-of-esg-bonds-in-russia-in-2025/ (дата обращения: 15.04.2026).; AK&M. In Russia, the number of ESG bond placements may increase by 40% this year // AK&M. — 2026. — URL: https://www.akm.ru/eng/news/in-russia-the-number-of-esg-bond-placements-may-increase-by-40-this-year-/ (дата обращения: 15.04.2026).

[292] Эксперт. Зачем ВЭБ хочет доработать механизмы поддержки проектов устойчивого развития // Эксперт. — 2026. — URL: https://expert.ru/ (дата обращения: 20.04.2026).

[293] Московская Биржа. Новые базы расчёта Индексов МосБиржи — РСПП // Московская Биржа. — 2025. — URL: https://www.moex.com/n76814 (дата обращения: 20.04.2026).

[294] Там же.

По итогам 2024 г. индекс «Вектор устойчивого развития» присвоен 50 компаниям, из которых 27 вошли в лидирующую группу А. Лидерами ESG-рэнкинга РСПП в 2024 г. стали ПАО «ФосАгро» (возглавила общий список из 144 компаний России, Казахстана и Монголии, подтвердив лидерство в социальном разделе), ПАО «ГМК «Норильский никель» (победитель в номинации «За высокое качество отчётности по устойчивому развитию») и ПАО «НОВАТЭК» (лучший отчёт в области устойчивого развития по версии RAEX). В 2025 г. в высшую группу А вошёл также «Уралкалий»[295]. Акции ФосАгро получили наибольший вес (7,7%) в совместном индексе МосБиржи и RAEX «ESG сбалансированный»[296].

Динамика ESG-индексов по сравнению с базовым индексом МосБиржи в кризисные периоды подтверждает их относительную устойчивость. В 2022 г. базовый индекс МосБиржи упал на 43%, тогда как индекс «Вектор устойчивого развития» – на 35%, что отчасти объясняется отсутствием в его составе наиболее пострадавших нефтегазовых гигантов. В 2023 г. восстановление рынка принесло +44% по индексу МосБиржи и +34% по «Вектору устойчивого развития». Исследование риск-профиля индексов устойчивого развития Московской Биржи (MESG, MRRT, MRSV, MRSVR) в сравнении с базовым IMOEX за 2024 г. показало, что ESG-индексы демонстрируют сопоставимую или несколько меньшую волатильность при равной доходности[297]. Эти данные согласуются с глобальными наблюдениями (параграф 2.3) о том, что на развивающихся рынках ESG-индексы создают добавленную стоимость прежде всего за счёт отбора более устойчивых компаний, а не за счёт сверхдоходности.

Рынок нефинансовой отчётности в России прошёл фазу активного роста и вступил в стадию зрелости. По данным «Атласа нефинансовой отчётности

---

[295] РСПП. Новые базы расчёта Индексов устойчивого развития МосБиржи — РСПП // РСПП. — 2025. — URL: https://www.rspp.ru/ (дата обращения: 20.04.2026).

[296] Smart-Lab. ФосАгро — во главе ESG-индекса МосБиржи и RAEX // Smart-Lab. — 2025. — URL: https://smart-lab.ru/blog/1110808.php (дата обращения: 20.04.2026).

[297] РИОРП. Роль устойчивого развития в оценке рисков российских фондовых индексов // РИОРП. — 2025. — URL: https://riorp.ru/ (дата обращения: 20.04.2026).

России – 2025», подготовленного «Пачоли Консалтинг», проанализирована публичная отчётность почти 1 000 компаний, найдено и обработано порядка 3,5 тыс. документов, из них около 2 000 нефинансовых отчётов. В 2024 г. российские компании выпустили 404 нефинансовых отчёта (включая ожидаемые к выходу до конца 2025 г.), тогда как в 2019 г. их было 314, а пик пришёлся на 2023 г. – 430 отчётов. Число компаний-публикаторов выросло с 275 в 2019 г. до 354 в 2024 г.[298].

При этом наблюдается структурный сдвиг. Так, число самостоятельных ESG-отчётов постепенно снижается на фоне роста годовых и интегрированных отчётов, включающих разделы об устойчивом развитии. По данным АНФОР-2025, 46% компаний выборки готовят отчёты высокого качества, однако средний уровень качества за последний год немного снизился – часть компаний переходит между категориями в обе стороны, что отражает перераспределение ресурсов, а не линейный рост[299]. Прогноз АКРА остаётся сдержанным: без обязательных требований число компаний, способных готовить полноценную нефинансовую отчётность ежегодно, стабилизируется около 150, что означает дальнейшее укрепление практики среди крупных эмитентов при ограниченном расширении рынка[300].

Ключевым трендом 2025 г. стала интеграция ESG-отчётности с национальными целями развития. Национальный ESG-Альянс совместно с Kept разработал методику оценки вклада бизнеса в достижение национальных целей, включающую 77 бизнес-показателей, 33 из которых вошли в стандарт раскрытия информации Минэкономразвития. В 2025 г. 13 компаний раскрыли или планируют раскрыть такой вклад в своих отчётах, включая X5 Group, «Сибур»,

---

[298] Коммерсантъ. Банки РФ нарастят «зелёные» портфели за счёт пересмотра старых кредитов // Коммерсантъ. — 2025. — URL: https://www.kommersant.ru/doc/8210470 (дата обращения: 20.04.2026); Коммерсантъ. Ограниченное нефинансовое раскрытие // Коммерсантъ. — 2025. — URL: https://www.kommersant.ru/doc/8316069 (дата обращения: 20.04.2026).

[299] Там же.

[300] АКРА. АКРА ожидает объём выпуска новых ESG-облигаций в РФ в 2025 г. в диапазоне 50–100 млрд руб. // АКРА. — 2025. — URL: https://www.acra-ratings.ru/ (дата обращения: 10.02.2026).

«Норникель», «Металлоинвест», «Полюс», «Русал», «Сбер», АФК «Система». Первой стала «Эн+», выпустившая отчёт с показателями вклада в национальные цели в конце 2024 г.[301]. Этот тренд в полной мере соответствует выводам главы 2 о модели ESG-интеграции с ключевой инициативной ролью государства, где соответствие национальным приоритетам становится ключевым фактором инвестиционной привлекательности.

ESG-сектор в России характеризуется высокой степенью концентрации. По данным АНФОР-2025, 63 из 100 сильнейших брендов России принадлежат компаниям, выпустившим нефинансовые отчёты за 2024 г.[302]. Лидерами по качеству отчётности являются компании металлургического и горнодобывающего сектора («Норникель», «ФосАгро», «Северсталь», НЛМК), нефтегазового («НОВАТЭК», «ЛУКОЙЛ», «Татнефть»), финансового (Сбербанк, Московский кредитный банк) и ритейла (X5 Group, «Магнит»). Такая концентрация объясняется как объективными факторами, а именно более высокими экологическими рисками в ресурсодобывающих отраслях, так и институциональными – именно крупнейшие компании находятся в фокусе внимания регуляторов и международных рейтинговых агентств.

Прогноз развития рынка на 2026–2027 гг. остаётся умеренно оптимистичным. Согласно данным Министерства экономического развития, в 2026 г. число ESG-размещений в России может вырасти на 40%[303]. При этом

---

[301] Ведомости. Банк России представил XBRL таксономию нефинансовой отчетности для эмитентов // Ведомости. — 2025. — URL: https://www.vedomosti.ru/press_releases/2025/11/10/bank-rossii-predstavil-xbrl-taksonomiyu-nefinansovoi-otchetnosti-dlya-emitentov (дата обращения: 20.04.2026); Ведомости. Бизнес совмещает ESG с участием в достижении национальных целей // Ведомости. — 2025. — URL: https://www.vedomosti.ru/esg/regulation/news/2025/05/27/1113068-biznes-sovmeschaet-esg-s-uchastiem-v-dostizhenii-natsionalnih-tselei (дата обращения: 20.04.2026).

[302] Коммерсантъ. Банки РФ нарастят «зелёные» портфели за счёт пересмотра старых кредитов // Коммерсантъ. — 2025. — URL: https://www.kommersant.ru/doc/8210470 (дата обращения: 20.04.2026); Коммерсантъ. Ограниченное нефинансовое раскрытие // Коммерсантъ. — 2025. — URL: https://www.kommersant.ru/doc/8316069 (дата обращения: 20.04.2026).

[303] AK&M. The INFRAGRIN platform calculated the results of the issue of ESG bonds in Russia in 2025 // AK&M. — 2026. — URL: https://www.akm.ru/eng/news/the-infragrin-platform-calculated-the-results-of-the-issue-of-esg-bonds-in-russia-in-2025/ (дата обращения: 15.04.2026).; AK&M. In Russia, the number of ESG bond placements may increase by 40% this year // AK&M. — 2026. —

Россия уже сегодня является одним из локомотивов устойчивого развития региона ШОС. Так, из 233 глобальных индикаторов ЦУР страна демонстрирует прогресс по 142 позициям[304]. Однако основным барьером для формирования общего рынка устойчивого финансирования ШОС является зависимость от западных стандартов как фактор недооценки региональных возможностей и ограничения доступа компаний к капиталу[305].

Обобщая проведённый анализ, можно выделить некоторые ключевые тенденции российского ESG-сектора, при этом более актуально зафиксировать их в контексте комплексного SWOT-анализа. Результаты такого SWOT-анализа представлены в таблицы 38 Приложения 3.

Как видно из представленных данных, российский ESG-сектор находится в переходной фазе, что предполагает переход от этапа становления (2020–2022 гг.) через период адаптации к санкционному давлению (2022–2024 гг.) к этапу институционального закрепления (2025–2027 гг.). Ключевыми факторами такого перехода при этом выступают:

1. Обязательность раскрытия. Введение XBRL-таксономии и нового Положения о раскрытии информации создают нормативную основу для системной ESG-отчётности, что сближает российскую практику с европейской моделью (CSRD/ESRS), но с поправкой на национальную специфику.

2. Экономические стимулы. Ранжирование зелёных проектов, пониженные риск-веса, капитальные льготы и потенциальная скидка для заёмщиков формируют прямые экономические мотивы для ESG-интеграции, аналогичные механизмам, действующим в ЕС (CBAM, таксономия ЕС).

3. Синхронизация с национальными приоритетами. Методика оценки вклада в национальные цели, разработанная ESG-Альянсом, и инициатива ВЭБ.РФ по пересмотру таксономии под национальные проекты демонстрируют

URL: https://www.akm.ru/eng/news/in-russia-the-number-of-esg-bond-placements-may-increase-by-40-this-year-/ (дата обращения: 15.04.2026).

[304] Там же.

[305] Там же.

переход от «импортированной» ESG-повестки к «суверенной», ориентированной на внутренние задачи развития.

4. Снижение ключевой ставки. Ожидаемое смягчение денежно-кредитной политики в 2026–2027 гг. (средняя ставка 14,0–14,5% в 2026 г. и 8,0–10,0% в 2027 г.) должно повысить сравнительную привлекательность ESG-инструментов, уменьшив разрыв в доходности с традиционными финансовыми продуктами.

Таким образом, современное состояние ESG-сектора в России иллюстрирует, что в условиях государственно-драйверной модели ESG-интеграции рынок развивается прежде всего за счёт институциональных инициатив и государственной поддержки, тогда как рыночные механизмы (спрос со стороны частных инвесторов, конкуренция ESG-фондов, корпоративное предложение) остаются относительно слабыми. Вместе с тем наметившиеся тенденции, а именно появление корпоративных эмитентов зелёных облигаций, рост ESG-кредитования, интеграция ESG в национальные цели, свидетельствуют о постепенном расширении круга участников и углублении рынка, постепенном развитии рыночных тенденций.

3.2. Модель оценки инвестиционной привлекательности крупнейших российских компаний

Инвестиционная привлекательность компании представляет собой многоуровневую категорию, интегрирующую финансовые, нефинансовые (ESG) и макроэкономические факторы. Для эмпирической проверки вклада каждой группы факторов при этом возможно использовать линейную панельную регрессию, в рамках которой зависимой переменной выступает коэффициент Q Тобина (Tobin’s Q) как признанный индикатор рыночной оценки

эффективности и перспектив компании[306]. Выбор Q Тобина при этом обоснован его способностью отражать ожидания рынка относительно будущих денежных потоков и рисков, включая нефинансовые аспекты устойчивости бизнеса, что принципиально важно для оценки влияния ESG-факторов.

Модель при этом может иметь следующий вид:

$$TobinQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 DE_{it} + \\ + \beta_4 \ln(Assets)_{it} + \beta_5 ESG_score_{it} + \beta_6 KeyRate_t + \\ + \beta_7 Sanctions_t + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

где i – индекс компании, t – год (2020–2025), α_i – ненаблюдаемый индивидуальный эффект, ε_{it} – случайная ошибка.

Обоснование включения переменных и ожидаемые знаки коэффициентов приведены в таблице 39 Приложения 3. Предложенный способ измерения ESG-фактора требует отдельного комментария, особенно в контексте итоговых выводов параграфа 1.3.

Так, в рамках эмпирической модели в качестве прокси ESG-профиля компании предлагается использовать её участие в индексе МосБиржи–РСПП «Вектор устойчивого развития». Данный индекс формируется на основе единой методологии, оценивающей экологическую, социальную и управленческую результативность, а также системность подхода к устойчивому развитию. Компании, удовлетворяющие критериям включения в конкретном году, получают значение индекса за соответствующий год, а компании, не вошедшие в индекс в конкретном году, получают значение 0. Такой подход устраняет проблему недоступности значительной части ESG-метрик и/или их несопоставимости, особенно в межсекторальной перспективе и в достаточной ретроспективе, в рамках отечественного бизнеса, нейтрализует потенциальный

[306] Q Тобина широко используется в корпоративных финансах как показатель инвестиционной привлекательности (см., например: Tobin J. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory // Journal of Money, Credit and Banking. — 1969. — Vol. 1, No. 1. — P. 15–29; а также современные работы: Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ. — Москва : Альпина Паблишер, 2012. — 1342 с.

субъективизм, неизбежный при самостоятельном конструировании ESG-метрик, а также обеспечивает сопоставимость оценок в долгосрочной перспективе, в том числе при изменении стандартов корпоративной отчетности. Более того, присвоение нулевого значения не вошедшим в индекс компаниям позволяет содержательно интерпретировать бизнес сквозь призму несоответствия стандартам ESG-раскрытия и результативности, установленным Московской Биржей и РСПП, что, в свою очередь, позволяет дифференцировать компании по уровню ESG-зрелости и создаёт необходимую для эконометрического анализа межиндивидуальную вариацию (коэффициент вариации 1,238).

Выборка компаний при этом может быть сформирована на основе следующих критериев:

1. Вхождение в базу расчёта индекса «Вектор устойчивого развития» хотя бы в одном году за период 2020–2025 гг., что позволяет идентифицировать компании, системно внедряющие ESG-практики.

2. Публичный статус и наличие рыночной капитализации на Московской Бирже на конец каждого года периода.

3. Доступность годовой консолидированной отчётности (МСФО или РСБУ) за весь период, позволяющей рассчитать финансовые показатели (ROE, CR, DE, активы).

4. Полнота временны́х рядов. Так, компания должна иметь данные за все шесть лет, что обеспечивает сбалансированность панели.

Применение данных критериев к компаниям, когда-либо входившим в индекс «Вектор устойчивого развития», дало итоговую выборку из 29 компаний, охватывающую ключевые сектора российской экономики, а именно нефтегазовый, металлургический, финансовый, потребительский, телекоммуникационный, транспортный и др. Итоговый состав выборки и базовые характеристики компаний в ее рамках представлены в таблице 40 Приложения 3. Представленные в таблице данные, иллюстрируют неоднородность выборки. Так, разброс среднего Tobin’s Q составляет от 0,01 до

3,36, средний ESG_score – от 0 до 1239,44. Такая вариация обеспечивает достаточную информативность для эконометрического анализа и выявления влияния ESG-фактора на рыночную оценку.

Период исследования определен как 2020–2025 гг. При этом выбор начала периода обусловлен началом регулярной публикации ESG-оценок РСПП, а окончания – последним доступным годом на момент проведения анализа. Годовая частота продиктована периодичностью обновления достаточно исчерпывающей отчетности в компаниях ряда секторов, в частности банковского и нефтегазового в ранний постсанкционный период (2022–2024 гг.).

Источники данных для анализа выступают в контексте финансовых данных компаний – корпоративная отчётность, размещенная на корпоративных сайтах, а также на платформах СПАРК-Интерфакс и e-disclosure.ru, в контексте рыночной капитализации – данные Московской Биржи (итоги торгов на конец года), в контексте ESG-оценок – ежегодные сборники РСПП «Индексы РСПП в области устойчивого развития», в контексте ключевой ставки – данные Банка России (среднегодовое значение на основе ежедневных значений).

Перед проведения эмпирического эконометрического исследования были сформулированы следующие гипотезы:

1. H1: В условиях высокой макроэкономической неопределённости и санкционного давления рентабельность собственного капитала положительно связана с Tobin’s Q, а долговая нагрузка – отрицательно, в то же время ликвидность не оказывает статистически значимого влияния на Tobin’s Q.
2. H2: В России как развивающемся рынке высокой концентрацией капитала в крупных компаниях размер компании отрицательно связан с Tobin’s Q («дисконт за размер»).
3. H3: Ключевая ставка и санкционный шок отрицательно связаны с инвестиционной привлекательностью, при этом их относительная значимость возрастает в период после 2022 г.

4. H4: ESG_score положительно связан с Tobin’s Q, то есть компании, системно следующие принципам устойчивого развития и признанные рынком через включение в общепризнанный индекс, обладают более высокой инвестиционной привлекательностью.
5. H5: В период после 2022 г. макроэкономические и геополитические факторы обладают большей объясняющей силой, чем корпоративные финансовые показатели, что соответствует теоретической рамке государственно-драйверной модели ESG-интеграции.

Для проверки гипотез используется методология панельной регрессии, которая по сравнению с кросс-секционным анализом и анализом временных рядов обладает рядом преимуществ при работе с данными такого типа:

1. Контроль ненаблюдаемой гетерогенности. Компании обладают индивидуальными характеристиками (качество менеджмента, репутация, бизнес-модель), которые трудно измерить количественно, но которые могут влиять как на ESG-профиль, так и на рыночную оценку. Панельные модели позволяют учесть эти ненаблюдаемые эффекты (α_i), снижая риск смещения оценок из-за пропущенных переменных.

2. Увеличение числа степеней свободы и эффективности оценок. Объединение временных рядов и кросс-секций даёт больше наблюдений и вариации, чем каждый тип данных по отдельности, что особенно важно при ограниченной выборке.

3. Возможность учёта временных эффектов. Включение макроэкономических переменных (KeyRate, Sanctions), общих для всех компаний, но изменяющихся во времени, естественно в рамках панельного подхода.

4. Идентификация динамических связей. Хотя модель статическая, панельная структура позволяет в дальнейшем (при необходимости) ввести лагированные переменные.

В рамках панельного подхода последовательно оцениваются три альтернативные спецификации:

- Сквозная модель (pooled OLS) предполагает отсутствие индивидуальных эффектов и служит базовым ориентиром. Её недостаток – игнорирование панельной структуры, что может приводить к неэффективным и смещённым оценкам при наличии ненаблюдаемой гетерогенности.
- Модель с фиксированными эффектами (FE) исключает временно-инвариантные индивидуальные характеристики путём внутригрупповой трансформации (вычитание группового среднего). Это позволяет получить состоятельные оценки даже при корреляции индивидуальных эффектов с регрессорами. Однако FE-модель не позволяет непосредственно оценить коэффициенты при переменных, неизменных внутри периода для всех компаний (KeyRate и Sanctions), поскольку они коллинеарны с временными дамми. Для решения этой проблемы применяется двухшаговая процедура: на первом шаге извлекаются оценённые временные эффекты из FE-модели с год-дамми, на втором – они регрессируются на макропеременные.
- Модель со случайными эффектами (RE) предполагает ортогональность индивидуальных эффектов регрессорам и использует обобщённый метод наименьших квадратов (GLS). RE-модель более эффективна, чем FE, при выполнении условия экзогенности, и, в отличие от FE, позволяет напрямую оценить коэффициенты при временно-инвариантных переменных.

Выбор между FE и RE осуществляется с помощью теста Хаусмана. Нулевая гипотеза H_0: □□□□$(\alpha_i, X_{it}) = 0$ при её неотвержении говорит в пользу RE-модели; в противном случае предпочтение отдаётся FE.

Для получения корректных стандартных ошибок во всех спецификациях применяются робастные ошибки, кластеризованные на уровне компаний. Кластеризация учитывает возможную гетероскедастичность и внутригрупповую (серийную) корреляцию остатков для одной и той же компании во времени -

типичную проблему финансовых панелей, где ненаблюдаемые шоки могут сохраняться несколько периодов.

Дополнительно проводятся стандартные диагностические тесты, а именно VIF-тест на мультиколлинеарность (пороговое значение 10), тест Бреуша–Пагана на наличие случайных эффектов (проверка целесообразности RE против pooled OLS) и тест Фишера на значимость индивидуальных эффектов в FE-модели.

Все расчёты выполняются в среде Python 3.12 с использованием библиотек pandas (обработка данных), statsmodels (OLS-регрессии, диагностика) и linearmodels (панельные модели – PanelOLS, RandomEffects, тест Хаусмана).

Перед построением эконометрических моделей был проведён анализ описательных статистик (таблица 41 Приложения 3) и матрицы парных корреляций (таблица 42 Приложения 3). Итоговая выборка после удаления шести наблюдений с пропусками составила 174 наблюдения для 29 компаний.

Как видно из представленных данных, существует ряд фундаментальных особенностей выборки. Коэффициент Q Тобина имеет среднее значение 0,722 и медиану 0,436, что указывает на правостороннюю асимметрию распределения: для большинства компаний рыночная капитализация ниже балансовой стоимости активов ($Q < 1$), что характерно для развивающихся рынков в периоды макроэкономической нестабильности и геополитических шоков. Максимальное значение (6,462 у X5 Group в 2020 г.) является выбросом, влияние которого будет проверено в тестах робастности. Рентабельность собственного капитала (ROE) варьирует от –41,2% до +71,7% при среднем значении 18,8%, что отражает значительную волатильность прибыли в рассматриваемый период. Коэффициент текущей ликвидности (CR) в среднем составляет 1,36, что близко к нормативному уровню; долговая нагрузка (DE) наиболее вариабельна (коэффициент вариации 0,875), достигая 7,08 у банков. Корреляционный анализ указывает на то, что Tobin’s Q наиболее тесно связан с размером компании ($r = –0,494$) и рентабельностью собственного капитала ($r = 0,415$), что

соответствует общетеоретическим ожиданиям, а ESG_score положительно коррелирует с Tobin’s Q (r = 0,156), что подтверждает наличие положительной связи между ESG-профилем и инвестиционной привлекательностью на уровне парных зависимостей. В-третьих, наблюдается высокая корреляция между ключнвой ставкой и санкционным давлением (r = 0,704), что указывает на потенциальную мультиколлинеарность и требует осторожности при интерпретации их индивидуальных эффектов.

Для формальной проверки мультиколлинеарности на данных выборки были рассчитаны факторы инфляции дисперсии (VIF), результаты которых представлены в таблице 43 Приложения 3. Высокое значение VIF для константы является техническим артефактом, связанным с разномасштабностью переменных, и не влияет на оценки коэффициентов. Для всех содержательных переменных значения VIF находятся в диапазоне от 1,22 до 2,39, что значительно ниже критического порогового значения 10. Таким образом, мультиколлинеарность не представляет угрозы для состоятельности оценок.

Результаты оценивания трёх спецификаций модели систематизированы в таблице 3.1. Стандартные ошибки во всех случаях кластеризованы на уровне компаний.

Таблица 3.1. Результаты оценки панельных регрессий (зависимая переменная – Tobin’s Q)

Переменная	**Pooled OLS**	**Fixed Effects**	**Random Effects**
const	7,9814*** (3,051)	–	8,7854*** (3,331)
ROE	1,6515*** (0,482)	0,5188 (0,936)	0,7817** (0,340)
CR	0,0761 (0,296)	3,2512* (1,813)	0,2169 (0,279)
DE	–0,0278 (0,038)	–0,2972 (0,227)	–0,0285 (0,033)
ln_assets	–0,2653*** (0,099)	–0,6592 (0,924)	–0,2927*** (0,108)
ESG_score	0,0002 (0,0001)	0,0000 (0,0001)	*0,000056* (0,000033)**
key_rate	–0,0159* (0,009)	0,0051 (0,009)	–0,0034 (0,006)
sanctions	–0,1147 (0,086)	–0,2229** (0,102)	–0,2182* (0,125)
R^2 (overall / within)	0,358 (adj.)	0,185 (within)	0,333 (overall) / 0,223 (within)
F-тест (p-value)	<0,001	<0,001	<0,001

Примечания:

- **** p<0,01,*
- *** p<0,05,*
- *p<0,10.*
- *В скобках указаны робастные стандартные ошибки, кластеризованные по компаниям.*
- *FE-оценки макропеременных ненадёжны.*

Источник: рассчитано автором.

Тест Бреуша–Пагана (LM = 41 712, p < 0,001) уверенно отвергает нулевую гипотезу об отсутствии индивидуальных эффектов, подтверждая значимость панельной структуры. Тест Хаусмана в ручной реализации дал отрицательную статистику (–9,65, p = 1,00), что в современной эконометрической практике интерпретируется как свидетельство в пользу RE-модели. Учитывая, что FE-оценки макропеременных ненадёжны, основная интерпретация базируется на RE-модели.

В таком контексте на основе результатов работы RE-модели возможно следующие выводы:

- H1 частично подтверждена. ROE значим на 5%-ном уровне (β = 0,782, p = 0,023), что подтверждает положительную связь рентабельности с инвестиционной привлекательностью. DE имеет ожидаемый отрицательный знак, но незначим (p = 0,391). CR незначим (p = 0,438). Таким образом, рентабельность выступает ключевым финансовым катализатором, тогда как ликвидность и долговая нагрузка не играют значимой роли в условиях высокой неопределённости.
- H2 полностью подтверждена. ln_assets значим на 1%-ном уровне (β = –0,293, p = 0,007), что свидетельствует о наличии «дисконта за размер»: более крупные компании оцениваются рынком ниже, что характерно для развивающихся рынков.

- H3 частично подтверждена. Санкции значимы на 10%-ном уровне ($\beta = -0{,}218$, $p = 0{,}083$), что указывает на негативное влияние геополитического шока 2022 г. Ключевая ставка незначима ($p = 0{,}600$), что объясняется её высокой корреляцией с санкционной дамми.
- H4 подтверждена. Так, в рамках модели ESG_score положителен и статистически значим на 10%-ном уровне ($\beta = 5{,}63 \times 10^{-5}$, $p = 0{,}085$). Иными словами, присутствие компании в индексе ассоциировано с более высокой рыночной оценкой при прочих равных.
- H5 частично подтверждена. Санкционный фактор значим, однако рентабельность и размер компании также сохраняют значимость. Иными словами, внешние шоки не в полной мере вытесняют фундаментальные финансовые детерминанты.

Для целей оценки устойчивости результатов был проведен ряд проверок. Результаты серии проверок робастности представлены в таблице 3.2.

После обработки выбросов, то есть после удаления двух экстремальных наблюдений, ROE становится значимой на 1%-ном уровне, однако key_rate не достигает значимости и sanctions теряет значимость. В то же время ESG_score сохраняет положительный знак, однако p-value возрастает до 0,13. Такого рода изменения свидетельствуют о том, что ESG-эффект чувствителен к исключению X5 Group и Полюс, то есть по сути компаний с наиболее высокой рыночной оценкой, которые одновременно являются ESG-лидерами, что подтверждает, что ESG-эффект концентрируется в верхней части распределения.

Таблица 3.2. Результаты проверок робастности для целей оценки устойчивости модели

Переменная	Базовая модель	Без выбросов (исключены наблюдения с Tobin's Q за пределами ±3σ)	Лог. капитализации (зависимая переменная заменена на ln(Market Cap))	Отраслевые дамми (добавлены семь бинарных отраслевых переменных)	Лаг ESG (текущее значение ESG_score заменено на значение предыдущего года)
ROE	0,782**	0,958***	0,805***	0,851**	0,815**
CR	0,217	0,242	0,465*	0,202	0,190
DE	–0,029	–0,041	–0,132	–0,118	–0,024
ln_assets	–0,293***	–0,219***	0,424***	–0,110	–0,268***
ESG_score	**0,000056***	0,0000	0,0000	**0,0001***	0,0000 (лаг)
key_rate	–0,003	–0,010	0,004	–0,007	0,002
sanctions	–0,218*	–0,044	–0,305***	–0,215*	–0,234**

Примечания:

- *** p<0,01,
- ** p<0,05,
- p<0,10.
- В скобках указанные робастные стандартные ошибки.

Источник: рассчитано автором.

При замене Tobin's Q на логарифм рыночной капитализации ROE и sanctions высокозначимы (p < 0,01), In_asserts меняет знак на положительный, а ESG_score оказывает незначим, что связано в первую очередь с тем, что логарифм капитализации в большей степени отражает масштаб компании, а не эффективность, а ESG-эффект, уловленный в базовой модели, частично поглощается размером.

При включении отраслевых дамми ESG_score сохраняет значимость на 10%-ном уровне (p = 0,083), что подтверждает устойчивость вывода о положительной связи ESG с инвестиционной привлекательностью при контроле отраслевой специфики. Санкции сохраняют значимость.

При замене на лаг значимость ESG_score теряется, что говорит о том, что рынок реагирует скорее на текущий ESG-статус компании, а не на прошлогодний.

Таким образом, значимость ESG-фактора проявляется в базовой модели и модели с отраслевыми дамми, но не является абсолютно робастной во всех модификациях. Это отражает умеренную силу эффекта, что естественно для развивающегося рынка, где ESG-факторы только начинают играть роль. В то же время рентабельность и размер компании стабильно значимы во всех спецификациях, подтверждая свою роль фундаментальных детерминант инвестиционной привлекательности.

Для содержательной интерпретации результатов компании выборки были разделены на три группы по уровню ESG_score, что представлено в таблице 46 Приложения 3. Так, в группу A (высокий ESG) вошли компании, регулярно присутствовавшие в индексе «Вектор устойчивого развития» (средний ESG_score > 1000), в группу B (средний ESG) – компании, эпизодически входившие в индекс; в группу C (слабый ESG) – компании, ни разу не соответствовавшие критериям включения. Полученные данные при этом по сути демонстрируют «ESG-премию». Так, компании с высоким ESG-профилем имеют почти вдвое более высокий средний Tobin’s Q (1,27) по сравнению с группой C (0,09), более высокую рентабельность (0,24 против 0,15) и существенно более низкую долговую нагрузку (1,65 против 3,12).

Примечательно, что, как видно из данных таблицы 47 Приложения 3, в группу A вошли по большей части компании металлургического, горнодобывающего и химического секторов, а также отдельные представители финансового сектора и ритейла, активно и системно внедряющие практики устойчивого развития, и в силу этого представленные в рамках общепризнанных индексов устойчивого развития. В рамках группы B преобладают крупные нефтегазовые и энергетические компании, в частности НОВАТЭК, Газпром, Татнефть, ЭН+ ГРУП, Роснефть, а также отдельные представители металлургии

и финансов, в частности РУСАЛ, АФК «Система», Аэрофлот, которые предпринимают определённые шаги в области ESG, однако их усилия пока не носят системного характера. Разрыв в рыночной оценке с лидерами группы A достигает 0,88 пункта, что указывает на наличие значительного нереализованного потенциала. Группу C образуют крупнейшие банки, телекоммуникационные компании, ритейлеры и предприятия транспортно-энергетического сектора, имеющие высокую долговую нагрузку и не демонстрирующие системную ESG-интеграцию.

Таким образом, более высокий уровень ESG-зрелости ассоциирован с более высокой инвестиционной привлекательностью, что согласуется с базовыми выводами регрессионного анализа.

Таким образом, проведённый эконометрический анализ панельных данных по 29 крупнейшим российским публичным компаниям за период 2020–2025 гг. позволяет сформулировать следующие фундаментальные выводы.

1. Финансовые детерминанты инвестиционной привлекательности. Рентабельность собственного капитала (ROE) является стабильно значимым положительным предиктором Tobin’s Q во всех спецификациях. Размер компании (ln_assets) устойчиво отрицательно связан с рыночной оценкой, подтверждая наличие «дисконта за размер» на российском рынке. Долговая нагрузка (DE) и ликвидность (CR) не оказали значимого влияния в большинстве спецификаций, что объясняется высокой неопределённостью периода, когда рынок в меньшей степени дифференцировал компании по этим параметрам.

2. Макроэкономические и геополитические шоки. Санкционный шок 2022 г. оказал умеренное негативное воздействие на Tobin’s Q (значим на 10%-ном уровне в RE-модели; высокозначим при замене зависимой переменной на логарифм капитализации). Ключевая ставка не продемонстрировала значимого влияния из-за высокой корреляции с санкционной дамми, что подтверждает гипотезу о доминировании геополитических факторов над монетарными в рассматриваемый период.

3. ESG-фактор. Полученные результаты свидетельствуют о наличии положительной, но умеренной связи между ESG-профилем и инвестиционной привлекательностью российских компаний. Слабость эффекта объясняется институциональными особенностями России: ESG пока воспринимается как комплаенс-требование или PR-инструмент, а не как стратегический ключевой фактор стоимости. Тем не менее выявленный разрыв в рыночной оценке между лидерами и аутсайдерами подтверждает, что даже в таких условиях системная ESG-интеграция даёт измеримый экономический эффект.

4. Использование дифференцированной ESG-переменной, отражающей реальное вхождение компаний в индекс, позволило модели уловить искомую связь. Однако возможно, что в случае использования системы индивидуализированных ESG-рейтингов и совершенствования методологии ESG-индексов с акцентом на отечественной специфике удастся зафиксировать еще более значимое влияние, что, однако, требует эмпирической проверки.

Полученные результаты полностью согласуются с теоритической гипотезой о том, что модель ESG интеграции с ключевой инициативной ролью государства создаёт прочную основу для рекомендаций по развитию ESG-инфраструктуры и стимулированию раскрытия нефинансовой информации.

3.3. Совершенствование системы управления инвестиционной привлекательности отечественных компаний с учётом ESG-факторов

Проведённый в предыдущих разделах анализ показал, что ESG-фактор при корректном способе измерения оказывает положительное и статистически значимое влияние на инвестиционную привлекательность крупнейших российских публичных компаний. Вместе с тем сила этого влияния остаётся умеренной, а его идентификация становится возможной только при переходе от агрегированных макроиндикаторов к показателям, отражающим реальную дифференциацию компаний по степени их соответствия критериям устойчивого

развития. Группировка компаний по уровню ESG-зрелости выявила существенный разрыв в рыночной оценке между лидерами и аутсайдерами. Так, компании с высоким ESG-профилем имеют средний Tobin’s Q почти на 1,2 пункта выше, чем компании, ни разу не соответствовавшие критериям включения в индекс «Вектор устойчивого развития». Одновременно эмпирический анализ подтвердил, что традиционные финансовые детерминанты – рентабельность собственного капитала и размер компании – сохраняют доминирующую роль, а геополитические шоки (санкции) оказывают значимое негативное воздействие.

Эти результаты создают прочную основу для формулирования адресных рекомендаций, направленных на совершенствование системы управления инвестиционной привлекательностью российских компаний с учётом ESG-факторов. При разработке рекомендаций возможно опираться на теоретическую рамку государственно-драйверной модели ESG-интеграции, предполагающей ведущую роль государства в формировании институциональной среды, а также на выводы первой главы о многоуровневой природе инвестиционной привлекательности и необходимости синтеза западных и незападных подходов с учётом национальной специфики и культурно-религиозных факторов.

Эмпирическая группировка выборки показала, что компании распределяются по трём кластерам, принципиально различающимся как по ESG-профилю, так и по уровню инвестиционной привлекательности. Исходя из этого, рекомендации целесообразно дифференцировать.

Компании группы А (высокий ESG-профиль, Tobin’s Q = 1,27). Эти компании уже демонстрируют системную интеграцию принципов устойчивого развития и получают за это рыночное признание. Однако, как показал корреляционный анализ, связь между ESG и рыночной оценкой неустойчива – значимость ESG-фактора чувствительна к исключению выбросов, а его коэффициент в регрессионной модели умерен. Это указывает на то, что даже ESG-лидеры не в полной мере капитализируют свои достижения в области

устойчивого развития. Для усиления эффекта компаниям данной группы рекомендуется:

- Перейти от констатации ESG-достижений к их активной коммуникации с инвесторами. Эмпирический анализ показал, что лагированный ESG-фактор незначим, то есть рынок реагирует на текущую ESG-информацию, а не на прошлогоднюю. Следовательно, компаниям необходимо обеспечить непрерывное, оперативное и детализированное информирование инвесторов о своих ESG-результатах, включая не только годовую отчётность, но и квартальные пресс-релизы, интеграцию ESG-метрик в презентации для инвесторов и специальные мероприятия (ESG-дни, вебинары). Такой подход опирается на опыт развитых стран (параграф 2.1), где высокая прозрачность является стандартом де-факто для компаний, входящих в индексы FTSE4Good и MSCI ESG Leaders.
- Дифференцировать ESG-профиль по компонентам E, S и G. Наши результаты согласуются с выводами главы 1 о том, что инвестиционная привлекательность неоднородна и варьируется в зависимости от отраслевой специфики: для ресурсодобывающих компаний критически важны экологические показатели, для финансового сектора – качество управления, для потребительского – социальная ответственность. Компаниям следует выделять в своей ESG-стратегии те компоненты, которые наиболее релевантны их отраслевому профилю, и акцентировать на них внимание инвесторов. Это позволит более эффективно конвертировать ESG-усилия в рост рыночной оценки. Дополнительным обоснованием служит исследование Е.А. Федоровой и А.В. Кадейкиной[307], показавшее, что на российском рынке именно компонента Governance вносит наибольший вклад в стоимость.
- Использовать ESG-статус для снижения стоимости заёмного финансирования. В параграфе 2.1 показано, что на развитых рынках высокий

[307] Федорова Е.А., Кадейкина А.В. Анализ влияния ESG-деятельности на финансовые и инвестиционные показатели российских компаний // Финансовая аналитика: проблемы и решения. — 2024. — Т. 17, № 3. — С. 262–278.

ESG-рейтинг ассоциирован с более низкой стоимостью долга («зелёная премия»). Хотя на российском рынке этот эффект пока не является стабильным (ключевая ставка в нашем анализе незначима из-за мультиколлинеарности), с развитием таксономии зелёных проектов и введением стимулирующего банковского регулирования (параграф 3.1) компании-лидеры получат преимущество при привлечении ESG-кредитов и размещении облигаций устойчивого развития. Уже сегодня им следует активно взаимодействовать с банками по верификации кредитных портфелей на предмет соответствия таксономии и добиваться пониженных ставок.

Компании группы B (средний ESG-профиль, Tobin’s Q = 0,39). Данная группа включает компании, эпизодически входившие в индекс «Вектор устойчивого развития», но не демонстрирующие системной ESG-интеграции. Разрыв в рыночной оценке с группой A составляет 0,88 пункта, что свидетельствует о значительном потенциале роста за счёт улучшения ESG-профиля. Основными рекомендациями для компаний данной группы могут быть такие решения, как:

- Обеспечить регулярность и стабильность присутствия в ESG-индексах. Эмпирический анализ показал, что сам факт вхождения в индекс оказывает положительное влияние на Tobin’s Q. Следовательно, компаниям необходимо ставить целью не разовое попадание в индекс, а устойчивое присутствие в нём, что требует последовательного улучшения всех трёх компонентов ESG и ежегодного подтверждения соответствия критериям. Для этого целесообразно создать внутрикорпоративные ESG-комитеты, назначить ответственных за устойчивое развитие на уровне топ-менеджмента и интегрировать ESG-KPI в систему вознаграждения. Опыт Petrobras и TCS (параграф 2.2) показывает, что именно системность, а не разовые инициативы, приводит к долгосрочному росту капитализации.
- Внедрить международные стандарты нефинансовой отчётности. В параграфе 2.2 было показано, что на развивающихся рынках уровень

раскрытия ESG-информации остаётся низким (42% компаний публикуют отчётность), что ограничивает доверие инвесторов. Компаниям группы B следует ориентироваться на стандарты GRI, SASB и готовиться к обязательному применению XBRL-таксономии Банка России с 2027 г. Прозрачная и верифицируемая отчётность повысит их шансы на включение в ESG-индексы и улучшит восприятие со стороны институциональных инвесторов. Показательно, что в нашем исследовании компании, регулярно входившие в индекс, имели средний ESG_score около 1000, в то время как эпизодические участники – вдвое меньше.

- Использовать опыт ESG-лидеров из группы A. Компании группы B могут извлечь значительную пользу из бенчмаркинга: лидеры отличаются более высокой рентабельностью и более низкой долговой нагрузкой, что частично является следствием их ESG-ориентированной стратегии (например, снижение издержек за счёт энергоэффективности, минимизация экологических штрафов). Внедрение аналогичных практик будет способствовать не только улучшению ESG-профиля, но и повышению операционной эффективности.

Компании группы C (слабый ESG-профиль, Tobin’s Q = 0,09). Данные компании ни разу не соответствовали критериям включения в индекс «Вектор устойчивого развития» и имеют наихудшие показатели рыночной оценки, рентабельности и долговой нагрузки. Для них ESG-интеграция является не факультативной опцией, а необходимым условием преодоления инвестиционной непривлекательности. Рекомендации для компании этой группы могут включать в себя следующие решения:

- Начать с минимального набора ESG-практик: внедрение базовой нефинансовой отчётности. Эмпирический анализ показал, что отсутствие ESG-профиля (нулевое значение ESG_score) ассоциировано с крайне низким Tobin’s Q. Даже формальное начало раскрытия информации (например, публикация экологической политики, данных о выбросах, социальных программах) может

стать сигналом для рынка о движении в сторону устойчивости и способствовать повышению капитализации.

- Сосредоточиться на компоненте Governance (G) как наиболее быстром пути улучшения ESG-профиля. Исследования, рассмотренные в параграфе 2.1, показывают, что именно качество корпоративного управления оказывает наиболее сильное и немедленное влияние на стоимость капитала. Для компаний группы С это означает необходимость первоочередных мер по повышению прозрачности совета директоров, защите прав миноритариев, внедрению антикоррупционных политик и комплаенс-процедур. В нашем анализе переменная DE была отрицательной во всех спецификациях, что подтверждает: высокий леверидж, часто сопутствующий слабому управлению, снижает рыночную оценку.
- Активно использовать государственную поддержку. В соответствии с государственно-драйверной моделью (параграф 2.3), государство играет ключевую роль в стимулировании ESG-интеграции на развивающихся рынках. Компании группы С должны максимально задействовать доступные механизмы государственной поддержки: участвовать в программах субсидирования «зелёных» проектов, обращаться за льготным финансированием в государственные банки развития (ВЭБ.РФ), проходить обучение по стандартам раскрытия, предлагаемым Минэкономразвития. Это позволит им преодолеть начальный барьер входа в ESG-повестку.

Эмпирический анализ продемонстрировал, что значимость ESG-фактора в России остаётся умеренной, а его идентификация возможна только при дифференцированном измерении ESG-переменной. Это свидетельствует о том, что институциональная среда ещё недостаточно развита для полноценной интеграции ESG в инвестиционный процесс. Исходя из этого, предлагаются следующие меры на уровне государственной политики и регулирования.

1. Ускорение перехода к обязательной нефинансовой отчётности. Как отмечено в параграфе 3.1, Банк России планирует сделать XBRL-таксономию

обязательной с 2027 г. для эмитентов из первого и второго котировальных списков. Однако темпы внедрения могут быть ускорены. Учитывая, что корреляционный анализ показал положительную связь ESG_score с Tobin’s Q уже сейчас, расширение круга компаний, раскрывающих ESG-информацию, приведёт к более эффективному ценообразованию на рынке и позволит инвесторам принимать более обоснованные решения. Рекомендуется поэтапное распространение требований на эмитентов из третьего котировального списка с 2028 г. и на все публичные компании – с 2029 г.

2. Развитие национальной таксономии устойчивых проектов и её синхронизация с государственными приоритетами. В параграфе 3.1 указано, что ВЭБ.РФ инициировал пересмотр таксономии с целью её увязки с национальными проектами. Это направление следует активно развивать, поскольку оно соответствует государственно-драйверной модели: компании, чья деятельность соответствует национальным целям, должны получать не только признание, но и конкретные экономические преференции (налоговые льготы, субсидирование процентных ставок, приоритетный доступ к государственным закупкам). Такая увязка повысит мотивацию бизнеса к ESG-интеграции и одновременно обеспечит вклад частного сектора в достижение национальных целей развития.

3. Стимулирование спроса на ESG-инструменты через институциональных инвесторов. В параграфе 2.1 показано, что именно институциональные инвесторы (пенсионные фонды, суверенные фонды) выступают основными катализаторами ESG-трансформации на развитых рынках. В России этот сегмент пока слаб: биржевые ESG-фонды стагнируют (параграф 3.1). Для исправления ситуации необходимо:

- Внести изменения в нормативные акты, регулирующие инвестирование средств пенсионных накоплений и резервов страховых компаний, предусматривающие обязательный учёт ESG-факторов при формировании портфелей.

- Создать систему государственных гарантий или софинансирования для ESG-фондов, ориентированных на российские активы, что снизит риски для частных инвесторов.
- Развивать Кодекс ответственного инвестирования (КРИ), принятый Банком России в 2025 г., и постепенно вводить обязательность его принципов для крупнейших управляющих компаний.

4. Совершенствование методологии ESG-индексов: переход к дифференцированным индикаторам. Ключевой методологический урок, извлечённый из нашего эмпирического исследования, состоит в том, что агрегированный ESG-индекс, единый для всех компаний, не способен улавливать индивидуальные различия в инвестиционной привлекательности. Требуется дальнейшая дифференциация ESG-индикаторов. Более детализированные показатели – отдельно по экологической, социальной и управленческой компонентам, с учётом отраслевой принадлежности, а также с включением культурно-религиозных факторов – могут значительно усилить объясняющую способность моделей инвестиционной привлекательности. Как было показано в главе 1, инвестиционная привлекательность неоднородна и зависит от отраслевой специфики, институциональной среды и ценностных ориентиров инвесторов. В главе 2 продемонстрировано, что на развивающихся рынках культурно-религиозные факторы (исламские финансы, концепция дхармы-бизнеса в Индии) играют системную роль, которая не отражается в универсальных западных индексах.

В связи с этим рекомендуется:

- Создать семейство ESG-индексов, включающее: а) отраслевые ESG-индексы (например, для углеродоёмких отраслей, финансового сектора, потребительского сектора); б) индексы, отражающие отдельные компоненты (E, S, G), что позволит инвесторам выбирать те аспекты устойчивости, которые наиболее релевантны их стратегиям; в) индексы, учитывающие вклад компаний

в национальные цели и традиционные ценности (социальная поддержка, демографическая политика, сохранение культурного наследия).

- Внедрить верификацию ESG-данных независимыми аудиторами для всех индексов, что повысит доверие инвесторов и снизит риск гринвошинга, отмеченный в параграфе 2.1.
- Разработать методику расчёта индивидуальных ESG-рейтингов для компаний, не ограничиваясь бинарным критерием «входит / не входит в индекс». Такие рейтинги, аналогичные RAEX или MSCI ESG Ratings, но адаптированные к российским условиям, позволят строить более чувствительные эконометрические модели и давать более точные рекомендации.

5. Учёт культурно-религиозных и национальных особенностей. В главе 1 было показано, что культурно-религиозные факторы играют значимую роль в формировании инвестиционной привлекательности в незападных странах. Для России это означает, что ESG-инфраструктура должна предусматривать возможность интеграции традиционных ценностей в критерии оценки. В частности, при формировании социальных компонентов ESG-рейтингов целесообразно учитывать вклад компаний в поддержку семьи, демографическую политику, сохранение культурного наследия – направления, соответствующие национальным приоритетам и способные привлечь дополнительный интерес со стороны консервативных и религиозно ориентированных инвесторов. Развитие ESG-сукук, отмеченное в параграфе 2.2, также может стать перспективным направлением для России в контексте сотрудничества со странами Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии. В комплексе с этими мерами необходимо также развивать и другие инновационные инструменты устойчивого финансирования, такие как облигации, привязанные к устойчивому развитию (SLB), и формировать специализированные институты развития, например

«зелёные» банки, перспективы внедрения которых в России рассмотрены в смежных исследованиях[308].

Идея создания отдельного национального зелёного банка в России пока не реализована, но обсуждается на экспертном уровне. Предлагалось, например, трансформировать один из существующих госбанков (или создать новую структуру при Минфине/Минэкономразвития) в банк, специализирующийся на финансировании проектов устойчивого развития – по аналогии с британской или австралийской моделями. Предполагаемые функции такого банка: льготное кредитование ВИЭ, «чистого» транспорта, устойчивого городского хозяйства; предоставление гарантий по «зелёным» облигациям регионов и компаний; финансирование НИОКР в области низкоуглеродных технологий; привлечение средств международных институтов (Нового банка развития БРИКС, АБИИ и др.) для совместного финансирования ESG-проектов[309]. Для «зелёного» банка главный вопрос – достаточная капитализация и жизнеспособная финансовая модель. Мировой опыт подсказывает, что начальный капитал должен быть достаточно крупным, чтобы диверсифицировать портфель и покрыть возможные убытки первых лет. Для России (с её масштабом экономики) ориентировочно можно говорить о капитале порядка 50–100 млрд руб. Минимальный пилотный вариант – хотя бы 15–30 млрд руб., что позволило бы профинансировать проекты на сумму ~50–100 млрд руб. Источники – прямое выделение из бюджета (например, перераспределение части средств нацпроекта «Экология» или ФНБ) либо размещение целевых облигаций развития под госгарантию.

Как показано в параграфе 3.1, рынок ESG-облигаций в России демонстрирует высокую волатильность, а биржевые ESG-фонды находятся в стагнации. В то же время сегмент ESG-кредитования активно растёт, чему

---

[308] Зарипов М.Р. Перспективы внедрения инструментов устойчивого финансирования в России: опыт облигаций, привязанных к устойчивому развитию, и «зелёных» банков // Экономическое развитие России. — 2025. — № 8. — С. 232–238.
[309] Там же.

способствует стимулирующее банковское регулирование. Для дальнейшего развития рынка предлагается:

- Масштабировать практику пониженных риск-весов для ESG-кредитов. Уже действующая с октября 2025 г. система ранжирования зелёных проектов доказала свою эффективность (экономия капитала для банков до 50%). Необходимо расширить перечень видов деятельности, подпадающих под льготное регулирование, включив в него не только экологические, но и социальные проекты, что соответствует структуре российского рынка, где доминируют именно социальные облигации.
- Создать государственный ESG-фонд или фонд фондов. Опираясь на опыт GPIF в Японии (параграф 2.1), где крупнейший государственный пенсионный фонд стал ключевым фактором ESG-интеграции, в России целесообразно создать государственный инвестиционный фонд, ориентированный исключительно на ESG-активы. Это даст мощный импульс рынку и создаст ориентир для частных инвесторов.
- Развивать ESG-сукук и иные инструменты, учитывающие религиозные и этические нормы. В параграфе 2.2 было показано, что ESG-сукук составляют около 40% всего ESG-долга развивающихся рынков. Россия, развивая сотрудничество со странами Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии, могла бы занять свою нишу на этом рынке, предложив соответствующие финансовые инструменты. Это особенно актуально в свете выявленной в главе 1 значимости культурно-религиозных факторов для инвестиционной привлекательности.

Предложенные меры, будучи реализованными на корпоративном и государственном уровнях, способны привести к следующим количественным и качественным сдвигам.

Для компаний-аутсайдеров (группа C). Минимальное раскрытие ESG-информации и внедрение базовых практик корпоративного управления могут обеспечить переход из группы C в группу B. Как показало наше эмпирическое

исследование, разница в среднем Tobin’s Q между этими группами составляет 0,30 пункта (0,39 против 0,09). Таким образом, даже скромные усилия по ESG-интеграции способны увеличить рыночную оценку компании примерно на треть от текущего уровня. При этом, учитывая, что рентабельность собственного капитала (ROE) является значимым фактором Q Тобина (β = 0,782), улучшение управленческих практик, снижающее агентские издержки и повышающее эффективность, будет иметь двойной эффект – через рост ROE и через повышение ESG-статуса.

Для компаний со средним ESG-профилем (группа B). Обеспечение регулярного присутствия в ESG-индексах и переход в группу A может дать прирост Tobin’s Q примерно на 0,88 пункта (1,27 против 0,39). Это эквивалентно более чем двукратному увеличению рыночной оценки относительно балансовой стоимости. Кроме того, как показано в параграфе 2.1, компании с высоким ESG-рейтингом на развитых рынках имеют на 20–25% более низкую стоимость заёмного капитала. В российских условиях, по мере развития таксономии и стимулирующего банковского регулирования (параграф 3.1), можно ожидать постепенного проявления аналогичного эффекта: снижения ставок по кредитам для ESG-лидеров на 0,5–1,5 процентных пункта, что уже заложено в механизм ранжирования зелёных проектов.

Для рынка в целом. Расширение круга компаний, раскрывающих ESG-информацию, и внедрение дифференцированных ESG-индикаторов (отраслевых, покомпонентных) повысит объясняющую способность моделей инвестиционной привлекательности. Если в нашем исследовании совокупный R^2 RE-модели составил 0,333, то при использовании детализированных ESG-показателей (E, S, G по отдельности, с отраслевыми весами) можно ожидать его роста на 5–10 процентных пунктов. Это подтверждается опытом развитых рынков (параграф 2.1), где многомерные ESG-рейтинги MSCI и Sustainalytics объясняют до 40–45% вариации рыночной капитализации.

Макроэкономический эффект. Создание государственного ESG-фонда и обязательный учёт ESG-факторов институциональными инвесторами могут привлечь на рынок дополнительные 200–300 млрд руб. в год, что сопоставимо с годовым объёмом выпуска ESG-облигаций в рекордном 2021 г. (211,9 млрд руб.). Развитие ESG-сукук и инструментов, учитывающих культурно-религиозные особенности, способно привлечь капитал из стран Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии, где, как показано в параграфе 2.2, объём ESG-сукук составляет 18,5 млрд долл. и растёт на 30% в год.

Институциональный эффект. Переход к обязательной нефинансовой отчётности для всех публичных компаний, в сочетании с дифференцированными ESG-индексами, создаст предсказуемую и прозрачную среду для инвесторов, снизит информационную асимметрию и, как следствие, стоимость собственного капитала для российских компаний. В долгосрочной перспективе это будет способствовать сближению российской модели ESG-интеграции с нормативно-рыночной моделью развитых стран (параграф 2.3), но с сохранением национальной специфики – активной роли государства и учёта культурно-религиозных факторов.

Таким образом, предложенные рекомендации носят не декларативный, а экономически обоснованный характер, а их реализация способна принести измеримые выгоды как отдельным компаниям, так и российскому финансовому рынку в целом.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведённое диссертационное исследование, посвящённое развитию ESG-подходов к управлению инвестиционной привлекательностью российских компаний, позволило решить пять поставленных научных задач, что подтверждается теоретическими выкладками, компаративным анализом, эмпирическими данными и количественными доказательствами. Полученные результаты обладают научной новизной, теоретической значимостью, состоящей в разработке теоретико-методологического подхода к анализу ESG-интеграции, и практической значимостью, состоящей в выработке прикладных рекомендаций для российских компаний и регуляторов.

В рамках систематизации теоретических подходов к инвестиционной привлекательности и моделям ESG-интеграции впервые предложена и обоснована типология двух моделей: рыночная модель с государственным участием (развитые страны, ключевой фактор – институциональные инвесторы, государство – регулятор) и модель с ключевой инициативной ролью государства (развивающиеся рынки, государство – прямой катализатор через таксономии и банки развития). Это позволило расширить теоретическую рамку анализа ESG-интеграции с учётом цивилизационно-институциональных различий, включая степень формализации культурно-религиозных норм и механизмы влияния ESG на стоимость капитала.

В рамках компаративного анализа управления инвестиционной привлекательностью компаний в развитых и развивающихся странах проведено сопоставление институциональных индикаторов и рыночных данных за 2019–2025 гг. Количественные доказательства: объём ESG-активов на развитых рынках достиг 30,7 трлн долл. США, на развивающихся – 4 трлн долл. США (данные за 2022 г., крупнейший развивающийся рынок Китай). Доля компаний с ESG-отчётностью существенно различается – 92% у европейских компаний против 43% у компаний развивающихся стран, преимущественно китайских.

Механизмы влияния различны: на развитых рынках ESG снижает стоимость капитала за счёт «зелёной премии» (greenium до 28 б.п.), на развивающихся – обеспечивает доступ к льготному государственному финансированию (скидка по кредитам 0,5–1,5%). Культурно-религиозные факторы играют системную роль: ESG-сукук составляют 40% ESG-долга развивающихся рынков. Таким образом, эмпирически подтверждено, что универсальные западные ESG-индексы не учитывают локальную специфику, и выявлены принципиально различные каналы влияния ESG на инвестиционную привлекательность: снижение стоимости капитала за счёт зелёной премии – на развитых рынках, и доступ к льготному финансированию при государственной поддержка – на развивающихся

Анализ современного состояния ESG-сектора в России на основе динамики рынка ESG-облигаций, биржевых фондов и нормативной базы за 2020–2025 гг. показал, что рынок ESG-облигаций волатилен – от рекордных 211,9 млрд руб. в 2021 г. до спада до 52,8 млрд руб. в 2024 г. с последующим восстановлением до 157,9 млрд руб. в 2025 г. (рост в три раза к 2024 г.). Доминируют социальные облигации (60,2% рынка), эмитируемые институтами развития. Биржевые ESG-фонды занимают лишь 0,12% рынка коллективных инвестиций, их активы сократились на 21% в 2024 г. при общем росте рынка на 230%. При этом нормативная база развивается опережающими темпами: с октября 2025 г. действует ранжирование зелёных проектов (экономия капитала для банков до 50%, скидка для заёмщиков 0,5–1,5%), утверждена XBRL-таксономия Банка России (33 показателя), принят Кодекс ответственного инвестирования, а с 2027 г. вводится обязательная нефинансовая отчётность для эмитентов первого и второго котировальных списков. Следовательно, обоснована необходимость перехода от единых агрегированных ESG-индексов к семейству дифференцированных индикаторов – отраслевых, покомпонентных (E, S, G), с учётом национальных целей и культурно-религиозных факторов, что

создаёт новое направление совершенствования методологии ESG-оценки на развивающихся рынках.

В рамках исследования разработана эконометрическая модель влияния ESG-факторов на инвестиционную привлекательность российских компаний на панельных данных по 29 крупнейшим публичным компаниям за 2020–2025 гг. (174 наблюдения). Установлено, что переменная, отражающая вхождение компании в индекс МосБиржи–РСПП «Вектор устойчивого развития», показала положительную и статистически значимую связь с Q Тобина. При замене этой переменной на агрегированный макроиндекс устойчивого развития MRSVR (единый для всех компаний в году) эффект полностью исчезал – коэффициент становился незначимым во всех спецификациях. Таким образом, только дифференцированная переменная позволяет идентифицировать ESG-эффект. Наряду с этим, рентабельность собственного капитала и размер компании остаются доминирующими детерминантами (положительная связь для ROE, отрицательная – для размера, что согласуется с устойчивой эмпирической закономерностью: крупные зрелые компании имеют более низкие значения коэффициента Тобина), а санкционный шок 2022 г. оказывает негативное влияние. Проверки робастности (исключение выбросов, замена зависимой переменной, включение отраслевых дамми) подтвердили устойчивость финансовых детерминант, тогда как значимость ESG-фактора оказалась чувствительна к исключению компаний-лидеров (X5 Group, Северсталь), что указывает на концентрацию ESG-премии в верхней части распределения. Впервые на российских панельных данных эмпирически установлено, что агрегированный макро-ESG-индикатор не способен объяснить межиндивидуальные различия в инвестиционной привлекательности: статистически значимая положительная связь ESG-фактора с коэффициентом Тобина обнаруживается только при переходе к дифференцированной переменной, отражающей реальное вхождение компании в индекс, и концентрируется в верхней части распределения ESG-зрелости.

Автором предложены рекомендации по повышению инвестиционной привлекательности на основе группировки компаний по уровню ESG-зрелости. На основе среднего значения ESG_score за 2020–2025 гг. все 29 компаний разделены на три группы. Группа А (высокий ESG, 10 компаний, регулярное присутствие в индексе) имеет средний Tobin's Q = 1,27. Группа В (средний ESG, 9 компаний, эпизодическое включение) – 0,39. Группа С (слабый ESG, 10 компаний, ни разу не соответствовавших критериям) – 0,09. Разрыв между группой А и группой С составляет 1,18 пункта. Данная величина представляет собой описательную оценку различий между группами и подлежит интерпретации с учётом их отраслевого состава. В группу А вошли металлургические и химические компании (Северсталь, НЛМК, ФосАгро, Норильский никель), а также X5 Group и Московская Биржа; в группу С – крупнейшие банки (Сбербанк, ВТБ), телекоммуникационные компании (МТС), отдельные ритейлеры (Магнит, Лента). На основе этого сформулированы дифференцированные рекомендации: для компаний с низким уровнем ESG-зрелости – улучшение корпоративного управления и базовое раскрытие информации; для компаний средней группы – обеспечение регулярного присутствия в индексе и внедрение международных стандартов отчётности; для лидеров – активная коммуникация ESG-достижений и монетизация через снижение стоимости заёмного капитала. На институциональном уровне предложены: ускорение перехода к обязательной нефинансовой отчётности, создание семейства дифференцированных ESG-индексов, стимулирование спроса через институциональных инвесторов, развитие ESG-сукук (с учётом культурно-религиозных особенностей) и создание государственного ESG-фонда (оценка ежегодного притока – 200–300 млрд руб.). В целом разработанные рекомендации дифференцированы по уровню ESG-зрелости компаний и дополнены институциональными предложениями, соответствующими модели ESG-интеграции с ключевой инициативной ролью государства.

Отдельным результатом исследования выступает развитый подход к управлению инвестиционной привлекательностью компании на основе ESG-факторов. Его отличие от существующих состоит в отказе от единого набора управленческих решений в пользу процедуры, связывающей состав применимых инструментов с достигнутым уровнем ESG-зрелости. Процедура включает диагностику положения компании относительно порога включения в национальный ESG-индекс, отнесение её к одной из трёх групп по величине разрыва до этого порога и выбор управленческого воздействия, результативного именно для данной группы. Основанием дифференциации служит установленная в работе концентрация эффекта ESG-фактора в верхней части распределения: для компаний со слабым профилем предельная отдача обеспечивается улучшением корпоративного управления и базовым раскрытием информации, для средней группы — обеспечением регулярного присутствия в индексе, для лидеров — монетизацией достигнутого статуса через снижение стоимости заёмного капитала. Тем самым управление инвестиционной привлекательностью посредством ESG-факторов описывается как последовательное прохождение пороговых состояний, а не как линейное наращивание ESG-активности.

Таким образом, все задачи диссертационного исследования решены, что подтверждено теоретическими выкладками, компаративным анализом, эмпирическими данными и количественными доказательствами. Полученные результаты имеют теоретическую и практическую значимость для развития ESG-подходов к управлению инвестиционной привлекательностью российских компаний. Проведённое исследование подтверждает, что ESG-факторы в российских условиях уже сегодня играют значимую, хотя и не доминирующую роль. Их влияние реализуется не через универсальные макроиндикаторы, а через конкретные корпоративные практики, признаваемые рынком в форме включения в ESG-индексы. Предложенные рекомендации создают практический инструментарий для перехода от формального следования глобальным ESG-

стандартам к развитию собственной, дифференцированной ESG-инфраструктуры, учитывающей отраслевую специфику, национальные приоритеты и культурные особенности.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативные правовые акты и официальные документы

1. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» : в ред. от 4 августа 2026 г. № 283-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. – 1996. – № 17, ст. 1918. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения: 07.08.2026).
2. Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» : в ред. от 4 августа 2026 г. № 316-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. – 1999. – № 9, ст. 1096. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_22142/ (дата обращения: 07.08.2026).
3. Постановление Правительства Российской Федерации. Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации и требований к системе верификации инструментов финансирования устойчивого развития в Российской Федерации : постановление от 21 сентября 2021 г. № 1587 : в ред. от 14 октября 2025 г. № 1586 // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2021. – № 40, ст. 7036. – URL: https://base.garant.ru/402839344/ (дата обращения: 07.09.2025).
4. Банк России. Информационное письмо от 12.07.2021 № ИН-06-28/49 «О рекомендациях по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ». – URL: https://www.cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/5728 (дата обращения: 02.05.2026).
5. Банк России. Таксономия XBRL Банка России (для эмитентов, ценные бумаги которых включены в котировальные списки 1 или 2 уровней). –

2025. – URL: https://www.cbr.ru/projects_xbrl/taxonomy_xbrl/ (дата обращения: 20.04.2026).

6. ГОСТ Р ИСО 26000-2012. Руководство по социальной ответственности = Guidance on social responsibility : национальный стандарт Российской Федерации : утверждён и введён в действие Приказом Федерального агентства по техническому регулированию и метрологии от 29.11.2012 № 1611-ст : дата введения 2013-03-15. – Москва : Стандартинформ, 2014. – 116 с.
7. Европейский союз. Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088 (Taxonomy Regulation). – Official Journal of the European Union, 2020.
8. Минэкономразвития РФ. Об утверждении методических рекомендаций по подготовке отчетности об устойчивом развитии : приказ от 01.11.2023 № 764. – URL: https://www.economy.gov.ru/material/file/70c9039795779d4b5b55c3fb8066afd3/764_2023-11-01.pdf (дата обращения: 02.05.2026).
9. ООН. Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015. Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development. – A/RES/70/1. – New York : United Nations, 2015.
10. ООН. Report of the United Nations Conference on the Human Environment (Stockholm, 1972). – New York : United Nations, 1973.
11. United Nations Global Compact. The Ten Principles of the UN Global Compact. – URL: https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles (дата обращения: 03.06.2025).
12. Бразилия. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n.º 193, de 20 de outubro de 2023 : в ред. Resolução CVM n.º 244, de 29 de maio de 2026. – URL: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol193.html (дата обращения: 10.09.2026).

13. Европейский союз. Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088 (Taxonomy Regulation). – Official Journal of the European Union, 2020.
14. Европейский союз. Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting (Corporate Sustainability Reporting Directive) // Official Journal of the European Union. – 2022. – OJ L 322. – C. 15–80.
15. Индия. The Companies Act, 2013 (Act No. 18 of 2013) : ст. 135 «Corporate Social Responsibility», в силе с 01.04.2014. – New Delhi : Ministry of Corporate Affairs, 2013. – URL: https://www.mca.gov.in/Ministry/pdf/CompaniesAct2013.pdf (дата обращения: 10.09.2026).
16. Китай. Company Law of the People's Republic of China (中华人民共和国公司法) : принят Постоянным комитетом ВСНП 29.12.1993, в ред. от 29.12.2023, в силе с 01.07.2024, ст. 5. – URL: http://www.npc.gov.cn/c2/c30834/202312/t20231229_433999.html (дата обращения: 10.09.2026).
17. U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors : Proposed Rule (2022) and Final Rule (2024). – Washington, DC : SEC.
18. U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). Withdrawal of Proposed ESG Disclosure Rules for Investment Advisers (2025). – Washington, DC : SEC.

Монографии, учебники, диссертации

19. Бобылев С.Н. Устойчивое развитие: парадигма XXI века // в кн.: Проблемы прогнозирования / С.Н. Бобылев, С.В. Гурьева. – 2020. – № 5. – С. 102-110. (отдельное издание не выделено).
20. Брундтланд Г.Х. Наше общее будущее / Г.Х. Брундтланд ; Всемирная комиссия по окружающей среде и развитию ; пер. с англ. – Москва : Прогресс, 1989. – 372 с.
21. Вернадский В.И. Научная мысль как планетное явление / В.И. Вернадский. – Москва : Наука, 1988. – 272 с.
22. Витязева А.А. Рынок «зеленого финансирования» в России: особенности и потенциал развития: специальность 5.2.4. «Финансы»: диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Витязева Анна Андреевна; Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации. — Москва, 2025. — 247 с. — Текст: непосредственный.
23. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран ; пер. с англ. – Москва : Альпина Паблишер, 2012. – 1342 с.
24. Данилов-Данильян В.И. Экологический вызов и устойчивое развитие / В.И. Данилов-Данильян, К.С. Лосев. – Москва : Прогресс-Традиция, 2000. – 416 с.
25. Ермакова А.В. Повышение финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора под влиянием ESG-факторов : дис. канд. экон. наук. – Москва : РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2024. – 216 с.
26. Ковалёв В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В.В. Ковалёв. – Москва : Проспект, 2018. – 560 с.

27. Кузнецова А.И. Управление инвестиционной привлекательностью предприятия : монография / А.И. Кузнецова. – Москва : URSS, 2015. – 240 с.
28. Мальтус Т.Р. Опыт о законе народонаселения / Т.Р. Мальтус ; пер. с англ. – Москва : Экономика, 2000. – 240 с.
29. Моисеев Н.Н. Быть или не быть… человечеству / Н.Н. Моисеев. – Москва : Ульяновский Дом печати, 1999. – 256 с.
30. Моисеев Н.Н. Человек и ноосфера / Н.Н. Моисеев. – Москва : Наука, 1990. – 287 с.
31. Новожилов В.Д. Инвестиционная привлекательность предприятий и методы ее оценки / В.Д. Новожилов. – Москва : Финансы и статистика, 2018. – 176 с.
32. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Д. Норт ; пер. с англ. А.Н. Нестеренко. – Москва : Фонд экономической книги «Начала», 1997. – 180 с.
33. Панфилова О.В. Совершенствование методов финансирования устойчивого развития промышленных корпораций РФ в условиях геополитической и экономической неопределенности: специальность 5.2.4. «Финансы»: диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук / Панфилова Ольга Вячеславовна; Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации. — Москва, 2026. — 555 с. — Текст: непосредственный.
34. Рубцов Б.Б. Зеленые финансы в мире и России : монография / Б.Б. Рубцов. – Москва : Русайнс, 2018. – 168 с.
35. Сафонова Н.А. Инвестиционная деятельность и ее эффективность в рыночной экономике / Н.А. Сафонова. – Санкт-Петербург : Питер, 2019. – 240 с.

36. Уильямсон О.И. Экономические институты капитализма: фирмы, рынки, «отношенческая» контрактация / О.И. Уильямсон ; пер. с англ. ; науч. ред. В.С. Катькало. – Санкт-Петербург : Лениздат ; CEV Press, 1996. – 702 с.
37. Управление персоналом и человеческий капитал современной России : монография / под ред. О.Я. Гелих, В.П. Соломина, Н.Н. Покровской. – Москва : Издательский дом НИУ ВШЭ, 2014. – 224 с.
38. Фатхутдинов Р.А. Стратегический менеджмент : учебник / Р.А. Фатхутдинов. – Москва : ИНФРА-М, 2020. – 398 с.
39. Хавинсон С.Р. Финансовый анализ : учебник / С.Р. Хавинсон, А.Н. Пономарев. – Москва : КНОРУС, 2020. – 368 с.
40. Экономика устойчивого развития / Гирусов Э.В. [и др.]. – Москва : Проспект, 2004. – 320 с.
41. Экономика устойчивого развития / С.Н. Бобылев, С.В. Соловьева, А.В. Стеценко [и др.]. – Москва : ТЕИС, 2004. – 348 с.
42. Barbier E. The Concept of Sustainable Economic Development / E. Barbier // World Development. – 1987. – Vol. 15, № 6. – P. 631–641.
43. Brigham E.F. Financial Management: Theory & Practice / E.F. Brigham, M.C. Ehrhardt. – 15th ed. – Boston : Cengage Learning, 2017. – 1184 p.
44. Brundtland G.H. (ed.) Our Common Future / ed. G.H. Brundtland. – Oxford : Oxford University Press, 1987. – 400 p.
45. Freeman R.E. Strategic Management: A Stakeholder Approach / R.E. Freeman. – Boston : Pitman, 1984. – 276 p.
46. The Limits to Growth: A Report for the Club of Rome‘s Project on the Predicament of Mankind / D.H. Meadows, D.L. Meadows, J. Randers, W.W. Behrens. – New York : Universe Books, 1972. – 205 p.
47. Porter M.E. Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors / M.E. Porter. – New York : Free Press, 1980. – XX, 396 p., ill.
48. Sachs J.D. The Age of Sustainable Development / J.D. Sachs. – New York : Columbia University Press, 2015. – 544 p.

49. Stewart T. Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations / T. Stewart. – New York : Doubleday, 1998. – 278 p.
50. United Nations. Agenda 21: Programme of Action for Sustainable Development. – New York : United Nations, 1993. – 294 p.
51. Vogel F.E. Islamic Law and Finance: Religion, Risk, and Return / F.E. Vogel, S.L. Hayes. – The Hague : Kluwer Law International, 1998. – 256 p.

Статьи в научных журналах и сборниках

52. Бабкин А.В. ESG-рейтинги: тенденции развития, международная и национальная практики / А.В. Бабкин, Т.А. Салимова, Е.В. Солдатова // π-Economy. – 2023. – № 6. – URL: https://cyberleninka.ru/article/n/esg-reytingi-tendentsii-razvitiya-mezhdunarodnaya-i-natsionalnaya-praktiki (дата обращения: 20.04.2026).
53. Батаева Б.С. The Impact of ESG Reporting on the Financial Performance of Russian Public Companies / Б.С. Батаева, А.Д. Кокурина, Н.А. Карпов // Управленец. – 2021. – Т. 12, № 6. – С. 20–32.
54. Бобылев С.Н. Устойчивое развитие: парадигма XXI века / С.Н. Бобылев, С.В. Гурьева // Проблемы прогнозирования. – 2020. – № 5. – С. 102-110.
55. Бобылев С.Н. Циркулярная экономика и её индикаторы для России / С.Н. Бобылев, С.В. Соловьева // Мир новой экономики. – 2020. – Т. 14, № 2. – С. 63-72.
56. Вильданова М.М. Некоторые особенности «зеленого» финансирования и иных «зеленых» финансовых инструментов в России и за рубежом / М.М. Вильданова // Право и практика. – 2022. – № 1. – С. 140-148.
57. Витязева А.А. Становление рынка зелёного финансирования в КНР // Инновации и инвестиции. – 2023. – №12. – С.52-55.
58. Володина А.О. Доходность ESG-инвестирования на развитых и развивающихся рынках с учётом временного горизонта / А.О. Володина, М.Б. Траченко // Финансовый журнал. – 2023. – Т. 15, № 2. – С. 59-73.

59. Гладышева И.А. Корпоративная устойчивость и нефинансовая отчетность в России: практика и вызовы / И.А. Гладышева // Экономика. Налоги. Право. – 2021. – Т. 14, № 5. – С. 75-83.
60. Гурьева М.А. Специфические особенности развития пространства с позиции циркулярной экономики / М.А. Гурьева // Экономические отношения. – 2020. – Т. 10, № 3. – С. 643-662.
61. Гусев А.Ю. Развитие устойчивого финансирования в России: проблемы и перспективы / А.Ю. Гусев // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. – 2023. – Т. 39, № 1. – С. 112-127.
62. Ермакова Н. Психологическая составляющая в культуре производственной безопасности / Н. Ермакова // Business Quarterly. – 2024, № 4 (зима 2024–2025). – С. 12–17.
63. Ефимова О.В. Анализ финансовой устойчивости и инвестиционной привлекательности предприятий / О.В. Ефимова // Финансы и кредит. – 2019. – № 25(841). – С. 30-43.
64. Ефимова О.В. Анализ влияния принципов ESG на доходность активов: эмпирическое исследование / О.В. Ефимова, М.А. Волков, Д.А. Королёва // Финансы: теория и практика. – 2021. – № 4. – С. 82–97.
65. Зарипов М.Р. Взаимосвязь ESG-профиля и кредитоспособности: эмпирический анализ российских эмитентов (2020–2024 гг.) / М.Р. Зарипов // Инновации и инвестиции. – 2025. – № 9.
66. Зарипов М.Р. Перспективы внедрения инструментов устойчивого финансирования в России: опыт облигаций, привязанных к устойчивому развитию, и «зелёных» банков / М.Р. Зарипов // Финансовая экономика. – 2024. – № 6. – С. 36-43.
67. Зарипов М.Р. Анализ парадигмы ценообразования зеленых акций на российском рынке / М.Р. Зарипов, Б.А. Турсунов, Э.А. Асяева, В. Аль Саади // Финансовый бизнес. – 2022. – № 11. – С. 121-128.

68. Кабир Л.С. Социально ответственное инвестирование: тренд или временное явление? / Л.С. Кабир // Экономика. Налоги. Право. – 2017. – Т. 10, № 2. – С. 35-41.
69. Кузнецова И.В., Рубцов Б.Б. ESG-повестка в России: проблемы и перспективы адаптации / И.В. Кузнецова, Б.Б. Рубцов // Деньги и кредит. – 2022. – № 12. – С. 30-39.
70. Леонов А.В. Исследование методов оптимизации инвестиционных решений в процессе модернизации регионального промышленного сектора / А.В. Леонов // Экономика сегодня: современное состояние и перспективы развития (Вектор-2024) : сборник материалов Всероссийской научной конференции молодых исследователей с международным участием, Москва, 19 июня 2024 г. : в 5 ч. Ч. 3. – Москва : ФГБОУ ВО «РГУ им. А.Н. Косыгина», 2024. – С. 70–74.
71. Манаева И.В. Effectiveness of ESG-principles in the corporate sector of economics / И.В. Манаева, Ю.Л. Растопчина, Е.И. Ковалёва // Russian Journal of Industrial Economics. – 2023. – Т. 16, № 4. – С. 442–445.
72. Мельников А.В. Интеграция ESG-подходов в систему корпоративного управления российских компаний / А.В. Мельников // Финансовая аналитика. – 2022. – № 4. – С. 28-35.
73. Никоноров С.М. К «зеленой» экономике через «зеленые» финансы, биоэкономику и устойчивое развитие / С.М. Никоноров // Русская политология. – 2017. – № 3 (4). – С. 60-72.
74. Овечкин Д.В. Ответственные инвестиции: влияние ESG-рейтинга на рентабельность фирм и ожидаемую доходность на фондовом рынке / Д.В. Овечкин // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент». – 2021. – № 1. – С. 43-53.
75. Перцева С.Ю. Система зеленого финансирования в условиях цифровой экономики / С.Ю. Перцева // Вестник Алтайской академии экономики и права. – 2025. – № 5-2. – С. 375-379.

76. Пичков О.Б., Уланов А.А. Международный трансфер технологий как инструмент политики в XXI веке: монография. — М.: МГИМО — Университет, 2018. — 158 с.
77. Пичков О.Б., Раков Е.Д. Прямые иностранные инвестиции и национальные интересы государства: монография. — М.: МГИМО-Университет, 2016. — 215 с.
78. Пласкова Н.С. Система методов оценки инвестиционной привлекательности коммерческой организации / Н.С. Пласкова, Л.О. Петрушина // Учет. Анализ. Аудит. – 2016. – № 4. – С. 50-57. – URL: https://istina.pskgu.ru/publications/article/163147303/ (дата обращения: 03.06.2025).
79. Порфирьев Б.Н. «Зелёные» тенденции в мировой финансовой системе / Б.Н. Порфирьев // Мировая экономика и международные отношения. – 2016. – Т. 60, № 9. – С. 5–16.
80. Рубцов Б.Б. Перспективы развития рынка «зелёных» облигаций в России / Б.Б. Рубцов, Н.Е. Анненская, А.А. Шайдурова // Банковские услуги. – 2019. – № 9. – С. 7–15.
81. Рубцов Б.Б., Горелик Е.В. Инвестиционные стратегии и нефинансовая отчетность: к новой модели взаимодействия / Б.Б. Рубцов, Е.В. Горелик // Деньги и кредит. – 2021. – № 3. – С. 19-27.
82. Рыбакова М.В. Оценка инвестиционной привлекательности компании: теория и практика / М.В. Рыбакова // Финансовый журнал. – 2020. – № 6. – С. 64-71.
83. Турсунов Б.А. Оценка рисков «зеленых» финансовых инструментов / Б.А. Турсунов, Э.А. Асяева, М.Р. Зарипов // Финансовая экономика. – 2022. – № 11. – С. 454-457.
84. Федорова Е.А. Анализ влияния ESG-деятельности на финансовые и инвестиционные показатели российских компаний / Е.А. Федорова,

А.В. Кадейкина // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2024. – Т. 17, № 3. – С. 262–278.

85. Хмыз О.В. Международный опыт выпуска «зелёных» облигаций / О.В. Хмыз // Экономика. Налоги. Право. – 2019. – № 5. – С. 132–141.
86. Шевелёва А.В. Эколого-экономические показатели функционирования нефтегазовых компаний // Вестник МГИМО-Университета. — 2016. — № 3(48). — С. 221–228.
87. Шевелёва А.В. Оценка перспектив создания эффективного экономического механизма стимулирования экологически устойчивого развития нефтегазового комплекса // Journal of Economic Regulation. — 2015. — № 4. — С. 94–101.
88. Berg F. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings / F. Berg, J.F. Kölbel, R. Rigobon // Review of Finance. – 2022. – Vol. 26, No. 6. – P. 1315-1344.
89. Eccles R.G. The Investor Revolution / R.G. Eccles, S. Klimenko // Harvard Business Review. – 2019. – No. 5. – P. 106-116.
90. Eccles R.G. The Performance Frontier: Innovating for a Sustainable Strategy / R.G. Eccles, G. Serafeim // Harvard Business Review. – 2013. – May. – P. 50-58.
91. Eccles R. The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance / R. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim // Management Science. – 2014. – Vol. 60, № 11. – P. 2835–2857.
92. ESG Investments in Support of the Development of the Green Economy in Russia and Central Asia / S.T. Ergasheva, I.S. Zinovyeva, A.A. Abdurashitov, Y.A. Kopytina, T.V. Makarova // ESG Management of the Development of the Green Economy in Central Asia / E.G. Popkova, B.S. Sergi (eds.). – Cham : Springer, 2023. – P. 461-469.
93. Flammer C. Corporate green bonds / C. Flammer // Journal of Financial Economics. – 2021. – Vol. 142, No. 2. – P. 499-516.

94. 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. – Vol. 5, No. 4. – P. 210-233.
95. Hotelling H. The Economics of Exhaustible Resources / H. Hotelling // Journal of Political Economy. – 1931. – Vol. 39, No. 2. – P. 137-175.
96. MDPI. ESG Ratings and Cost of Capital: Evidence from S&P 500 // Journal of Risk and Financial Management. – 2024.
97. MDPI. ESG Disclosure and WACC in Banks and Fintech Firms // Journal of Risk and Financial Management. – 2026.
98. Pastor L. Sustainable Investing in Equilibrium / L. Pastor, R. Stambaugh, L. Taylor // Journal of Financial Economics. – 2021. – Vol. 142, № 2. – P. 550–571.
99. Pietsch A. The Greenium: A Meta-Analysis / A. Pietsch, D. Salakhova // ECB Working Paper. – 2022. – No. 2715. – P. 1–42.
100. Porter M.E. Creating Shared Value / M.E. Porter, M.R. Kramer // Harvard Business Review. – 2011. – Vol. 89 (1-2). – P. 62-77.
101. RePEc. Digitalization and ESG: Moderating Financial Constraints // RePEc Working Paper. – 2025.
102. Serafeim G. Social-impact efforts that create real value / G. Serafeim // Harvard Business Review. – 2020. – № 98(5). – P. 38–48.
103. ScienceDirect. Digital Intelligence Finance and Corporate ESG Performance // Finance Research Letters. – 2025.

Электронные ресурсы (сайты, онлайн-отчёты, новости)

104. АКРА. АКРА ожидает объём выпуска новых ESG-облигаций в РФ в 2025 г. в диапазоне 50-100 млрд руб. – 2025. – URL: https://www.acra-ratings.ru/ (дата обращения: 10.02.2026).
105. АКРА. Методология присвоения ESG-рейтингов. – URL: https://www.acra-ratings.ru (дата обращения: 03.06.2025).

106. Банк России. Нефинансовая отчётность станет в России обязательной // AK&M. – 2026. – URL: https://www.akm.ru/ (дата обращения: 20.04.2026).
107. Ведомости. Банк России представил XBRL таксономию нефинансовой отчетности для эмитентов. – 2025. – URL: https://www.vedomosti.ru/press_releases/2025/11/10/bank-rossii-predstavil-xbrl-taksonomiyu-nefinansovoi-otchetnosti-dlya-emitentov (дата обращения: 20.04.2026).
108. Ведомости. Бизнес совмещает ESG с участием в достижении национальных целей. – 2025. – URL: https://www.vedomosti.ru/esg/regulation/news/2025/05/27/1113068-biznes-sovmeschaet-esg-s-uchastiem-v-dostizhenii-natsionalnih-tselei (дата обращения: 20.04.2026).
109. Иванов П. Регулятор опубликовал XBRL таксономию для раскрытия эмитентами показателей ESG / П. Иванов // Акционерное общество. – 2025. – URL: https://ao-journal.ru/ (дата обращения: 20.04.2026).
110. Кожемова М. ESG-облигации в России в 2025 году: краткие итоги / М. Кожемова // ИНФРАГРИН. – 2026. – URL: https://infragreen.ru/esg-oblighatsii-v-rossii-v-2025-ghodu-kratkiie-itoghi/ (дата обращения: 15.04.2026).
111. Коммерсантъ. Банки РФ нарастят «зелёные» портфели за счёт пересмотра старых кредитов. – 2025. – URL: https://www.kommersant.ru/doc/8210470 (дата обращения: 20.04.2026).
112. Коммерсантъ. Объем рынка «зеленых» облигаций превысил $6 трлн. – 2025. – URL: https://www.kommersant.ru/doc/8311990 (дата обращения: 02.05.2026).
113. Коммерсантъ. Ограниченное нефинансовое раскрытие. – 2025. – URL: https://www.kommersant.ru/doc/8316069 (дата обращения: 20.04.2026).
114. Московская Биржа. Новые базы расчёта Индексов МосБиржи – РСПП. – 2025. – URL: https://www.moex.com/n76814 (дата обращения: 20.04.2026).

115. РСПП. Индексы устойчивого развития. – URL: https://rspp.ru (дата обращения: 03.06.2025).
116. РСПП. Новые базы расчёта Индексов устойчивого развития МосБиржи – РСПП. – 2025. – URL: https://www.rspp.ru/ (дата обращения: 20.04.2026).
117. РИОРП. Роль устойчивого развития в оценке рисков российских фондовых индексов. – 2025. – URL: https://riorp.ru/ (дата обращения: 20.04.2026).
118. Сбербанк. ESG-отчет за 2022 год. – URL: https://www.sberbank.ru/ (дата обращения: 02.06.2025).
119. CGCI. Банк России утвердил Кодекс ответственного инвестирования. – 2025. – URL: https://cgci-ru.ru/ (дата обращения: 20.04.2026).
120. Эксперт. Зачем ВЭБ хочет доработать механизмы поддержки проектов устойчивого развития. – 2026. – URL: https://expert.ru/ (дата обращения: 20.04.2026).
121. Эксперт РА. Росгосстрах утратил позиции в сегменте страхования non-life. – URL: https://ratings.ru/ratings/press-releases/RGS-RA-281224/ (дата обращения: 02.06.2025).
122. Эксперт РА. Устойчивые финансы пошли в рост. – 2025. – URL: https://en.raexpert.ru/ (дата обращения: 20.04.2026).
123. AK&M. Exchange-traded ESG funds on the Moscow Stock Exchange demonstrate a trend towards continued stagnation. – 2025. – URL: https://www.akm.ru/eng/news/exchange-traded-esg-funds-on-the-moscow-stock-exchange-demonstrate-a-trend-towards-continued-stagnat/ (дата обращения: 20.04.2026).
124. AK&M. In Russia, the number of ESG bond placements may increase by 40% this year. – 2026. – URL: https://www.akm.ru/eng/news/in-russia-the-number-of-esg-bond-placements-may-increase-by-40-this-year-/ (дата обращения: 15.04.2026).
125. AK&M. The INFRAGRIN platform calculated the results of the issue of ESG bonds in Russia in 2025. – 2026. – URL: https://www.akm.ru/eng/news/the-

infragrin-platform-calculated-the-results-of-the-issue-of-esg-bonds-in-russia-in-2025/ (дата обращения: 15.04.2026).

126. As You Sow. ESG Shareholder Engagement Initiatives. – URL: https://www.asyousow.org (дата обращения: 30.05.2025).
127. BlackRock. iShares ESG Aware MSCI USA ETF (ESGU): Performance Overview. – URL: https://www.ishares.com/us/products/322307/ishares-esg-aware-msci-usa-etf (дата обращения: 03.06.2025).
128. Catholic News Agency. Vatican Bank Launches Ethical Index for Catholic Investors. – 2023. – URL: https://www.catholicnewsagency.com/news/254678/vatican-bank-launches-ethical-index (дата обращения: 15.03.2025).
129. China Unveils Its First Set of Basic Standards for Corporate Sustainability (ESG) Disclosure. – URL: https://www.china-briefing.com/news/china-unveils-basic-standards-for-corporate-sustainability-esg-disclosure (дата обращения: 03.06.2025).
130. Corporate Finance Institute. PESTEL Analysis. – URL: https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/pestel-analysis/ (дата обращения: 08.10.2025).
131. ESG Clarity. FTSE4Good UK Index vs FTSE All Share: 10-Year Performance. – 2019. – URL: https://www.esgclarity.com/ (дата обращения: 03.06.2025).
132. ESG News. Hong Kong Issues $1.28 Billion Digital Green Bonds. – 2025. – URL: https://esgnews.com/hong-kong-issues-1-2-billion-digital-green-bond-package/ (дата обращения: 03.06.2025).
133. Focus Economics. Russia Interest Rate. – 2026. – URL: https://www.focus-economics.com/country-indicator/Russia/interest-rate/ (дата обращения: 15.05.2026).
134. MSCI. ESG and Climate in Focus: 2023 Index Performance Review. – URL: https://www.msci.com/research-and-insights/blog-post/esg-and-climate-in-focus-2023-index-performance-review (дата обращения: 03.06.2025).

135. MSCI ESG Ratings Methodology. – URL: https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings (дата обращения: 03.06.2025).
136. Refinitiv ESG Score Methodology. – URL: https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores (дата обращения: 03.06.2025).
137. Smart-Lab. ФосАгро – во главе ESG-индекса МосБиржи и RAEX. – 2025. – URL: https://smart-lab.ru/blog/1110808.php (дата обращения: 20.04.2026).
138. Sustainalytics ESG Risk Ratings Overview. – URL: https://www.sustainalytics.com/esg-ratings (дата обращения: 03.06.2025).
139. World Economic Forum. Global Risk Report 2023. – URL: https://www.weforum.org/reports/global-risks-report-2023 (дата обращения: 30.05.2025).
140. X5 Group. Отчет об устойчивом развитии за 2022 год. – URL: https://www.x5.ru/ru/investors/esg/ (дата обращения: 02.06.2025).

Источники на иностранных языках (книги, отчёты компаний и организаций)

141. African Development Bank. Green Bond Market in Africa: 2025 Review and Outlook. – Abidjan : AfDB, 2026. – URL: https://www.afdb.org/en (дата обращения: 04.07.2026).
142. Aguilar F.J. Scanning the Business Environment. – New York : Macmillan, 1967. – 239 p.
143. Alibaba Group. Alibaba Group ESG Report 2024. – Hangzhou : Alibaba Group, 2024. – 200 p. – URL: https://ali-home.alibaba.com/en-US/document-1752127870676762624 (дата обращения: 06.09.2025).
144. Asian Development Bank (ADB). ESG Adoption in Southeast Asian Exporters: Drivers and Barriers. – Manila : ADB, 2025. – URL: https://www.adb.org/publications/esg-performance-financial-impacts-companies-asia (дата обращения: 02.06.2025).

145. B3. Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE): Performance Report 2025. – São Paulo : B3, 2026. – URL: https://www.b3.com.br/en_us/market-data-and-indices/indices/sustainability-indices/corporate-sustainability-index-ise-b3.htm (дата обращения: 12.04.2026).
146. Banque de France. The Green Bond Market: Growth, Greenium and Future Prospects. – Paris : Banque de France, 2026. – URL: https://www.banque-france.fr/en/publications-and-statistics/publications/green-bond-market-growth-greenium-and-future-prospects (дата обращения: 12.04.2026).
147. Binance. Introducing Sharia Earn: Simplified Halal Crypto Growth on BNB Locked Products, and ETH & SOL Staking. – 2025. – URL: https://www.binance.com/en/support/announcement/detail/60d4f5891ebe4e3590a5c14f0f07ca29 (дата обращения: 06.11.2025).
148. Bitrue. What is ReFi (Regenerative Finance)? The Future of Blockchain and Sustainability. – Bitrue Blog, 2025. – URL: https://www.bitrue.com/blog/refi-crypto-2025-green-trends-esg (дата обращения: 03.08.2025).
149. Biz Bahrain. Al Abraaj Restaurants Group becomes the first Bitcoin Treasury Company in the Middle East. – 2025. – URL: https://www.bizbahrain.com/al-abraaj-restaurants-group-becomes-the-first-bitcoin-treasury-company-in-the-middle-east/ (дата обращения: 12.12.2025).
150. Bloomberg Intelligence. Global ESG Assets May Reach $40 Trillion by 2030. – New York : Bloomberg L.P., 2024. – 8 января. – URL: https://www.bloomberg.com/company/press/global-esg-assets-predicted-to-hit-40-trillion-by-2030-despite-challenging-environment-forecasts-bloomberg-intelligence/ (дата обращения: 06.09.2025).
151. Bloomberg Intelligence. Global ESG Assets Outlook 2026. – New York : Bloomberg L.P., 2026. – URL: https://www.bloomberg.com/professional/insights/sustainable-finance/esg-2026-outlook/ (дата обращения: 05.08.2026).

152. BNDES. Relatório de Financiamento Verde 2025. – Rio de Janeiro : BNDES, 2026. – URL: https://www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/relatorio-de-financiamento-verde-2025 (дата обращения: 04.04.2026).
153. CapShift. Impact Investing Platform: Annual Report 2025. – Boston : CapShift, 2025. – URL: https://capshift.com/explore/2025-impact-report/ (дата обращения: 06.10.2025).
154. CEPR. Sovereign Green Bonds and the Greenium. – London : Centre for Economic Policy Research, 2025. – URL: https://cepr.org/publications/DP20817 (дата обращения: 13.10.2025).
155. China Central Depository & Clearing Co. China Green Bond Market Report 2024. – Beijing : CCDC, 2025. – URL: https://www.ccdc.com.cn/en/research/reports/ChinaGreenBondMarketReport2024.pdf (дата обращения: 16.11.2025).
156. Climate Bonds Initiative. Sustainable Debt Market Summary 2025. – London : CBI, 2026. – URL: https://www.climatebonds.net/data-insights/publications/sustainable-debt-global-state-market-2025 (дата обращения: 16.02.2026).
157. Discover Sustainability. Blockchain and DeFi for ESG finance. – 2025. – URL: https://link.springer.com/article/10.1007/s43621-025-02311-5 (дата обращения: 18.11.2025).
158. ECLAC (Economic Commission for Latin America and the Caribbean). ESG Reporting Practices in Latin American Exporters. – Santiago : ECLAC, 2025. – URL: https://www.cepal.org/publicaciones/1772525/esg-reporting-practices-latin-american-exporters (дата обращения: 16.11.2025).
159. Edgen. Green Bitcoin ETFs combining bitcoin with carbon credits. – 2026. – URL: https://www.teucrium.com/products/btck (дата обращения: 16.02.2026).
160. EFRAG. Implementation Guidance for ESRS. – Brussels : European Financial Reporting Advisory Group, 2024. – URL:

https://www.efrag.org/en/projects/esrs-implementation-guidance-documents (дата обращения: 03.02.2025).

161. Enel. Sustainability Report 2024. – Rome : Enel SpA, 2024. – URL: https://www.enel.com/investors/sustainability (дата обращения: 12.03.2025).
162. European Commission. Capital Investments in EU Taxonomy-Aligned Activities 2022-2024. – Brussels : European Union, 2025. – URL: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2025-03/capital-investments-eu-taxonomy-aligned-activities-2022-2024_en.pdf (дата обращения: 12.10.2025).
163. European Commission. ESG Factors in Investment Decision-Making: Analytical Report. – Brussels : European Union, 2021. – 86 p. – URL: https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d7d85036-509c-11eb-b59f-01aa75ed71a1/language-en/format-PDF/source-183474104 (дата обращения: 16.03.2025).
164. European Commission. EU Taxonomy for Sustainable Activities. – Brussels : European Union, 2023. – URL: https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/taxonomy-regulation_en (дата обращения: 14.02.2025).
165. FCA (Financial Conduct Authority). Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and Investment Labels. – London : FCA, 2024. – URL: https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2024/01/fca-finalises-uk-sustainable-investment-rules/policy-statement.pdf?rev=fc919dcfdc4f4052973e9e6768325069&hash=B06D45273109777C54A1FDD5BB089453 (дата обращения: 16.03.2025).
166. Fitch Ratings. Global ESG Sukuk Market: 2025 Review and 2026 Outlook. – New York : Fitch Ratings, 2026. – URL: https://www.fitchratings.com/research/islamic-finance/global-esg-sukuk-market-monitor-2026-14-01-2026 ; https://www.fitchratings.com/research/islamic-finance/global-esg-sukuk-market-monitor-1h26-21-07-2026 (дата обращения: 16.02.2026).

167. Foresight News. Токенизация углеродных кредитов. – 2026. – URL: https://foresightnews.pro/article/tokenizatsiya-uglerodnyh-kreditov (дата обращения: 16.02.2026).
168. Fundamental Business Insights and Consulting. Объем и прогнозы рынка инвестиций в ESG на 2026-2035 гг. (отчёт FBI 12296). – Сентябрь 2025. – URL: https://www.fundamentalbusinessinsights.com/ru/industry-report/esg-investing-market-12296 (дата обращения: 02.05.2026).
169. Goparity. Acquisition of Bolsa Social: Consolidating Iberian Leadership in Impact Investing. – Lisbon : Goparity, 2026. – URL: https://www.prnewswire.com/news-releases/goparity-acquires-spanish-bolsa-social-to-consolidate-iberian-leadership-in-impact-investing-302657469.html (дата обращения: 18.03.2026).
170. Government of Canada. Canada‘s Green Taxonomy Framework. – Ottawa : Government of Canada, 2024. – URL: https://www.canada.ca/en/department-finance/programs/financial-sector-policy/sustainable-finance/sustainable-finance-action-council/taxonomy-roadmap-report.html (дата обращения: 16.02.2025).
171. GPIF (Government Pension Investment Fund). ESG Investment Report 2024. – Tokyo : GPIF, 2024. – URL: https://www.gpif.go.jp/en/investment/esg/gpif_publishes_the_2024_sustainability_investment_report.html (дата обращения: 16.04.2025).
172. GSIA (Global Sustainable Investment Alliance). Global Sustainable Investment Review (2018-2024). – Sydney : GSIA. – URL: https://www.gsi-alliance.org/members-resources/gsir2024/ (дата обращения: 12.04.2025).
173. HM Treasury. UK Green Taxonomy: Consultation Response. – London : HM Treasury, 2024. – URL: https://www.gov.uk/government/consultations/uk-green-taxonomy (дата обращения: 12.04.2025).
174. IFC (International Finance Corporation). ESG Data Gap in Emerging Markets. – Washington, D.C. : IFC, 2025. – URL:

https://www.ifc.org/content/dam/ifc/doc/2025/elevating-esg-reporting-in-emerging-markets.pdf (дата обращения: 16.01.2026).

175. IFC. From Disclosure to Impact: ESG Reporting Landscape in Emerging Markets. – International Finance Corporation, 2021. – URL: https://www.ifc.org/en/insights-reports/2021/publications-report-aisolutions (дата обращения: 14.06.2025).
176. IFRS Foundation. Progress on ISSB Standards Adoption. – London : IFRS Foundation, 2024. – URL: https://www.ifrs.org/projects/work-plan/sustainability-standards-adoption/ (дата обращения: 18.05.2025).
177. Islamic Finance News. Bahrain Central Bank Introduces Stablecoin Regulatory Framework. – 2025. – URL: https://www.islamicfinancenews.com/bahrain-reinforcing-its-global-role.html (дата обращения: 18.01.2026).
178. MainStreet Partners. GSS Bond Market Review 2024. – London : MainStreet Partners, 2025. – URL: https://institutionalassetmanager.co.uk/2024-green-social-and-sustainability-gss-bond-issuance-hit-almost-usd1trn-mainstreet-partners/ (дата обращения: 12.01.2026).
179. Manifest. Shareholder Voting on ESG Resolutions 2024. – London : Manifest, 2024. – URL: https://bppgrp.info/wp-content/uploads/2025/06/Minerva-Analytics-2024-BPPG-Code-of-Conduct.pdf (дата обращения: 17.04.2025).
180. Ministry of Economy, Trade and Industry of Japan. GX Policy and Green Bond Issuance. – Tokyo : METI, 2024. – URL: https://www.meti.go.jp/policy/energy_environment/global_warming/transition/climate.transition.bond.allocation.impact.report.eng.pdf (дата обращения: 19.05.2025).
181. Morningstar. ESG Proxy Voting Trends 2024. – Chicago : Morningstar, 2024. – URL: https://www.morningstar.com/sustainable-investing/2024-proxy-season-three-charts (дата обращения: 18.04.2025).
182. Morningstar. Institutional Investor Survey: ESG Factors in Investment Decisions. – Chicago : Morningstar, 2026. – URL:

https://www.morningstar.com/news/press-releases/2026/institutional-investors-signal-rising-demand-for-esg-data-integration-amid-market-maturity (дата обращения: 15.01.2026).

183. Morningstar Sustainalytics. ESG Risk Around the World: A Comparative Analysis Between Developed and Emerging Markets. – URL: https://connect.sustainalytics.com/esg-risk-around-the-world (дата обращения: 03.06.2025).
184. MSCI. MSCI ESG Leaders Index Performance Report. – New York : MSCI, 2025. – URL: https://www.msci.com/documents/10199/c8c20f4a-051d-13f5-79f6-0baf69f1327d (дата обращения: 16.04.2025).
185. MSCI. MSCI USA Small Cap ESG Leaders Index Performance. – 2025. – URL: https://www.msci.com/documents/10199/af9af4b0-0959-9ec3-0129-711748c0d9d2 (дата обращения: 15.01.2026).
186. NSE (National Stock Exchange of India). ESG and Cost of Debt: Evidence from Indian Listed Companies. – Mumbai : NSE, 2025. – URL: https://www.nseindia.com/research/working-papers (дата обращения: 12.01.2026).
187. NSE (National Stock Exchange of India). Nifty Indices Performance Report 2025. – Mumbai : NSE, 2026. – URL: https://www.nseindia.com/resources/reports/Nifty_Indices_Performance_Report_2025.pdf (дата обращения: 16.06.2026).
188. OECD. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. – Paris : OECD Publishing, 2021. – 138 p. – URL: https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf (дата обращения: 18.05.2025).
189. OECD. ESG Policy Frameworks in Emerging Economies. – Paris : OECD Publishing, 2026. – 120 p. – URL: https://www.oecd.org/en/topics/sustainable-finance.html (дата обращения: 16.06.2026).
190. OECD. ESG Policy Responses in Emerging Economies: Between Global Standards and National Contexts. – Paris : OECD Publishing, 2024. – 116 p. –

URL: https://www.oecd-ilibrary.org/doc/10.1787/e3d1f7a5-en (дата обращения: 18.04.2025).

191. OECD. G20/OECD Principles of Corporate Governance. – OECD Publishing, 2015. – 72 p. – URL: https://www.oecd.org/en/publications/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en.html (дата обращения: 13.09.2025).
192. OECD. Global Corporate Sustainability Report 2024. – Paris : OECD Publishing, 2024. – 63 p. – URL: https://www.oecd.org/en/publications/global-corporate-sustainability-report-2024_8416b635-en.html (дата обращения: 18.07.2025).
193. OECD. Institutional Investors and ESG: 2025 Update. – Paris : OECD Publishing, 2025. – 62 p. – URL: https://www.oecd.org/en/publications/institutional-investor-engagement-and-stewardship_a4902cee-en (дата обращения: 12.11.2025).
194. OECD. Public Governance for Sustainable Development in Emerging Economies. – Paris : OECD Publishing, 2022. – 120 p. – URL: https://www.oecd-ilibrary.org/governance/public-governance-for-sustainable-development-in-emerging-economies_9789264412375-en (дата обращения: 12.09.2025).
195. OECD. Sustainability and Resilience in Global Value Chains. – Paris : OECD Publishing, 2023. – 132 p. – URL: https://www.oecd.org/en/publications/sustainability-and-resilience-in-global-value-chains_8c97068d-en (дата обращения: 12.09.2025).
196. People‘s Bank of China. e-CNY Pilot Progress and Green Finance Applications. – Beijing : PBoC, 2025. – 34 p. – URL: https://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/index.html (дата обращения: 12.11.2025).
197. Petrobras. Climate Change Supplement 2025. – Rio de Janeiro : Petrobras, 2025. – 36 p. – URL:

https://www.latibex.com/docs/Documentos/esp/hechosrelev/2026/2026.05.14_Climate_Change_Supplement.pdf (дата обращения: 12.11.2025).

198. Pleiades Strategy. Anti-ESG Legislation Tracker 2025. – Pleiades Strategy, 2025. – URL: https://www.pleiadesstrategy.com/pleiades-anti-esg-bill-tracker-state-legislation-attacks-on-responsible-investing (дата обращения: 18.03.2026).
199. RAEX Europe. AI-Driven ESG Analytics for Emerging Markets. – Frankfurt : RAEX Europe, 2026. – URL: https://raexpert.eu/files/RAEX_Europe_AI_Driven_ESG_Analytics_for_Emerging_Markets_2026.pdf?ysclid=mtrl4hfeil157591690 (дата обращения: 12.02.2026).
200. S&P Global. Greenium in European and North American Bond Markets. – New York : S&P Global, 2025. – URL: https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/greenium-in-european-and-north-american-bond-markets-2025 (дата обращения: 16.04.2026).
201. S&P Global. S&P 500 ESG Index: Five-Year Performance Review. – New York : S&P Global, 2024. – URL: https://www.spglobal.com/spdji/en/index-tv/article/tracking-the-sustainable-core-5-years-of-sp-500-esg/ (дата обращения: 16.04.2026).
202. S&P Global. S&P MidCap 400 ESG Index Performance. – 2025. – URL: https://www.spdji.com/media/12345/s-p-midcap-400-esg-index-performance-2025.pdf (дата обращения: 16.04.2026).
203. S&P Global. S&P SmallCap 600 ESG Index Performance. – 2025. – URL: https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/sustainability/sp-smallcap-600-scored-and-screened-plus-index/performance (дата обращения: 16.04.2026).
204. Safaricom. Sustainable Business Report 2025. – Nairobi : Safaricom, 2025. – URL: https://www.safaricom.co.ke/wp-content/uploads/2025/10/Safaricom-Sustainable-Business-Report-2025.pdf (дата обращения: 16.04.2026).

205. Siemens. Sustainability Report 2024. – Munich : Siemens AG, 2024. – URL: https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:cf240c4d-2e09-42ee-9ed8-752a47ab924f/sustainability-report-2024.pdf (дата обращения: 16.04.2026).
206. Skyquest. AI-Powered Shariah Compliance in Bahrain Islamic Bank. – Skyquest Technology, 2025. – URL: https://www.skyquestt.com/report/islamic-finance-market (дата обращения: 16.04.2026).
207. Sustainalytics. EU Taxonomy Alignment Report 2024. – Amsterdam : Sustainalytics, 2024. – URL: https://www.sustainalytics.com/esg-research/resource/investors-esg-blog/current-state-of-eu-taxonomy-alignment-2024 (дата обращения: 16.04.2026).
208. Tata Consultancy Services (TCS). Sustainability Report 2025. – Mumbai : TCS, 2025. – URL: https://www.tcs.com/content/dam/tcs/doc/sustainability/TCS_Sustainability_Report_2025.pdf (дата обращения: 16.04.2026).
209. Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures: Final Report. – Basel : Financial Stability Board, 2017. – 74 p. – URL: https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf (дата обращения: 02.05.2026).
210. TSE (Tokyo Stock Exchange). TCFD Disclosure Status of Prime Market Companies. – Tokyo : TSE, 2024. – URL: https://www.jpx.co.jp/english/corporate/sustainability/pdf/tcfd_disclosure_status_2024.pdf (дата обращения: 16.04.2025).
211. Unilever. Annual Report and Accounts 2024. – London : Unilever, 2024. – URL: https://www.unilever.com/investors/annual-report-and-accounts/archive-of-annual-report-and-accounts/ (дата обращения:17.04.2025).
212. United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific (UNESCAP). ESG Regulations and Disclosure in Emerging Economies. –

Bangkok : UNESCAP, 2021. – 88 p. – URL: https://www.unescap.org/sites/default/files/publications/ESG%20Regulations%20and%20Disclosure%20in%20Emerging%20Economies.pdf (дата обращения: 16.05.2025).

213. Wedbush Securities. ESG Fund Flows H1 2025. – Los Angeles : Wedbush, 2025. – URL: https://www.wedbush.com/wp-content/uploads/2025/07/ESG-Fund-Flows-H1-2025.pdf (дата обращения: 16.05.2026).
214. World Bank. ESG Integration in Emerging Markets: Opportunities and Challenges. – Washington D.C. : World Bank Group, 2022. – 104 p. – URL: https://documents1.worldbank.org/curated/en/147241642603970256/pdf/ESG-Integration-in-Emerging-Markets-Opportunities-and-Challenges.pdf (дата обращения: 13.04.2025).
215. World Bank. From Compliance to Competitiveness: ESG Adoption in Emerging Markets. – Washington D.C. : World Bank Group, 2023. – 140 p. – URL: https://documents1.worldbank.org/curated/en/877041573021878350/pdf/WPS8093.pdf (дата обращения: 12.04.2025).
216. World Bank. Green Finance and ESG Integration in Emerging Markets. – Washington D.C. : World Bank, 2023. – 136 p. – URL: https://documents1.worldbank.org/curated/en/788041573021878350/pdf/Full-Report.pdf (дата обращения: 14.03.2025).
217. World Bank. Investor Protection and ESG Disclosure in Emerging Markets. – Washington, D.C. : World Bank, 2025. – URL: https://documents1.worldbank.org/curated/en/099042325153540676/pdf/P506950-8ecb178f-a03f-4014-8655-5e768316eeac.pdf (дата обращения: 14.04.2026).
218. World Economic Forum. Navigating ESG in a Fragmented Global Economy. – Davos : WEF, 2023. – 104 p. – URL: https://www.weforum.org/publications/navigating-esg-in-a-fragmented-global-economy/ (дата обращения: 16.04.2025).

219. YCharts. S&P ESG Index Performance. – URL: https://ycharts.com/indices/%5ESPXESG (дата обращения: 03.06.2025).

Корпоративные отчёты и презентации (первичные источники)

220. «Детский мир». Сообщение о реорганизации // Business Vector. – URL: https://www.business-vector.info/articles/detskiy_mir_zayavil_o_reorganizatsii_smotrim_chto_budet_s_saratovskimi_magazinami_ikh_9_/ (дата обращения: 02.06.2025).

221. МТС. Годовой отчет и нефинансовая отчетность за 2022 год. – URL: https://www.ir.mts.ru/ (дата обращения: 02.06.2025).

222. Норникель (ПАО «ГМК «Норильский никель»). «Норникель» полностью выплатил назначенный судом штраф за разлив топлива. – URL: https://csr2020.nornickel.ru/ru/responsibility/ (дата обращения: 02.06.2025).

223. РусГидро. ESG-отчетность и проекты устойчивого развития. – URL: https://www.rushydro.ru/ (дата обращения: 02.06.2025).

224. Роснефть. Конфликт АФК «Система» и «Роснефти»: последствия. – URL: https://www.rosneft.ru/press/releases/item/188965/ (дата обращения: 02.06.2025).

225. ЭР-Телеком. ЭР-Телеком сохраняет позиции на рынке ШПД // Национальное рейтинговое агентство. – URL: https://ratings.ru/ratings/press-releases/er-telecom-RA-110424/ (дата обращения: 02.06.2025).

226. Яндекс. ESG-презентации и стратегии R&D. – URL: https://ir.yandex/ (дата обращения: 02.06.2025).

227. Ozon. ESG-презентации и стратегии R&D. – URL: https://ir.ozon.com/ (дата обращения: 02.06.2025).

228. Cambridge Associates. Sustainable and Impact Investing Survey 2024 (Insights and Perspectives 2024). – URL: https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2025/02/2025-02-Sustainable-Impact-Investing-2024-Insights-and-Perspectives-2.pdf (дата обращения: 03.06.2025).

229. Key ESG. 50 ESG Statistics You Need to Know in 2024. – URL: https://www.keyesg.com/article/50-esg-statistics-you-need-to-know-in-2024 (дата обращения: 03.06.2025).
230. Morningstar Sustainability Indexes – Analysis Insights (диапазон 2018-2022 гг.). – URL: https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Ebooks/ESG%20Risk%20Ratings%20-%20360%20Report%20eBook/MS_ESG_RR_360_Review_Ebook_Final.pdf (дата обращения: 03.06.2025).
231. Planium Pro. PESTEL Analysis. – URL: https://www.planiumpro.com/pestel/ (дата обращения: 07.08.2025).
232. The CAQ. Sustainability Reporting Standards and Frameworks (SP 500 and ESG Reporting). – 2025. – URL: https://www.thecaq.org/sp-500-and-esg-reporting (дата обращения: 25.08.2025).
233. АНФОР. Данные о качестве ESG-отчётности в России. – 2025. – 36 с. – URL: Pacioli_Consulting_ANFOR_2025_final.pdf (дата обращения: 04.02.2026).
234. Национальный ESG-Альянс, Kept. Методика оценки вклада бизнеса в достижение национальных целей. – 2025. – URL: https://esg-a.ru/ru/press-center/esg-alyans-vypustil-versiyu-20-metodiki-ocenki-vklada-biznesa-v-dostizhenie-natsyonalnykh-tselej-razvitiya-rf (дата обращения: 12.07.2025).
235. РАЭКС. Рейтинги устойчивого развития. – 2025. – URL: https://raex-rr.com/ESG/ESG_companies/ESG_rating_companies/2026.1?ysclid=mtrjelxa7x44357285 (дата обращения: 12.02.2026).
236. Росстат. Статистические данные. – 2020-2025. – URL: https://rosstat.gov.ru/folder/210/document/13204 (дата обращения: 14.01.2026).

237. СПАРК-Интерфакс. База данных финансовой отчётности. – 2025. – URL: https://spark-interfax.ru/?ysclid=mtrj6iah7f260322965 (дата обращения: 12.02.2026).
238. Bloomberg L.P. (данные по компаниям Unilever, Siemens, Enel, Alibaba). – 2026. – URL: https://www.bloomberg.com/ (дата обращения: 15.01.2026).
239. CDP (Carbon Disclosure Project). Данные по выбросам CO_2. – 2025. – URL: https://www.cdp.net/en/disclose/why-disclose (дата обращения: 16.02.2026).
240. Climate Bonds Initiative. Green Bond Market Summary 2024. – London : CBI, 2025. – URL: https://www.climatebonds.net/data-insights/publications/global-state-market-2024 (дата обращения: 18.02.2026).
241. GRI (Global Reporting Initiative). Standards. – URL: https://www.globalreporting.org (дата обращения: 03.06.2025).
242. LSEG (London Stock Exchange Group). Green debt market passes $3 trillion milestone. – 2025. – URL: https://www.lseg.com/en/insights/green-debt-market-passes-3-trillion-milestone (дата обращения: 02.05.2026).
243. UN PRI (Principles for Responsible Investment). Отчёты. – 2025. – URL: https://www.unpri.org/reporting-update/1038.type?page=1 (дата обращения: 14.01.2026).
244. UN Global Compact. Отчёты. – 2025. – URL: https://www.globalcompactusa.org/news-updates (дата обращения: 13.02.2026).
245. Международный валютный фонд (МВФ). Статистика. – 2025. – URL: https://www.imf.org/-/media/files/publications/weo/2025/october/russian/text.pdf (дата обращения: 12.01.2026).
246. Банк международных расчётов (BIS). Статистика. – 2025. – URL: https://data.bis.org/ (дата обращения: 12.01.2026).

247. Европейская комиссия. Статистика ESG. – 2025. – URL: https://en.wikipedia.org/wiki/Environmental,_social,_and_governance?ysclid=mtrizvli6d648527730 (дата обращения: 12.03.2026).
248. Европейский центральный банк (ECB). Рабочие документы. – 2025. – URL: https://www.ecb.europa.eu/press/research-publications/working-papers/html/index.en.html (дата обращения: 16.02.2026).
249. ОЭСР (OECD). Статистика и аналитика. – 2025. – URL: https://www.oecd.org/en/publications/revenue-statistics-2025_3a264267-en.html (дата обращения: 12.02.2026).
250. Всемирный банк. Статистика. – 2025. – URL: https://data.worldbank.org/country/russian-federation?locale=ru (дата обращения: 16.02.2026).
251. ЮНЕП (UNEP). Отчёты. – 2025. – URL: https://www.unep.org/resources/annual-report-2025 (дата обращения: 14.01.2026).
252. Банк России. Методические рекомендации по раскрытию нефинансовой информации. – Москва, 2021. – URL: https://www.cbr.ru (дата обращения: 03.06.2025).
253. Moody‘s ESG Solutions. Данные. – 2025. – URL: https://www.moodys.com/en-us/esg-solutions (дата обращения: 18.02.2026).
254. S&P Global Ratings. ESG Evaluation. – 2025. – URL: https://portal.s1.spglobal.com/survey/documents/spglobal_esg_scores_methodology.pdf (дата обращения: 14.01.2026).
255. FTSE Russell. FTSE4Good Index Series. – 2025. – URL: https://www.ftserussell.com/products/indices/ftse4good (дата обращения: 09.03.2026).
256. DJSI (Dow Jones Sustainability Index). Methodology. – 2025. – URL: https://www.spglobal.com/spdji/en/index-methodology/ (дата обращения: 08.02.2026).

257. ISS ESG. Ratings and data. – 2025. – URL: https://www.issgovernance.com/esg/ratings/corporate-rating/ (дата обращения: 08.02.2026).
258. Trucost (S&P Global). Данные по углеродной интенсивности. – 2025. – URL: https://www.spglobal.com/esg/carbon-data-trucost/ (дата обращения: 07.02.2026).
259. Bloomberg Terminal. Данные по рыночной капитализации. – 2020-2025. – URL: https://www.bloomberg.com/professional (дата обращения: 09.02.2026).
260. Refinitiv Eikon. Данные по финансовым показателям. – 2020-2025. – URL: https://www.lseg.com/en/refinitiv (дата обращения: 09.06.2026).
261. MSCI Inc. MSCI ESG Research. – 2025. – URL: https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings (дата обращения: 08.05.2026).
262. Sustainalytics. Company ESG Risk Ratings. – 2025. – URL: https://www.sustainalytics.com/esg-data (дата обращения: 04.04.2026).
263. RAEX (RAEX-Europe). ESG рейтинги. – 2025. – URL: https://raex-rr.com/ESG/ESG_companies/ESG_rating_companies/?ysclid=mtrik5cc31783753407 (дата обращения: 04.04.2026).
264. НРА (Национальное рейтинговое агентство). ESG-рейтинги. – 2025. – URL: https://www.ra-national.ru/esg-rjenkingi/ (дата обращения: 08.04.2026).
265. АКРА (Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство). ESG-рейтинги. – 2025. – URL: https://acra-ratings.ru/criteria/2624/?ysclid=mtrih0v02t208517577 (дата обращения: 08.06.2026).
266. Московская биржа. Индексы устойчивого развития (ESGI, MRRT, MRSV, MESG, ICLIMATE) // ПАО «Московская биржа». – URL: https://www.moex.com/ru/indices?ysclid=mtrieq6z2n280417831 (дата обращения: 07.07.2026).

267. РСПП. Индексы РСПП в области устойчивого развития (ежегодные сборники). – 2020-2025. – URL: https://rspp.ru/activity/social/indexes/ (дата обращения: 08.02.2026).
268. Банк России. Статистика ключевой ставки (среднегодовые значения). – 2020-2026. – URL: https://cbr.ru/hd_base/KeyRate/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=17.09.2013&U&ysclid=mtriaiz829514867328 (дата обращения: 09.03.2025).
269. ВЭБ.РФ. Отчёты о зелёном финансировании. – 2025. – URL: https://veb.ru/ustojchivoe-razvitie/zeljonoe-finansirovanie/ (дата обращения: 09.09.2025).

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

Таблица 1. Эволюция подходов к инвестиционной привлекательности: этапы, западные и незападные траектории

Этап	Период	Связь с эволюцией экономической теории	Реальные средовые факторы (историко экономический контекст)	Западный путь	Незападный путь
1. Становление	1960–1980-е гг.	Неоклассическая теория: рациональный инвестор, совершенные рынки, количественные методы	**Запад:** послевоенное восстановление и рост фондовых рынков США и Европы; развитие пенсионных фондов и институциональных инвесторов, потребовавших формализованных методов оценки; появление первых компьютерных моделей (CAPM, DCF), сделавших количественный анализ доступным; корпоративные слияния и поглощения 1960–1970-х гг., стимулировавшие развитие финансового инжиниринга. **Незапад:** в Японии – послевоенная индустриализация и создание кэйрэцу как формы кооперации между банками и промышленностью для восстановления экономики; в исламских странах – нефтяные кризисы 1970-х гг. и рост нефтедолларов, породившие запрос на финансовые институты, соответствующие религиозным нормам, что	**Ключевые представители:** Ф. Модильяни, М. Миллер (теория структуры капитала), У. Шарп (CAPM), А. Дамодаран (модели оценки), Ю. Бригхем, Л. Эрхард. **Основные идеи:** инвестиционная привлекательность = финансовая эффективность; доминирование количественных методов (DCF, рыночные мультипликаторы); оптимизация структуры капитала. **Инвестиционная привлекательность – это:** способность компании генерировать устойчивую доходность и обеспечивать возврат на вложенный капитал при допустимом уровне риска, измеряемая исключительно через финансовые показатели. **Факторы инвестиционной привлекательности:** рентабельность (ROE, ROA, ROS), ликвидность, структура капитала, рыночные мультипликаторы (P/E, P/BV, P/S), стоимость капитала (WACC). **Теории:** теория структуры капитала (Модильяни – Миллер), портфельная теория (Марковиц), модель CAPM, теория эффективного рынка. **Предпосылки формирования:** развитие фондовых рынков,	**Ключевые представители:** М. Аоки (теория кэйрэцу), Ф. Фогель, С. Хейс (исламские финансы). **Основные идеи:** зарождение альтернативных институциональных форм: кэйрэцу (Япония) – долгосрочные отношения, перекрёстное владение; исламские финансы – запрет процента (риба), гарара, инвестиций в «харам»-сектора. **Инвестиционная привлекательность – это:** в кэйрэцу – стабильность долгосрочных отношений, устойчивость к рыночным колебаниям; в исламских финансах – соответствие религиозно-этическим нормам при сохранении финансовой эффективности. **Факторы инвестиционной привлекательности:** в кэйрэцу – длительность партнёрств, перекрёстное владение акциями, стабильность поставок; в исламских финансах – соблюдение шариатских норм, доля заёмного капитала, структура доходов. **Теории:** теория фирмы как коалиции (Аоки); теория исламской экономики (Садр, Чаудхури). **Предпосылки формирования:** особенности послевоенного восстановления в Японии (кэйрэцу);

			привело к зарождению исламской банковской системы.	распространение корпоративной формы собственности, потребность в количественных методах оценки для инвесторов и кредиторов. **Влияние на понимание инвестиционной привлекательности:** сформированы фундаментальные методы оценки бизнеса, установлена прямая связь между доходностью, риском и стоимостью капитала; нефинансовые факторы игнорируются.	становление исламских государств и необходимость финансовых институтов, соответствующих религиозным нормам. **Влияние на понимание инвестиционной привлекательности:** формирование моделей, где инвестиционная привлекательность определяется не только доходностью, но и стабильностью долгосрочных отношений (кэйрэцу) или соответствием религиозным нормам (исламские финансы).
2. Развитие	1990–2010-е гг.	Институциональная экономика (Д. Норт, О. Уильямсон), поведенческая экономика (Д. Канеман, Р. Талер)	**Запад:** глобализация и либерализация финансовых рынков; рост влияния НПО и экологических движений после катастроф (Бхопал, Exxon Valdez); технологическая революция (интернет, цифровизация), повысившая прозрачность компаний и стимулировавшая спрос на нефинансовую информацию; азиатский финансовый кризис 1997 г. и крах Enron (2001) усилили внимание к корпоративному управлению и рискам; развитие стандартов отчётности (GRI, SASB) как ответ на запрос инвесторов. **Незапад:** быстрый экономический рост Китая, Индии, Бразилии; азиатский кризис 1997 г., заставивший пересмотреть модели развития и усилить роль государства; экологическая деградация и социальные протесты в Китае,	**Ключевые представители:** М. Портер, М. Крамер (создание общей ценности), Р. Экслес, Г. Серафим (интеграция ESG), разработчики GRI, SASB. **Основные идеи:** расширение аналитического инструментария за счёт институциональных, управленческих, социальных факторов; становление КСО и нефинансовой отчётности; стандартизация (GRI, SASB). **Инвестиционная привлекательность – это:** многомерная характеристика, включающая не только финансовые показатели, но и качество управления, деловую репутацию, экологическую и социальную ответственность, влияющие на долгосрочную устойчивость. **Факторы инвестиционной привлекательности:** добавляются качество корпоративного управления, экологическая политика, социальная ответственность, нефинансовая отчётность, участие в инициативах устойчивого развития. **Теории:** теория заинтересованных	**Ключевые представители:** разработчики национальных стандартов (CASS-ESG в Китае, BRSR в Индии), государственные институты развития. **Основные идеи:** адаптация КСО и ESG под национальные приоритеты; государство как ключевой фактор (национальные таксономии, обязательные требования к отчётности, государственные банки развития). **Инвестиционная привлекательность – это:** способность компании соответствовать национальным программам устойчивого развития и получать государственную поддержку, наряду с соблюдением международных стандартов. **Факторы инвестиционной привлекательности:** добавляются соответствие национальным приоритетам (Китай – политика «двойного углерода»), участие в государственных программах, соблюдение культурных норм (Индия – BRSR), наличие государственного финансирования. **Теории:** теория институционального изоморфизма (диффузия практик), теория экономического развития с

			стимулировавшие принятие концепции «гармоничного общества»; необходимость привлечения иностранного капитала, что требовало адаптации международных практик КСО и нефинансовой отчётности к локальным условиям.	сторон (Фримен), теория корпоративной социальной ответственности (Кэрролл), теория легитимности, теория создания общей ценности (Портер, Крамер). **Предпосылки формирования:** глобализация, экологические катастрофы, рост влияния НПО, запрос инвесторов на нефинансовую информацию, развитие стандартов отчётности. **Влияние на понимание инвестиционной привлекательности:** введение понятий деловой репутации, корпоративного управления, экологической ответственности как факторов стоимости; обоснование связи устойчивого развития с долгосрочной доходностью.	учётом национальных особенностей. **Предпосылки формирования:** быстрый экономический рост в Азии и Латинской Америке, потребность в привлечении иностранного капитала, необходимость учета локальных условий. **Влияние на понимание инвестиционной привлекательности:** учёт соответствия национальным программам, государственной поддержки, соблюдения культурных норм (BRSR в Индии отражает концепцию дхармы-бизнеса).
3. Интеграция ESG и глобализация ответственного инвестирования	2010 – 2021-е гг.	Глобальная гармонизация, теории заинтересованных сторон, развитие транснационального регулирования	**Запад:** принятие ЦУР ООН (2015) и Парижского соглашения (2015) как глобальных рамок; давление крупнейших институциональных инвесторов (BlackRock, Vanguard) на компании в отношении раскрытия климатических рисков; развитие рынка «зелёных» облигаций; регуляторная активность ЕС (таксономия, SFDR, CSRD) – переход от добровольности к обязательности; создание ISSB (2021) для унификации стандартов. **Незапад:** стремление привлечь иностранный капитал, что требовало	**Ключевые представители:** ISSB (Международный совет по стандартам устойчивого развития), регуляторы ЕС, рейтинговые агентства MSCI, Sustainalytics. **Основные идеи:** переход от добровольных инициатив к обязательному раскрытию; создание глобальной инфраструктуры устойчивого финансирования; стандартизация и сопоставимость (IFRS S1/S2). **Инвестиционная привлекательность – это:** интегральная характеристика, определяемая уровнем ESG-зрелости, которая влияет на стоимость капитала, доступ к «зелёному» финансированию и долгосрочную доходность. **Факторы инвестиционной привлекательности:** ESG-рейтинги	**Ключевые представители:** национальные регуляторы (Китай, Индия, Россия), разработчики национальных таксономий. **Основные идеи:** национальные таксономии как ответ на глобальную гармонизацию; сохранение роли государства; развитие собственных стандартов и рейтингов. **Инвестиционная привлекательность – это:** способность компании соответствовать национальной таксономии устойчивой деятельности и участвовать в государственных программах, сохраняя при этом интеграцию в глобальную ESG-систему. **Факторы инвестиционной привлекательности:** добавляются соответствие национальной таксономии (Китай, Россия), участие в государственных программах

			соответствия международным ESG-стандартам; создание национальных таксономий (Китай, Россия) для сохранения контроля над «зелёным» финансированием; запуск внутренних ESG-рейтингов; в исламских странах – интеграция шариатских принципов с ESG через «зелёные» сукук.	(MSCI, Sustainalytics), включение в устойчивые индексы (DJSI, FTSE4Good), наличие «зелёных» и социальных облигаций, соответствие таксономии ЕС, раскрытие по стандартам TCFD. **Теории:** теория сигнализирования (высокий ESG-рейтинг – сигнал качества), теория легитимности (соответствие нормам снижает риски), теория институционального давления. **Предпосылки формирования:** Парижское соглашение по климату (2015), ЦУР ООН, давление крупных институциональных инвесторов (BlackRock), развитие рынка устойчивых финансовых инструментов. **Влияние на понимание инвестиционной привлекательности:** ESG-рейтинги становятся самостоятельным фактором, влияющим на стоимость капитала; включение в устойчивые индексы – сигнал для инвесторов; появляется эффект «зелёной премии» (greenium).	устойчивого развития, наличие национальных ESG-рейтингов, для исламских стран – выпуск «зелёных» сукук. **Теории:** теория экономического национализма, теория адаптации международных норм к локальным условиям. **Предпосылки формирования:** рост национального суверенитета в вопросах устойчивого развития, желание сохранить контроль над ключевыми отраслями, потребность в привлечении капитала на внутренних рынках. **Влияние на понимание инвестиционной привлекательности:** добавляется фактор соответствия национальной таксономии; участие в государственных программах устойчивого развития становится значимым для инвесторов; для исламских стран – интеграция ESG с шариатскими нормами в «зелёных» сукук.
4. Фрагментация и суверенизация ESG	2022 – настоящее время	Эволюционная экономика, теория сложности, геополитическая фрагментация, экономический национализм	**Запад:** санкции против России (2022) и пересмотр глобальных цепочек поставок; энергетический кризис, вызвавший критику ESG как «идеологического»; политическое сопротивление в США (запреты ESG-инвестиций в отдельных штатах); усиление требований к верификации нефинансовой отчётности из-за обвинений в greenwashing; ужесточение	**Ключевые представители:** регуляторы ЕС (CSRD), критики ESG в США (отдельные штаты), рейтинговые агентства, пересматривающие методологии. **Основные идеи:** ужесточение регулирования в ЕС; политическое сопротивление в США; пересмотр рейтингов из-за критики greenwashing; потеря глобальной монополии западных стандартов. **Инвестиционная привлекательность – это:** на западных рынках – соответствие	**Ключевые представители:** российские регуляторы (Банк России, Минэкономразвития), АКРА, НРА, РАЭКС; китайские государственные структуры; исламские финансовые институты. **Основные идеи:** создание собственных стандартов и инфраструктуры в условиях ограничения доступа к западным рейтингам и капиталу; ESG как инструмент внутренней устойчивости и суверенитета. **Инвестиционная привлекательность – это:** способность компании

			регулирования в ЕС (CSRD) и одновременно фрагментация подходов. **Незапад:** санкционное давление и утрата доступа к западным рейтингам и капиталу, что стимулировало создание собственной ESG-инфраструктуры; в России – формирование национальной таксономии, запуск внутренних ESG-рейтингов (АКРА, НРА, РАЭКС), интеграция ESG в программы технологического суверенитета; в Китае – усиление государственного контроля над ESG-повесткой в рамках «зелёного» перехода; в исламских странах – развитие «зелёных» сукук как альтернативы западным инструментам.	ужесточённым нормам, прозрачность, устойчивость к политическим рискам; способность противостоять критике и сохранять доверие инвесторов. **Факторы инвестиционной привлекательности:** добавляются независимость от политических рисков, верифицированность нефинансовой отчётности, устойчивость к требованиям «анти-ESG» движений. **Теории:** теория политической экономии ESG, теория сложных адаптивных систем. **Предпосылки формирования:** геополитический кризис 2022 года, санкционные войны, пересмотр глобальных цепочек поставок, критика «зелёного камуфляжа». **Влияние на понимание инвестиционной привлекательности:** на западных рынках – соответствие ужесточённым нормам, прозрачность, устойчивость к политическим рискам; рост требований к верификации нефинансовой отчётности.	адаптироваться к изолированной институциональной среде, соответствовать национальным стандартам устойчивости и сохранять доверие внутренних инвесторов. **Факторы инвестиционной привлекательности:** независимость от западных рейтингов, соответствие национальным приоритетам (технологический суверенитет, социальная стабильность), наличие внутренних ESG-рейтингов, участие в программах импортозамещения. **Теории:** теория экономического суверенитета, теория институциональной адаптации. **Предпосылки формирования:** санкционное давление, ограничение доступа к глобальному устойчивому финансированию, необходимость сохранения инвестиционной привлекательности на внутреннем рынке. **Влияние на понимание инвестиционной привлекательности:** независимость от западных рейтингов становится преимуществом; соответствие национальным приоритетам (технологический суверенитет, социальная стабильность) выходит на первый план; для исламских стран – укрепление позиций альтернативной модели.

Источник: составлено автором.

Таблица 2. Сравнительный анализ западных и незападных подходов к инвестиционной привлекательности

Фактор / характеристика	**Западные подходы**	**Незападные подходы**
Концептуальные основы	Неоклассическая теория, дополненная институционализмом и теорией заинтересованных сторон. Акцент на рыночной саморегуляции, прозрачности, защите прав миноритариев.	Синтез неоклассических моделей с национальными институциональными традициями (государственный патернализм, коллективизм, религиозные нормы). В исламских финансах – интеграция шариатских принципов с современными финансовыми инструментами.
Институциональная среда	Развитые рыночные институты, высокая степень защиты прав инвесторов, независимость регуляторов (SEC, ESMA), развитая судебная система.	Формирующиеся или переходные институты, значительная роль государства и государственных корпораций, защита прав инвесторов варьируется, судебная система часто менее предсказуема.
Роль государства в ESG-интеграции	Государство – регулятор, устанавливающий рамочные требования (CSRD, SFDR, таксономия ЕС), но не прямое субсидирование. Основной катализатор – рыночные механизмы и давление инвесторов.	Государство – прямой инициатор: национальные таксономии, обязательные требования к раскрытию, государственные банки развития как источник «зелёного» финансирования, налоговые льготы.
Роль культурных, этических, религиозных норм	Нормы выражены в виде общепринятых этических принципов, неформальных практик; редко имеют жёсткую нормативную форму. Исключение – специализированные этические индексы (Банк Ватикана).	Нормы часто формализованы и имеют нормативную силу (шариат в исламских финансах). Культурные особенности учитываются при адаптации международных стандартов (BRSR в Индии отражает концепцию дхармы-бизнеса, CASS-ESG в Китае учитывает социалистические ценности).
Степень формализации и стандартизации	Высокая степень формализации: единые стандарты отчётности (GRI, SASB, TCFD), гармонизация через IFRS S1/S2. Обязательность для крупных компаний в ЕС, постепенное распространение.	Фрагментированная стандартизация: сочетание международных стандартов с национальными; обязательность часто ограничена крупнейшими компаниями. Отсутствие единой методологии усложняет межстрановые сравнения.
Ключевые теории, обосновывающие связь с инвестиционной привлекательностью	Теория заинтересованных сторон (связь ESG с долгосрочной стоимостью), теория легитимности (соответствие нормам снижает риски), теория сигнализирования (высокий ESG-рейтинг – сигнал качества).	В исламских финансах: теория «макасид аль-шариа» (цели шариата) обосновывает этические ограничения как способ снижения рисков. В азиатских моделях: концепция «гармоничного общества» (Китай), «инклюзивного роста» (Индия) как фактор стабильности.
Преимущества в контексте исследования	Прозрачность, сопоставимость данных, развитая инфраструктура устойчивого финансирования, наличие долгосрочной статистики, чёткая связь между ESG-показателями и стоимостью капитала, возможность эконометрического моделирования.	Учёт локальной специфики, возможность быстрой адаптации к изменяющимся условиям, государственная поддержка как катализатор ESG-трансформации, наличие альтернативных моделей (исламские финансы), меньшая зависимость от глобальной конъюнктуры.

Недостатки / ограничения	Риск унификации, не всегда учитывающей особенности развивающихся рынков; высокая стоимость соответствия стандартам; потенциальная политизация ESG (США); зависимость от западных рейтинговых агентств.	Неоднородность данных, низкая сопоставимость между странами; риск формального подхода («зелёный камуфляж»); зависимость от политической конъюнктуры; ограниченный доступ к международным ESG-рейтингам после геополитических событий; сложность количественной оценки культурных факторов.

Источник: составлено автором.

Таблица 3. Научные школы и ключевые исследователи инвестиционной привлекательности

Научная школа / направление	Период актуальности	Ключевые представители	Основные идеи / вклад в понимание инвестиционной привлекательности	Преимущества для анализа в современной среде	Недостатки / ограничения для современного применения
Американская школа корпоративных финансов	1960–1980-е гг.	Ф. Модильяни, М. Миллер, У. Шарп, А. Дамодаран, Ю. Бригхем, Л. Эрхард	Инвестиционная привлекательность трактуется как функция стоимости бизнеса, определяемой через дисконтирование денежных потоков (DCF), оптимизацию структуры капитала (теория Модильяни–Миллера) и соотношение доходности и риска (CAPM). Ключевые факторы – рентабельность, ликвидность, рыночные мультипликаторы. Нефинансовые факторы игнорируются.	Разработанный количественный инструментарий (DCF, CAPM, WACC) остаётся основой финансового моделирования. Позволяет формализовать оценку риска и доходности, что особенно важно для публичных компаний и инвесторов.	Не учитывает нематериальные активы, репутационные и ESG-риски. Неприменим для компаний с преобладанием человеческого капитала (цифровой сектор, креативные индустрии). Игнорирует институциональные и культурные факторы.
Японская школа кэйрэцу	1970–1990-е гг. (пик), осмыслена позже	М. Аоки, Р. Дор, К. Имаи	Инвестиционная привлекательность определяется не только доходностью, но и стабильностью долгосрочных партнёрств, перекрёстным владением акциями, устойчивостью к рыночным колебаниям. Кэйрэцу рассматриваются как альтернативная институциональная форма, обеспечивающая устойчивость за счёт кооперации банков и промышленности.	Даёт теоретическое обоснование значимости долгосрочных отношений и социального капитала. Актуальна для анализа стабильности цепочек поставок и корпоративных экосистем (например, в Азии).	Модель трудно воспроизводима в странах с развитой рыночной экономикой и антимонопольным регулированием. Не даёт количественных методов оценки. Слабо учитывает роль миноритарных акционеров.
Исламская школа финансов	С 1970-х гг. (активное развитие)	Ф. Фогель, С. Хейс, М. Чаудхури, М.С. Садр	Инвестиционная привлекательность определяется пересечением финансовой эффективности и соответствия шариатским нормам (запрет процента, гарара, инвестиций в «харам»-сектора). Развиты инструменты на основе разделения рисков и прибыли (мудараба, мушарака), а также сукук.	Формирует альтернативную модель этического инвестирования, востребованную в исламских странах и среди инвесторов, ориентированных на религиозные нормы. Позволяет привлекать капитал из стран Персидского залива.	Требует сложной сертификации, не всегда совместима с западными финансовыми стандартами. Ограниченное применение вне исламского мира. Не учитывает экологические аспекты без дополнительной интеграции (зелёные сукук).

Институциональная экономика	1980–2000-е гг.	Д. Норт, О. Уильямсон, Р. Коуз	Инвестиционная привлекательность начинает учитывать формальные и неформальные институты, трансакционные издержки, защиту прав собственности. Влияние институциональной среды на стоимость капитала и инвестиционные риски становится предметом анализа.	Позволяет объяснить различия в инвестиционной привлекательности между странами и отраслями через качество институтов (защита прав собственности, коррупция, судебная система). Актуальна для развивающихся рынков.	Сложность количественной оценки институциональных факторов. Не даёт готовых методик для корпоративного уровня. Часто требует качественных экспертных оценок.
Поведенческая экономика	1990–2010-е гг.	Д. Канеман, Р. Талер, А. Тверски	Инвестиционная привлекательность рассматривается через призму ограниченной рациональности инвесторов, когнитивных искажений и социальных предпочтений. Эмоциональные факторы, репутация и доверие начинают включаться в инвестиционный анализ.	Объясняет аномалии рынка, необъяснимые классическими моделями (например, влияние репутации, эффект «зелёной премии»). Позволяет учитывать роль доверия и социальных норм.	Сложность формализации и прогнозирования. Результаты чувствительны к культурному контексту. Не даёт единой системы показателей.
Теория заинтересованных сторон	1980–н.в.	Р. Фримен, Э. Фримен, М. Кларксон	Инвестиционная привлекательность определяется не только интересами акционеров, но и удовлетворением ожиданий всех стейкхолдеров (работники, клиенты, общество). Это заложило основу для включения социальных и управленческих факторов (S и G) в ESG-концепцию.	Легла в основу современной ESG-отчётности и стандартов (GRI, SASB). Позволяет учитывать репутационные риски и нематериальные активы, связанные с доверием стейкхолдеров.	Может приводить к конфликту целей между группами стейкхолдеров. Не даёт чётких критериев приоритизации. На практике часто сводится к формальной отчётности без реального влияния на стратегию.
Школа корпоративной социальной ответственности (КСО)	1990–2010-е гг.	А. Кэрролл, Д. Вуд, М. Портер, М. Крамер	Инвестиционная привлекательность дополняется факторами деловой репутации, экологической и социальной ответственности. Портер и Крамер вводят концепцию «создания общей ценности» (CSV), обосновывая связь устойчивого развития с долгосрочной доходностью.	Обосновала экономическую целесообразность устойчивого развития. Концепция CSV показала, что социальные и экологические инвестиции могут быть источником конкурентного преимущества.	На практике КСО часто воспринималась как PR-инструмент, не интегрированный в стратегию. Разрыв между декларациями и реальными действиями породил проблему greenwashing.

Европейская школа ESG-регулирования	2010–н.в.	Разработчики GRI, SASB, TCFD, ISSB, регуляторы ЕС	Инвестиционная привлекательность определяется уровнем ESG-зрелости, соответствием таксономии ЕС и обязательным раскрытием нефинансовой информации. ESG-рейтинги становятся самостоятельным фактором, влияющим на стоимость капитала.	Создала формализованную систему стандартов, делающую ESG-анализ сопоставимым и верифицируемым. Обеспечила интеграцию нефинансовых факторов в финансовую отчётность (IFRS S1/S2).	Риск избыточной унификации, не учитывающей особенности развивающихся рынков и отраслей. Высокая стоимость соответствия стандартам. Политизация ESG в отдельных юрисдикциях.
Российская школа комплексного анализа	1990–н.в.	В.В. Ковалёв, О.В. Ефимова, М.В. Рыбакова, А.В. Ермакова	Инвестиционная привлекательность рассматривается как результат комплексного анализа финансового состояния, дополненного учётом институциональных, макроэкономических и отраслевых факторов. В последние годы активно исследуется влияние ESG-факторов и человеческого капитала, особенно в цифровом секторе.	Учитывает специфику переходной экономики, институциональные ограничения и высокую роль государства. Позволяет адаптировать международные подходы к российским реалиям. Эмпирически подтверждена значимость социальных факторов для высокотехнологичных компаний.	Не всегда даёт универсальные методики, применимые за пределами России. Испытывает дефицит сопоставимой нефинансовой статистики. Акцент на отраслевой специфике может затруднять межстрановые сравнения.

Источник: составлено автором.

Таблица 4. Альтернативные культурно-религиозные модели инвестиционной привлекательности

Модель	География / институциональная база	Концептуальные основы	Ключевые принципы	Критерии инвестиционной привлекательности	Инструменты оценки	Влияние на инвесторов	Теоретическое обоснование
Исламская финансовая модель	Страны Персидского залива, Малайзия, Пакистан; исламские финансовые институты (AAOIFI, IFSB)	Интеграция шариатских принципов с современной финансовой теорией. Этика, основанная на запрете риба (процентов), гарар (неопределённости), майсир (азарта), инвестиций в «харам»-сектора.	Разделение рисков и прибыли, обеспеченность активов, социальная справедливость, запрет спекулятивных сделок, соответствие религиозным нормам.	Финансовая эффективность + соответствие шариатским нормам (исключение «харам»-секторов, доля заёмного капитала ≤33%, доля недопустимых доходов ≤5%).	Шариатские индексы (S&P Shariah, Dow Jones Islamic Market), сертификация AAOIFI, сукук.	Инвестиционная привлекательность определяется пересечением финансовой доходности и религиозной допустимости; инвесторы получают двойной фильтр (финансовый + этический).	Теория «макасид аль-шариа» (цели шариата), теория исламской экономики (Садр, Чаудхури), концепция этического инвестирования.
Католическая этическая модель	Банк Ватикана (IOR), католические инвестиционные фонды, социально ориентированные инвесторы (США, Европа, Латинская Америка)	Соответствие католическому социальному учению (энциклики Rerum Novarum, Laudato Si’). Акцент на человеческом достоинстве, солидарности, субсидиарности, общем благе, охране творения.	Исключение компаний, нарушающих принципы человеческого достоинства (аборты, контрацептивы), военно-промышленный комплекс, экологически деструктивные практики.	Финансовая стабильность + соответствие католическому социальному учению; исключение «неэтичных» отраслей; акцент на долгосрочной устойчивости.	Этический индекс Банка Ватикана (2023), специализированные инвестиционные фонды (Catholic Responsible Investments).	Инвесторы получают возможность формировать портфели в соответствии с религиозными и этическими предпочтениями; высокая репутационная значимость сигнализирует о долгосрочной устойчивости.	Теория социального учения Церкви, теория заинтересованных сторон (с акцентом на уязвимые группы), концепция «интегральной экологии».

Конфуцианско-буддийская модель	Япония, Южная Корея, Тайвань, частично Китай и Вьетнам	Интеграция конфуцианских ценностей (гармония, долгосрочные отношения, социальная ответственность) и буддийских принципов (ненасилие, сострадание, экологическая этика).	Долгосрочные партнёрства (кэйрэцу), гармония с природой, уважение к труду, социальная стабильность, умеренность в потреблении, лояльность работников.	Финансовая устойчивость + стабильность долгосрочных партнёрств, социальная ответственность, низкая текучесть кадров, корпоративная культура, ориентированная на гармонию.	Кодексы корпоративного управления (Япония, Корея), рейтинги с учётом культурных особенностей (GPIF, MSCI Japan ESG Leaders), практики кэйрэцу.	Долгосрочные отношения и социальная стабильность воспринимаются как нематериальные активы, снижающие инвестиционные риски; инвесторы получают премию за стабильность.	Теория кэйрэцу (Аоки), конфуцианская экономическая этика (Ту Вэймин), концепция «гармоничного общества».
Индийская модель дхармы-бизнеса	Индия (развита в рамках BRSR, но имеет более глубокие культурные корни)	Синтез ведической этики (дхарма – нравственный долг), гандианских принципов (ненасилие, самообеспечение) и современных стандартов корпоративной отчётности.	Ответственность бизнеса перед обществом, сохранение традиционных ценностей, инклюзивный рост, уважение к природе, поддержка локальных сообществ.	Финансовая эффективность + соответствие принципам дхармы (гендерное равенство, взаимодействие с локальными сообществами, охрана окружающей среды, корпоративная этика).	BRSR (обязательный для 1000 крупнейших компаний), добровольные индексы (Dharma ESG Index), интеграция в корпоративное управление.	Высокий BRSR-рейтинг становится фактором доверия для иностранных инвесторов; компании, следующие дхарме, получают поддержку локальных сообществ и государственные преференции.	Концепция дхармы-бизнеса (индийская философия), теория инклюзивного роста, теория институциональной адаптации.

Источник: составлено автором.

Таблица 5. Национальные модели инвестиционной привлекательности

Страна / регион	Ключевые регуляторные / институциональные особенности	Концептуальные основы	Институциональные механизмы оценки	Ключевые факторы инвестиционной привлекательности	Влияние на инвесторов	Теоретическое обоснование
Европейский союз	Высокая степень гармонизации через директивы ЕС, обязательное раскрытие нефинансовой информации, единые стандарты отчётности (IFRS, ESRS)	Неоклассическая теория, дополненная институционализмом и концепцией заинтересованных сторон. Акцент на прозрачности, защите прав инвесторов, рыночной дисциплине.	Обязательное раскрытие финансовой и нефинансовой информации для всех крупных компаний, гармонизация через IFRS, надзор европейских регуляторов (ESMA, EBA).	Финансовая устойчивость, качество корпоративного управления, прозрачность, долгосрочная устойчивость бизнес-модели, соответствие социальным и экологическим стандартам.	Инвесторы ориентируются на стандартизированные показатели, что снижает информационную асимметрию; высокий уровень защиты прав инвесторов привлекает долгосрочный капитал.	Теория сигнализирования (прозрачность как сигнал качества), теория легитимности (соответствие нормам снижает риски), теория институционального давления.
США	Рыночно-ориентированная модель с элементами федерального регулирования (SEC), сильная роль саморегулируемых организаций, политическая фрагментация на уровне штатов	Неоклассическая теория, дополненная поведенческой экономикой; акцент на рыночной эффективности, защите прав акционеров, минимизации государственного вмешательства.	Раскрытие информации через SEC, доминирование рыночных рейтингов (MSCI, S&P), саморегулируемые стандарты (SASB, TCFD), судебная защита прав инвесторов.	Рентабельность, рост акционерной стоимости, ликвидность, качество корпоративного управления, репутация; в отдельных штатах – дополнительные фильтры (исключение «неэтичных» отраслей).	Инвесторы ориентируются на рыночные мультипликаторы и репутационные факторы; политическая фрагментация создаёт неопределённость, но сохраняется высокая ликвидность.	Теория агентских отношений (связь управления со стоимостью), теория эффективного рынка, теория политической экономии инвестиций.

Япония	Государственно-рыночная модель: крупнейший государственный пенсионный фонд (GPIF) как катализатор, кодекс корпоративного управления, долгосрочные партнёрства (кэйрэцу)	Синтез неоклассической теории с конфуцианскими ценностями (долгосрочные отношения, социальная гармония, ответственность перед обществом).	Государственный пенсионный фонд задаёт стандарты отбора компаний, обязательное раскрытие для крупных компаний, корпоративные кодексы, институт «компании-якоря».	Долгосрочная финансовая стабильность, устойчивость партнёрских связей, социальная ответственность, качество корпоративного управления, лояльность персонала.	Включение в инвестиционный портфель GPIF становится сигналом качества; инвесторы ориентируются на долгосрочную стабильность, а не на краткосрочную доходность.	Теория кэйрэцу (Аоки), конфуцианская экономическая этика, теория институционального изоморфизма через государственные фонды.
Китай	Государственно-драйверная модель: централизованное регулирование, обязательные требования к раскрытию для крупных эмитентов, государственные банки как источник капитала	Синтез неоклассических моделей с социалистическими ценностями, приоритет государственного контроля, социальной стабильности, технологического суверенитета.	Обязательное раскрытие по стандартам CSRC, государственные рейтинги, финансирование через государственные банки, налоговые льготы для приоритетных отраслей.	Соответствие государственным приоритетам (технологический суверенитет, социальная стабильность), финансовая устойчивость, долгосрочная стратегия развития, поддержка со стороны государства.	Инвесторы оценивают не только финансовые показатели, но и степень соответствия государственной политике; доступ к льготному финансированию повышает привлекательность.	Теория экономического национализма, теория институциональной адаптации, концепция «гармоничного общества».
Индия	Гибридная модель: обязательное раскрытие для крупнейших компаний (BRSR), развитие внутренних финансовых рынков, поддержка государственных банков развития	Синтез западных финансовых моделей с концепцией дхармы-бизнеса (ответственность перед обществом, инклюзивный рост, сохранение традиционных ценностей).	Обязательная отчётность по BRSR для 1000 крупнейших компаний, государственные банки развития, кодекс корпоративного управления, рейтинги локальных агентств.	Финансовая эффективность, инклюзивность, социальная ответственность, взаимодействие с локальными сообществами, соблюдение традиционных норм, долгосрочная устойчивость.	Высокий BRSR-рейтинг становится фактором доверия для иностранных инвесторов; государственная поддержка снижает риски.	Теория дхармы-бизнеса, теория инклюзивного роста, теория институционального изоморфизма.

Бразилия	Государственно-рыночная модель с акцентом на экологическую и социальную повестку; государственный банк развития BNDES как ключевой институт	Синтез неоклассической теории с теорией экологической модернизации, акцент на защите природных ресурсов, социальной справедливости.	Обязательное раскрытие для публичных компаний (CVM), добровольные индексы (ISE), финансирование через BNDES, требования к защите прав коренных народов.	Финансовая устойчивость, экологическая ответственность (защита лесов), социальная справедливость, взаимодействие с локальными сообществами, прозрачность.	Высокие экологические и социальные стандарты повышают привлекательность для иностранных инвесторов, особенно из ЕС; государственное финансирование снижает стоимость капитала.	Теория экологической модернизации, теория заинтересованных сторон, теория институционального давления.
Россия	Государственно-адаптивная модель: сочетание элементов западных стандартов с национальными приоритетами, развитие собственной рейтинговой инфраструктуры	Синтез неоклассических моделей с концепцией экономического суверенитета, учёт традиционных ценностей, социальной стабильности, технологического суверенитета.	Развитие внутренних рейтингов (АКРА, НРА, РАЭКС), государственные банки развития (ВЭБ.РФ), добровольное раскрытие с постепенным переходом к обязательному, национальная таксономия проектов.	Финансовая устойчивость, независимость от внешних рейтингов, соответствие национальным приоритетам (технологический суверенитет, социальная стабильность), участие в государственных программах.	Независимость от западных рейтингов становится преимуществом; инвесторы ориентируются на национальные рейтинги и государственную поддержку; высокая роль «национальных чемпионов».	Теория экономического суверенитета, теория институциональной адаптации, концепция устойчивости в условиях санкций.

Источник: составлено автором.

Таблица 6. Хронология формирования концепции устойчивого развития

Этап	Период	Ключевые события / документы	Организации / авторы	Основные идеи / вклад в концепцию устойчивого развития
Зарождение предпосылок	1798–1960 гг.	«Эссе о принципах народонаселения» (1798); теория исчерпаемых ресурсов Г. Хотеллинга (1931); концепция ноосферы В.И. Вернадского (1940-е); «Безмолвная весна» Р. Карсон (1962).	Т. Мальтус, Г. Хотеллинг, В.И. Вернадский, Р. Карсон	Осознание ограниченности ресурсов, взаимосвязи экономического роста и экологии, необходимости этичного отношения к природе. Формирование научных предпосылок.
Институционализация глобальной экологической повестки	1968–1987 гг.	Создание Римского клуба (1968); доклад «Пределы роста» (1972); Конференция ООН в Стокгольме (1972); создание ЮНЕП (1972); доклад «Наше общее будущее» (1987).	Римский клуб, Д. Медоуз, Г. Брундтланд, ООН	Переход от научной дискуссии к международной политике: признание глобального характера экологических проблем, введение понятия «устойчивое развитие», формирование институциональной базы.
Интеграция экологической, экономической и социальной повесток	1992–2000 гг.	Саммит Земли в Рио-де-Жанейро (1992); Повестка дня на XXI век; Рамочная конвенция ООН об изменении климата (РКИК); Киотский протокол (1997); Цели развития тысячелетия (2000).	ООН, ЮНЕП, Всемирный банк, правительства стран	Закрепление триединой структуры устойчивого развития (экономика – экология – социум). Формирование первых количественных целей и механизмов международного сотрудничества.
Глобальная гармонизация и корпоративная ESG-повестка	2000–2015 гг.	Глобальный договор ООН (2000); Принципы ответственного инвестирования (UN PRI) (2006); стандарты GRI (2000-е); создание SASB (2011); Парижское соглашение по климату (2015).	ООН, GRI, SASB, институциональные инвесторы	Устойчивое развитие становится корпоративной повесткой. Появляются стандарты отчётности, механизмы ответственного инвестирования, климатические обязательства.
Суверенизация и фрагментация	2015–н.в.	Цели устойчивого развития ООН (2015); таксономия ЕС (2020); создание ISSB (2021); национальные таксономии (Китай, Россия); геополитическая фрагментация (2022–н.в.).	ООН, ЕС, ISSB, национальные регуляторы	Переход от добровольных инициатив к обязательному раскрытию. Формирование национальных стандартов. Политизация устойчивой повестки, расхождение траекторий.

Источник: составлено автором.

Таблица 7. Эволюция концепции устойчивого развития и ее влияние на инвестиционную привлекательность

Этап	Период	Ключевые события в области устойчивого развития	**Влияние на инвестиционную привлекательность: западный путь**	**Влияние на инвестиционную привлекательность: незападный путь**
1. Зарождение предпосылок	1960 – 1980 гг.	Публикация «Безмолвной весны» Р. Карсон (1962), доклад «Пределы роста» (1972), Конференция ООН в Стокгольме (1972), концепция ноосферы В.И. Вернадского.	**Инвестиционная привлекательность** по-прежнему трактуется исключительно через финансовые показатели (доходность, риск, стоимость капитала). Экологические и социальные факторы не учитываются. Однако появляются первые исследования корпоративной социальной ответственности (Bowen, 1953; Davis, 1960), остающиеся на периферии.	В социалистических странах рыночная категория инвестиционной привлекательности отсутствует; в Японии формируются кэйрэцу – долгосрочные партнерства, которые позже будут осмыслены как альтернативная форма устойчивости. В исламских странах начинают развиваться финансовые институты, основанные на принципах шариата (запрет процента, гарара), что закладывает основы этического инвестирования.
2. Институционализация устойчивого развития	1990 – 2000 гг.	Доклад Брундтланд «Наше общее будущее» (1987), Саммит Земли в Рио (1992), Глобальный договор ООН (2000), стандарты GRI (1997), Цели развития тысячелетия (2000).	**Инвестиционная привлекательность** начинает включать нефинансовые факторы: качество корпоративного управления, деловую репутацию, экологическую политику, социальные программы. Формируется концепция КСО, появляется нефинансовая отчетность. Инвесторы начинают учитывать репутационные и регуляторные риски, связанные с экологией и социальной сферой.	В развивающихся странах (Китай, Индия, Бразилия) устойчивое развитие адаптируется под национальные приоритеты: борьба с бедностью, индустриализация с экологическими ограничениями, сохранение биоразнообразия. **Инвестиционная привлекательность** дополняется фактором соответствия государственным программам и способности получать государственную поддержку. В исламских странах продолжается развитие финансовых институтов, основанных на религиозных нормах, которые начинают привлекать внимание западных инвесторов как альтернативная модель этичного инвестирования.
3. Интеграция ESG и глобальная гармонизация	2010 – 2021 гг.	Принятие ЦУР ООН (2015), Парижское соглашение по климату (2015), создание UN PRI (2006), ISSB (2021), внедрение стандартов SASB, TCFD, таксономии ЕС.	**Инвестиционная привлекательность** определяется уровнем ESG-зрелости: ESG-рейтинги (MSCI, Sustainalytics) становятся самостоятельным фактором, влияющим на стоимость капитала. Появляется эффект «зеленой премии» (greenium) для эмитентов «зеленых» облигаций. Инвесторы требуют обязательного раскрытия нефинансовой информации. В западной практике устойчивое развитие превращается из добровольной инициативы в регуляторное требование.	В незападных странах формируются национальные таксономии устойчивой деятельности (Китай, Россия), вводятся обязательные форматы нефинансовой отчетности (BRSR в Индии). **Инвестиционная привлекательность** дополняется фактором соответствия национальным приоритетам устойчивого развития, которые могут отличаться от европейских (акцент на энергетическую безопасность, социальную стабильность, технологический суверенитет). Развиваются собственные ESG-рейтинги (Китай, Россия).

4.Геополитическая фрагментация и суверенизация ESG	2022 – настоящее время	Пересмотр глобальных цепочек поставок, санкционные ограничения, прекращение работы западных рейтинговых агентств в России, создание национальных стандартов устойчивого развития в ряде стран.	**Инвестиционная привлекательность** на западных рынках продолжает определяться соответствием ужесточающимся нормам ЕС (CSRD, SFDR) и высокими ESG-рейтингами. Одновременно наблюдается политическое сопротивление: некоторые штаты США запрещают использование ESG-критериев для государственных пенсионных фондов. Устойчивое развитие становится полем геополитической конкуренции.	В незападных странах, особенно в России, формируется собственный ESG-ландшафт: национальные стандарты нефинансовой отчетности, внутренние рейтинговые агентства (АКРА, НРА, РАЭКС), адаптация международных практик под санкционные реалии. **Инвестиционная привлекательность** начинает определяться независимостью от западных рейтингов, способностью адаптироваться к изолированной институциональной среде, соответствием национальным приоритетам (технологический суверенитет, социальная стабильность).

Источник: составлено автором.

Таблица 8. Эволюция инвестиционных ожиданий и их влияние на развитие устойчивых практик

Этап	Период	**Факторы, формирующие запросы инвесторов**	Ключевые запросы инвесторов	Механизмы влияния на устойчивые практики	Результат для инвестиционной привлекательности
1. Зарождение	1960–1980-е гг.	Доминирование неоклассической теории, отсутствие институциональных механизмов учёта нефинансовых факторов, краткосрочная ориентация фондовых рынков, недостаток информации о социальных и экологических рисках.	Минимизация риска, максимизация доходности. Инвесторы ориентированы на краткосрочную прибыль.	Отсутствие системного влияния; отдельные инициативы по социальной ответственности не влияют на инвестиционные решения.	Устойчивые практики не учитываются; инвестиционная привлекательность определяется исключительно финансовыми показателями.
2. Институционализация	1990-е – 2000-е гг.	Глобализация, экологические катастрофы (Бхопал, Exxon Valdez), рост влияния НПО, корпоративные скандалы (Enron), развитие стандартов КСО, начало давления со стороны крупных пенсионных фондов.	Рост интереса к репутационным рискам, начало учёта нефинансовых факторов крупными институциональными инвесторами (пенсионные фонды, суверенные фонды).	Давление на компании с требованием раскрытия информации по КСО; появление первых стандартов нефинансовой отчётности (GRI).	Начало включения нефинансовых факторов в инвестиционный анализ; компании с высоким уровнем КСО получают репутационную премию.
3. Интеграция ESG	2010-е – 2021 гг.	Принятие ЦУР ООН и Парижского соглашения, рост активов под управлением с ESG-мандатом, давление крупнейших инвесторов (BlackRock, Vanguard), развитие рынка «зелёных» облигаций, доказательства связи ESG с финансовой устойчивостью.	Массовый переход институциональных инвесторов к ESG-интеграции; требования обязательного раскрытия климатических и социальных рисков.	Формирование глобальной инфраструктуры устойчивого финансирования (PRI, TCFD, SASB); ESG-рейтинги становятся фактором доступа к капиталу.	ESG-рейтинг напрямую влияет на стоимость капитала; появление «зелёной премии» (greenium) для эмитентов устойчивых инструментов.
4. Фрагментация и суверенизация	2022 – настоящее время	Геополитическая фрагментация, санкционные режимы, энергетический кризис, политизация ESG в США, необходимость сохранения инвестиционной привлекательности на внутренних рынках, разрыв глобальных цепочек поставок.	Поляризация: в ЕС – ужесточение требований, в США – политическое сопротивление, в незападных странах – запрос на автономные стандарты.	Развитие национальных таксономий, внутренних рейтингов; создание альтернативных платформ устойчивого финансирования.	Инвестиционная привлекательность начинает определяться не только глобальными стандартами, но и соответствием национальным приоритетам; независимость от внешних рейтингов становится конкурентным преимуществом.

Источник: составлено автором.

Таблица 9. PESTEL-анализ факторов инвестиционной привлекательности компании в контексте ESG с экспертным оцениванием значимости и актуальности для России

№	Категория	Фактор	Характер влияния	Сила влияния (1–10)	Определённость (О/Н)	Актуальность для России (1–5)	Способ количественного измерения (прокси)
1	**P**	Государственная поддержка ESG-инициатив (национальная таксономия, рекомендации ЦБ)	Стимулирующий	7	О	5	Бинарная переменная (наличие национальной таксономии); индекс регуляторной поддержки
2	**P**	Геополитическая нестабильность / санкционные режимы	Сдерживающий	5	Н	5	Индекс политической стабильности; бинарная переменная «под санкциями»
3	**P**	Международные обязательства (Парижское соглашение, ЦУР)	Стимулирующий	6	О	3	Бинарная переменная (участие в международных инициативах)
4	**E**	Состояние макроэкономики (ВВП, инфляция, процентные ставки)	Разнонаправленное	8	Н	5	Ключевая ставка ЦБ; индекс потребительских цен; темп роста ВВП
5	**E**	Доступность «длинного» капитала и «зелёного» финансирования	Стимулирующий	6	О	4	Объем выпущенных зеленых облигаций (на компанию); наличие ESG-кредитных линий
6	**E**	Инвестиционная привлекательность «зеленых» отраслей	Стимулирующий	7	О	4	Динамика капитализации секторов ВИЭ, «зеленых» технологий
7	**E**	Влияние глобальных и национальных экономических циклов	Разнонаправленное	5	О	4	Индекс деловой активности; фаза экономического цикла
8	**E**	Динамика цен на энергоносители и сырьевые рынки	Разнонаправленное	4	Н	5	Цена нефти (Brent), газа, угля
9	**S**	Качество человеческого капитала (образование, квалификация)	Стимулирующий	5	О	4	Доля сотрудников с высшим образованием; расходы на обучение на одного сотрудника
10	**S**	Рост экологической осведомленности и изменение потребительских приоритетов	Стимулирующий	3	О	3	Индекс экологической осведомленности; доля «зеленых» продуктов в продажах
11	**S**	Давление со стороны общества, влияние ESG-рейтингов	Стимулирующий	4	О	3	Наличие ESG-рейтинга; медийная активность по вопросам устойчивости
12	**S**	Вовлечение НКО и гражданских институтов в продвижение устойчивого финансирования	Стимулирующий	4	О	3	Количество инициатив; объем публичных кампаний

13	**S**	Культурно-религиозные особенности инвестиционного поведения (шариатские нормы, католические этические принципы, индийская дхарма, традиционные ценности)	Стимулирующий	4	Н	4	Наличие специализированных этических индексов (S&P Shariah, Dow Jones Islamic Market, Vatican Index); объём активов в исламских/этических фондах; бинарные переменные
14	**S**	Формализация традиционных ценностей в корпоративных стратегиях и государственной политике	Стимулирующий	5	Н	5	Доля компаний, декларирующих приверженность традиционным ценностям; наличие соответствующих положений в уставах; индекс регуляторной поддержки
15	**T**	Развитие экологичных и чистых технологий	Стимулирующий	7	Н	4	Инвестиции в НИОКР в области зеленых технологий; количество патентов
16	**T**	Цифровизация ESG-отчетности, инновационные финансовые платформы	Стимулирующий	5	О	3	Наличие автоматизированной системы сбора ESG-данных; использование ИИ для анализа
17	**T**	Снижение стоимости и повышение эффективности зеленых технологий	Стимулирующий	7	О	4	Динамика LCOE (levelized cost of energy) для ВИЭ
18	**E**	Требования к снижению углеродного следа и воздействия на окружающую среду	Стимулирующий	8	О	4	Объем выбросов CO_2 (тонн на единицу выручки); наличие стратегии декарбонизации
19	**E**	Экологические цели и стандарты (таксономии, национальные стратегии)	Стимулирующий	6	О	5	Наличие национальной таксономии; соответствие компании стандартам
20	**E**	Развитие рынка углеродных квот (ETS), потребность в финансировании проектов адаптации	Стимулирующий	6	О	3	Цена углеродной квоты; объем торгов
21	**E**	Риски, связанные с изменением климата и утратой биоразнообразия	Стимулирующий	6	О	4	Индекс физических климатических рисков; объем ущерба от природных катастроф
22	**L**	Стандартизация требований к раскрытию информации (GRI, TCFD, CSRD)	Стимулирующий	5	О	4	Бинарная переменная (соответствие рекомендациям ЦБ РФ); наличие отчета по GRI/TCFD
23	**L**	Изменение законодательства и регулирования в сфере экологии и устойчивого развития	Сдерживающий	6	Н	5	Количество принятых нормативных актов; частота изменений
24	**L**	Необходимость внешней верификации и контроля целевого использования средств	Разнонаправленное	5	О	4	Наличие верифицированной отчетности; доля проектов с внешним аудитом

Примечания: О – определенные (прогнозируемые) факторы; Н – неопределенные (трудно прогнозируемые) факторы. Сила влияния оценивается по 10-балльной шкале (1 – минимальное влияние, 10 – максимальное). Актуальность для России оценивается по 5-балльной шкале (1 – минимально актуально, 5 – максимально актуально) на основе экспертной оценки с учётом институциональных особенностей, санкционного режима, текущей экономической ситуации и запросов инвесторов.

Источник: составлено автором.

Таблица 10. Факторы, отобранные для эмпирической проверки, и их операционализация

Блок	Фактор	Обозначение в модели	Способ измерения	Источник данных	Обоснование отбора
Финансовые	Рентабельность собственного капитала	ROE	Чистая прибыль / Собственный капитал	Финансовая отчетность (МСФО)	Базовый показатель эффективности, традиционно используемый в моделях инвестиционной привлекательности.
	Коэффициент текущей ликвидности	CR	Оборотные активы / Краткосрочные обязательства	Финансовая отчетность (МСФО)	Характеризует платежеспособность и финансовую гибкость компании.
ESG-факторы	Качество раскрытия ESG-информации	DISCL	Бинарная переменная (1 – наличие отчета по GRI/TCFD; 0 – отсутствие)	Нефинансовая отчетность, сайты компаний	Соответствует фактору «стандартизация требований к раскрытию» (№20). Высокое качество раскрытия сигнализирует о зрелости управления.
	Интенсивность выбросов CO_2	CARBON	Выбросы CO_2 (тонн) / Выручка (млн руб.)	Нефинансовая отчетность, данные CDP	Соответствует фактору «требования к снижению углеродного следа» (№16). Отражает экологический профиль и подверженность климатическим рискам.
	Расходы на обучение на одного сотрудника	TRAIN	Расходы на обучение (тыс. руб.) / Среднесписочная численность	Нефинансовая отчетность, HR-отчеты	Соответствует фактору «качество человеческого капитала» (№9). В цифровом секторе является ключевым фактором инноваций и устойчивости.
	Наличие «зеленых» облигаций / ESG-кредитов	GREENFIN	Бинарная переменная (1 – выпускались; 0 – нет)	Данные Московской биржи, отчеты эмитентов	Соответствует фактору «доступность «зеленого» финансирования» (№5). Свидетельствует о возможности привлечения капитала на льготных условиях.
	Доля независимых директоров в совете директоров	INDEP	Количество независимых директоров / Общее количество членов совета	Годовые отчеты, данные раскрытия	Характеризует качество корпоративного управления, что косвенно отражает правовые и управленческие аспекты.

	Культурно-религиозная принадлежность / этическая сертификация	ETHICS	Бинарная переменная (1 – компания сертифицирована как соответствующая религиозным нормам, включена в этический индекс или декларирует приверженность традиционным ценностям в соответствии с национальными приоритетами; 0 – иное)	Данные шариатских/католических/православных и иных советов, этических индексов, отчёты эмитентов, официальные реестры (например, перечень компаний, соответствующих национальной таксономии устойчивых проектов)	Учитывает влияние культурно-религиозных норм на инвестиционные предпочтения и корпоративные практики. В российском контексте актуально для взаимодействия с исламскими партнёрами и формирования инвестиционных продуктов, ориентированных на традиционные ценности. Бинарная переменная позволяет включить качественный фактор в эконометрическую модель.
Макроэкономические	Ключевая ставка ЦБ РФ	RATE	Годовая средняя ключевая ставка	Банк России	Соответствует фактору «состояние макроэкономики» (№4). Контрольная переменная для макроэкономической конъюнктуры.

Источник: составлено автором.

Приложение 2

Таблица 11. Расширенный SWOT-анализ ESG-интеграции в развитых странах с весовыми оценками

Категория	Фактор	Вес (1-10)	Оценка (1-10)	Взвешенная оценка
S (Сильные стороны)	Жесткая регуляторная база (EU Taxonomy, CSRD, SFDR)	9	9	81
	Развитый рынок устойчивого финансирования (ESG-активы >38 трлн долл.)	10	8	80
	Высокий уровень раскрытия нефинансовой информации (86% компаний)	8	7	56
	Активное участие институциональных инвесторов (AUM 56 трлн долл.)	9	8	72
	Эмпирически подтвержденное превосходство ESG-индексов	8	9	72
Итого S				361
W (Слабые стороны)	Несопоставимость ESG-рейтингов (корреляция <0,5)	8	7	56
	Риски greenwashing (лишь 22% раскрывают комплексно)	9	8	72
	Политическая поляризация ESG (106 анти-ESG законопроектов)	8	9	72
	Снижение поддержки ESG-резолюций крупнейшими управляющими	7	7	49
	Замедление роста рынка зеленых облигаций и сужение greenium	7	6	42
Итого W				291
O (Возможности)	Формирование единых глобальных стандартов (ISSB)	9	8	72
	Цифровизация ESG-аналитики (AI, Big Data, CBDC)	10	9	90
	Рост спроса розничных инвесторов (87% учитывают ESG)	8	7	56
	Интеграция ESG в кредитные рейтинги и банковский надзор	8	8	64
	Развитие углеродных рынков и механизмов CBAM	7	8	56
Итого O				338
T (Угрозы)	Геоэкономическая фрагментация и санкционные ограничения	9	8	72
	Замедление темпов декарбонизации (выбросы CO 37,4 млрд тонн)	8	7	56
	Рост регуляторной нагрузки и бюрократизации ESG-процессов	7	6	42
	Потеря доверия инвесторов (оттоки 11,8 млрд долл. в 2025 г.)	8	7	56
	Конкуренция со стороны развивающихся стран	6	6	36
Итого T				262

Источник: составлено автором.

Таблица 12. TOWS-матрица стратегических действий для ESG-интеграции в развитых странах

TOWS	Сильные стороны (S)	Слабые стороны (W)
Возможности (O)	SO-стратегии (использование сил для реализации возможностей): • Развитие цифровых ESG-платформ на базе существующей регуляторной инфраструктуры • Масштабирование опыта ESG-индексов на новые рынки через ISSB • Привлечение розничных инвесторов через ESG-ETF на базе проверенных методологий	WO-стратегии (преодоление слабостей за счет возможностей): • Гармонизация рейтингов через внедрение единых стандартов ISSB • Использование AI и Big Data для верификации ESG-отчетности и борьбы с greenwashing • Снижение транзакционных издержек через автоматизацию комплаенса
Угрозы (T)	ST-стратегии (использование сил для минимизации угроз): • Использование развитого рынка устойчивого финансирования для смягчения последствий геоэкономической фрагментации • Укрепление институциональной базы для противостояния политической поляризации • Диверсификация ESG-инструментов для сохранения greenium	WT-стратегии (минимизация слабостей и избежание угроз): • Повышение прозрачности рейтингов для восстановления доверия инвесторов • Упрощение регуляторных требований для снижения бюрократической нагрузки • Разработка отраслевых стандартов для повышения сопоставимости данных

Источник: составлено автором.

Таблица 13. Сравнительный анализ кейсов ESG-интеграции: развитые vs развивающиеся рынки

Параметр	Unilever (Великобритания)	Enel (Италия)	Alibaba (Китай)	Petrobras (Бразилия)	TCS (Индия)	Safaricom (Кения)
Рыночная капитализация, млрд долл. (2025)	~155	~81	~220	~95	~180	~12
Основной ESG-фокус	E (экология, цепочки поставок)	E (декарбонизация, ВИЭ)	E+G (углеродная нейтральность, управление)	E (снижение выбросов, CCUS)	S+G (цифровая инклюзия, управление)	S (финансовая инклюзия, развитие сообществ)
Ключевой фактор ESG-интеграции	Регуляторное давление ЕС + инвесторы	Регуляторное давление ЕС + рыночные возможности	Государственная политика + глобальные стандарты	Глобальные требования инвесторов + национальная безопасность	Национальные стандарты (BRSR) + философия группы	Локальные потребности + социальная миссия
Сокращение выбросов (Scope 1+2)	-64% к 2015 г. (2024)	-30% к 2017 г. (2024)	Углеродная нейтральность (2024)	-30% к 2030 г. (цель)	Углеродная нейтральность (достигнута)	Net-zero к 2050 г. (цель)
Объем зеленого/устойчивого финансирования	Sustainability-linked bonds	>10 млрд евро sustainability-linked bonds	68,9 млрд долл. зеленых облигаций (Китай)	1,3 млрд долл. зеленых кредитов (2025)	ESG-консалтинг как услуга	120 млн долл. зеленых нот (2025)
Уникальная ESG-метрика	80% с/х сырья из устойчивых источников	75% генерации из ВИЭ	10 млн МСП охвачено ESG-скорингом	Биоэкономический фонд 100 млн реалов	Платформа Prakriti для ESG-отчетности	True Value 8,5 млрд долл. (16х прибыли)
Доходность за 5 лет (CAGR)	~8%	~12%	~15%	~18%	19,2%	~22%
ESG-рейтинг MSCI (2025)	AAA	AA	BBB	BBB	AA	BB

Источник: составлено автором на основе отчетности компаний, MSCI (2026), Bloomberg (2026).

Таблица 14. Расширенный SWOT-анализ ESG-интеграции в развивающихся странах с весовыми оценками

Категория	Фактор	Вес (1-10)	Оценка (1-10)	Взвешенная оценка
S (Сильные стороны)	Высокие темпы роста ESG-активов (CAGR 21,4% в 2019–2025 гг.)	10	9	90
	Активная государственная поддержка (национальные таксономии, банки развития)	9	8	72
	Уникальная роль культурно-религиозных факторов (доля ESG-сукук 40% в ESG-долге)	8	8	64
	Эффект «технологического прыжка» (leapfrogging) в CBDC, AI-скоринге	9	9	81
	Более высокая избыточная доходность ESG-индексов над бенчмарками	8	9	72
Итого S				379
W (Слабые стороны)	Низкий уровень раскрытия ESG-информации (42% компаний)	9	7	63
	Дефицит качественных ESG-данных (58% компаний не имеют систем сбора)	10	8	80
	Слабая защита прав инвесторов (индекс 5,4 из 10)	8	7	56
	Феномен «вынужденной ESG-адаптации» (71% экспортеров без стратегической интеграции)	7	7	49
	Ограниченный доступ к международным ESG-рейтингам	7	6	42
Итого W				290
O (Возможности)	Формирование глобальных стандартов отчетности (ISSB)	9	8	72
	Цифровизация ESG-аналитики и снижение транзакционных издержек	10	9	90
	Рост влияния локальных институциональных инвесторов	8	8	64
	Развитие ESG-сукук как глобального конкурентоспособного инструмента	9	9	81
	Расширение доступа к «зеленому» финансированию через государственные банки	8	8	64
Итого O				371
T (Угрозы)	Геоэкономическая фрагментация и санкционные ограничения	9	8	72
	Сохранение методологической предвзятости глобальных ESG-провайдеров	8	7	56
	Макроэкономическая волатильность (средняя инфляция 8,7%)	9	7	63
	Регуляторная неопределенность и фрагментарность	8	6	48
	Риск усиления «greenwashing» при отсутствии контроля	7	6	42
Итого T				281

Источник: составлено автором.

Таблица 15. TOWS-матрица стратегических действий для ESG-интеграции в развивающихся странах

TOWS	Сильные стороны (S)	Слабые стороны (W)
Возможности (O)	SO-стратегии: Использование эффекта «технологического прыжка» и активной господдержки для масштабирования AI-скоринга и CBDC. Развитие ESG-сукук как глобального конкурентоспособного инструмента.	WO-стратегии: Преодоление дефицита данных через внедрение цифровых платформ (CRISIL ERAI, NINT). Адаптация глобальных стандартов ISSB к локальной специфике. Использование цифровых каналов для повышения раскрытия ESG-информации.
Угрозы (T)	ST-стратегии: Создание национальных ESG-рейтингов для снижения зависимости от западных провайдеров. Интеграция ESG в государственные программы развития для смягчения макроэкономической волатильности.	WT-стратегии: Усиление защиты прав инвесторов и развитие институтов внешнего аудита ESG-отчетности. Внедрение обязательных стандартов отчетности для борьбы с greenwashing и «вынужденной адаптацией».

Источник: составлено автором.

Таблица 16. Динамика числа компаний с ESG-рейтингами Morningstar Sustainalytics (Ratings+)

Год	Развивающиеся рынки (компании с ESG-рейтингом)	Развитые рынки (компании с ESG-рейтингом)
2018	1939	6691
2019	3505	8068
2020	3712	8317
2021	3857	8361
2022	3857	8140

Составлено автором по данным Morningstar Sustainability Indexes – Analysis Insights (диапазон 2018–2022 гг.) // Morningstar. – URL: https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Ebooks/ESG%20Risk%20Ratings%20-%20360%20Report%20eBook/MS_ESG_RR_360_Review_Ebook_Final.pdf (дата обращения: 03.06.2025).

Таблица 17. Сравнение институциональных индикаторов ESG-интеграции: развитые в сравнении с развивающимися рынками по состоянию на 2025 г.

Индикатор	Развитые рынки	Развивающиеся рынки	Разрыв
Объем ESG-активов, трлн долл. США (2022 г.)	30,3 (Европа – 14,0; США – 8,4; Япония – 4,3; Канада – 2,4; Австралия/Новая Зеландия – 1,2)	4,0 (Китай – крупнейший развивающийся рынок ESG-активов)	7,6x
Наличие национальной таксономии	ЕС, Великобритания, Канада, Япония	Китай, Россия, Индия (в разработке), Бразилия (частично)	–
Наличие формальной системы подтверждения (assurance) ESG-отчётности	установлена или внедряется (Гонконг, Индия, Япония, Корея, Сингапур, Великобритания, страны ЕС)	Отсутствует в ряде юрисдикций (Китай, Индонезия, Вьетнам)	
Обязательность ESG-отчетности	CSRD (50 000 компаний), SEC rules (7 000)	BRSR (1 000 компаний), CVM (публичные)	–
Объём рынка зелёных облигаций, млрд долл. США	~560–600 (2024 г., оценка)	135 (2023 г.)	4,3x
Доля ESG-сукук в ESG-долге, %	–	40%	–
Доля ESG-сукук в ESG-долге, %	–	40 (2025 г.)	
CAGR ESG-активов (2019–2025), %	10,8%	21,4%	10,6 п.п.
Доля компаний с ESG-отчетностью, %	86%	42%	44 п.п.
Средний ESG-рейтинг MSCI (0-10)	7,4	5,1	2,3 балла
Индекс защиты прав инвесторов (0-10)	7,9	5,4	2,5 балла

Примечание: обьем 30,3 трлн долл США – сумма по пяти развитым юрисдикциям GSIA (Европа, США, Япония, Канада, Австралия/Новая Зеландия) за 2022 г.; 4,0 трлн по Китаю — отдельная оценка Bloomberg Intelligence за тот же год (Китай не входит в методологию GSIA). Данные приведены за один год (2022 г.), без смешения с более поздними/методологически иными цифрами (16,7 трлн, 2024 г. и т.д.) — для корректности сравнения.

Источник: составлено автором на основе данных GSIA (GSIR 2022); Bloomberg Intelligence (2024); OECD (2025); Fitch Ratings (2026); IFC/Amundi (2023); SEBI; European Commission (Omnibus, 2025); U.S. SEC (Release No. 33-11421, 2026).

Таблица 18. Сравнительная эффективность ESG-индексов: развитые vs развивающиеся рынки, 2019–2025 гг.

Категория	Индекс	CAGR, %	Волатильность, %	Коэффициент Шарпа	Избыточная доходность над бенчмарком, п.п.
Развитые рынки	MSCI World	10,5	17,1	0,61	–
	MSCI ESG Leaders	10,3	16,7	0,62	-0,2
	S&P 500	11,8	18,0	0,66	–
	S&P 500 ESG	12,5	17,4	0,72	+0,7
Развивающиеся рынки	MSCI Emerging Markets	5,8	22,5	0,26	–
	MSCI EM ESG Leaders	6,7	21,9	0,31	+0,9
	S&P BSE 100 (Индия)	13,8	19,2	0,72	–
	S&P BSE 100 ESG	15,7	18,5	0,85	+1,9
	Ibovespa (Бразилия)	7,2	29,1	0,25	–
	ISE (Бразилия ESG)	9,6	27,3	0,35	+2,4

Источник: составлено автором на основе данных MSCI (2026), S&P Global (2026), B3 (2026), NSE (2026), MSCI (2025).

Таблица 19. Сравнение доходностей индексов США с учетом и без учета ESG

Индекс/Период анализа	MSCI USA Small Cap, %	MSCI USA Small Cap ESG Leaders, %	S&P 500, %	S&P 500 ESG, %	S&P MidCap 400, %	S&P MidCap 400 ESG, %	S&P Small Cap 600, %	S&P Small Cap 600 ESG, %
3 года (2018-2020)	35,3	32,7	42,2	45,1	30,1	32,4	30,6	32,6
3 года (2019-2021)	51,0	48,4	71,9	76,8	64,6	67,0	64,1	67,3
3 года (2020-2022)	24,2	24,0	27,1	31,2	29,7	33,4	28,0	32,7
3 года (2021-2023)	13,9	14,3	27,5	28,8	22,2	25,5	21,9	24,7
3 года (2022-2024)	17,2	16,8	29,3	30,7	11,5	-	5,8	27,2*

Примечание. Для S&P SmallCap 600 ESG использованы: YTD ESG-доходность-2023 (16,51%) и TR-доходность за 2024 (9,66%); за 2022 г. открытых данных нет, поэтому результат ориентировочный.

Источник: составлено автором на основе Володина А. О., Траченко М. Б. Доходность ESG-инвестирования на развитых и развивающихся рынках с учётом временного горизонта // Финансовый журнал. – 2023. – Т. 15, № 2. – С. 59–73. – URL: https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-2-59-73 (дата обращения: 03.06.2025).

Таблица 20. Сравнительная характеристика моделей ESG-интеграции

Параметр	Нормативно-рыночная модель (развитые рынки)	Государственно-драйверная модель (развивающиеся рынки)
Ключевой фактор	Институциональные инвесторы, регуляторные требования	Государство, национальные приоритеты
Роль государства	Регулятор, устанавливающий рамочные требования	Прямой катализатор через таксономии, банки развития, субсидии
Характер регулирования	Жесткое, обязательное (CSRD, SFDR, SEC rules)	Фрагментарное, с элементами обязательности (BRSR, CVM)
Роль институциональных инвесторов	Высокая (56 трлн долл. AUM у топ-20)	Средняя/низкая, зависимость от глобальных инвесторов
Уровень раскрытия ESG-информации	Высокий (86% компаний)	Средний (42% компаний)
Основные финансовые инструменты	Зеленые облигации, sustainability-linked bonds, ESG-ETF	Зеленые облигации, ESG-сукук, государственные кредиты
Влияние культурно-религиозных факторов	Низкое (за исключением специализированных этических индексов)	Высокое (исламские финансы, BRSR в Индии)
Технологические инновации	Цифровизация отчетности, AI-скоринг	CBDC (e-CNY), мобильные платформы (M-PESA), AI-платформы (Prakriti)
Ключевые барьеры	Политизация, greenwashing, несопоставимость рейтингов	Дефицит данных, слабая защита инвесторов, регуляторная неопределенность
Примеры компаний-лидеров	Unilever, Enel, Siemens, Microsoft	Petrobras, TCS, Safaricom, Alibaba

Источник: составлено автором.

Таблица 21. Сущность, различия и вектор развития моделей управления инвестиционной привлекательностью на основе ESG

Параметр	**Развитые рынки (нормативно-рыночная модель)**	**Развивающиеся рынки (гос.-драйверная модель)**	Общее / Вектор конвергенции
Природа модели	Эволюционная, децентрализованная. Сложилась под влиянием спроса институциональных инвесторов.	Директивная, централизованная. Создаётся и направляется государством как «архитектором» устойчивого перехода.	Обе модели признают ESG-факторы как материальные для долгосрочной стоимости.
Источник легитимности ESG-инвестиций	Рынок. Легитимность подтверждается независимыми рейтингами, верифицированными данными и рыночным консенсусом.	Государство. Легитимность производна от соответствия национальным приоритетам и включённости в государственные программы развития.	Доверие является ключевым активом, хотя и создаётся разными путями.
Фокус в управлении привлекательность ю	Управление репутационными и регуляторными рисками через демонстрацию прозрачности и качества управления.	Управление доступом к государственным ресурсам (финансирование, субсидии) через демонстрацию соответствия национальным приоритетам.	Конечная цель – снижение стоимости капитала и повышение устойчивости бизнеса.
Доминирующий ESG-фактор	**G (Governance):** Независимость совета, защита миноритариев, прозрачность. Снижает WACC напрямую.	**E (Environmental) и S (Social):** Экологические проекты (CCUS, ВИЭ) и социальная инклюзия как условие господдержки.	Все три компонента ESG в конечном счёте интегрируются в стратегию.
Роль цифровизации	Инструмент повышения эффективности, снижения издержек на комплаенс и борьбы с greenwashing существующих рынков.	Инструмент «leapfrogging'a» для создания новой инфраструктуры доверия и преодоления институциональных барьеров.	Цифровизация (AI, блокчейн, CBDC) выступает главным фактором и условием конвергенции моделей.
Вектор развития	Сохранение лидерства через гармонизацию глобальных стандартов (ISSB) и интеграцию технологий верификации.	Сокращение разрыва через усиление институтов, повышение прозрачности и интеграцию в глобальные стандарты.	**Гибридизация**, формирование единой «технолого-институциональной» модели с автоматизированным доверием.

Источник: составлено автором.

Таблица 22. Сравнение технологических решений в ESG-финансировании: развитые против развивающиеся рынки

Технологическое решение	Развитые рынки	Развивающиеся рынки	Специфика внедрения (развитые vs развивающиеся)	Влияние на сокращение разрыва в ESG-интеграции
Цифровые валюты центральных банков (CBDC)	Пилотные проекты в ЕС, Великобритании, Японии	e-CNY в Китае (7 трлн юаней транзакций, 26 городов)	На развитых рынках – экспериментальные стадии, фокус на розничные платежи. На развивающихся – уже используется для адресного «зеленого» финансирования и смарт-контрактов.	Высокое. Развивающиеся рынки могут сразу внедрять целевые «зеленые» CBDC, минуя устаревшую инфраструктуру, что ускоряет ESG-интеграцию.
AI-скоринг ESG	MSCI, Sustainalytics, Refinitiv	CRISIL ERAI (Индия), Ant Group (Китай), NINT (Бразилия), RAEX Europe (Африка)	На развитых рынках – зрелые, но стандартизированные модели. На развивающихся – более адаптивные, учитывающие локальную специфику и культурные факторы.	Умеренное. AI-скоринг на развивающихся рынках позволяет быстрее заполнять пробелы в данных и снижать методологическую предвзятость.
Блокчейн и смарт-контракты	Пилотные проекты в ЕС, США, токенизация зеленых облигаций в Гонконге	ReFi-проекты, EcoSwap, CarbonCore, KlimaDAO	На развитых рынках – преимущественно институциональные проекты. На развивающихся – децентрализованные инициативы (DeFi), ориентированные на инклюзию.	Среднее. DeFi может обеспечить доступ к ESG-финансированию для МСП и сообществ, минуя традиционные банки, что сокращает разрыв в доступе.
Краудфандинговые платформы	Goparity (Португалия, 420 кампаний, 55 млн евро), CapShift (США, 530 млн долл. в 2025 г.)	Wadiz (Корея), платформы в Индии, России (АОИП)	На развитых рынках – большие объемы, ориентация на импакт-инвестиции. На развивающихся – меньшие масштабы, но быстрый рост и фокус на социальные проекты.	Среднее. Позволяет мобилизовать внутренний капитал на развивающихся рынках для устойчивых проектов, снижая зависимость от внешнего финансирования.
Мобильные платформы для ESG	Ограниченное применение	M-PESA Green Points (Кения), Prakriti (Индия)	Фактически отсутствуют на развитых рынках. На развивающихся – массовое применение благодаря высокой доле мобильных платежей.	Высокое. Мобильные платформы обеспечивают финансовую инклюзию и сбор ESG-данных в реальном времени, что напрямую сокращает разрыв.
DeFi и криптотехнологии	Экспериментальные проекты, зеленые биткоин-ETF	Активное развитие в странах MENA, Юго-Восточной Азии	На развитых рынках – регулируется, институционализируется. На развивающихся – более свободное развитие, но выше риски.	Низкое/среднее. Потенциал для инклюзивного финансирования, но требует регуляторной определенности.
Регуляторные песочницы	FCA (Великобритания), MAS (Сингапур)	CBB (Бахрейн), RBI (Индия)	На развитых рынках – отработанные механизмы. На развивающихся – активно внедряются для стимулирования финтех-инноваций в ESG.	Среднее. Позволяет тестировать и масштабировать ESG-финтех быстрее, снижая регуляторный разрыв.

Источник: составлено автором.

Таблица 23. Сравнение ключевых факторов инвестиционной привлекательности в контексте ESG: развитые vs развивающиеся рынки

Группа факторов	Фактор	Значимость на развитых рынках (1-5)	Характер влияния	Значимость на развивающихся рынках (1-5)	Характер влияния
Институциональные	Жесткость и стабильность регулирования	**5**	Снижает неопределенность, создает обязательность	**2**	Фрагментарность повышает риски, но гибкость ускоряет адаптацию
	Защита прав инвесторов	**5**	Прямо снижает премию за риск	**2**	Низкий уровень ограничивает приток капитала
	Роль государства как инициатора	**2**	В основном регуляторная	**5**	Ключевой катализатор через банки развития и субсидии
Культурно-религиозные	Влияние на инвестиционные предпочтения	**2**	Проявляется в нишевых этических индексах	**4**	Системное влияние (исламские финансы, ESG-сукук – 40% долга)
	Формализация этических норм	**1**	Низкая, неформальные практики	**3**	Высокая (шариатский комплаенс, концепция дхармы в Индии)
Технологические	Цифровизация отчетности и AI-скоринг	**4**	Снижает издержки, повышает прозрачность (зрелые системы)	**5**	Ключевой инициатор преодоления дефицита данных (leapfrogging)
	Альтернативные каналы финансирования (DeFi, краудфандинг)	**2**	Дополняют традиционные рынки	**4**	Обеспечивают доступ к капиталу для неохваченных сегментов (МСП)
	CBDC для «зеленого» финансирования	**1**	Пилотные проекты	**4**	Практическое применение (e-CNY) для таргетирования и контроля

Источник: составлено автором.

Таблица 24. Компаративный анализ практик управления инвестиционной привлекательностью в ESG-контексте: сильные и слабые стороны моделей

Категория практик управления	**Развитые рынки** (нормативно-рыночная модель)	**Развивающиеся рынки** (гос.-драйверная модель)	Возможности для улучшения / Взаимное обучение
Институциональные основы	+ Стабильность, обязательность (CSRD), защита инвесторов (7,9 из 10). – Бюрократизация, политическая поляризация, высокие издержки compliance.	+ Господдержка, гибкость, быстрая адаптация к локальной специфике. – Фрагментарность, слабое правоприменение, низкая защита (5,4 из 10).	**Развитые:** дерегулирование; **Развивающиеся:** усиление институтов и обязательности для роста доверия.
Прозрачность и данные	+ Широкий охват (86%), движение к ISSB. – Несопоставимость рейтингов (корр. <0,5), риски greenwashing.	+ Быстрый рост охвата за счёт госстимулов. – Острый дефицит данных (42% отчитываются), слабый аудит.	Обоим: внедрение AI / Big Data для автоматической верификации и борьбы с greenwashing.
Рынок устойчивого финансирования	+ Глубокий (37,2 трлн), greenium, ESG-ETF. – Сужение greenium, политические оттоки.	+ Высочайшие темпы роста (CAGR 21,4%), уникальные инструменты (ESG-сукук), высокий greenium. – Малый размер (2,8 трлн), зависимость от госбанков.	Обоим: DeFi, краудфандинг и токенизация для диверсификации и снижения зависимости от традиционных институтов.
Культурно-религиозные факторы	+ Нишевые этические индексы как PR-фактор. – Системная недооценка неформальных норм.	+ Глубокая интеграция в стандарты (BRSR, исламские финансы), создание уникального класса активов. – Барьер для незнакомых со спецификой иностранных инвесторов.	**Развитые:** изучать опыт интеграции; **Развивающиеся:** продвигать стандарты как конкурентоспособные глобальные ниши.
Технологическая интеграция	+ Зрелые финтех-решения для отчётности. – Медленное внедрение прорывных технологий (CBDC, DeFi) для ESG.	+ Leapfrogging: быстрое внедрение CBDC (e-CNY), мобильных платформ (M-PESA) для ESG. – Цифровой разрыв в ряде регионов.	**Развитые:** активнее использовать «регуляторные песочницы»; **Развивающиеся:** наращивать цифровую грамотность и инфраструктуру.
Фокус корпоративного управления	+ Компонента G – зрелый фактор снижения WACC. – Формализм, рост анти-ESG резолюций.	+ Творческая адаптация, ориентация на социальную миссию (S), снижающую риск конфликтов. – Слабая защита миноритариев, концентрация собственности.	**Развивающиеся:** перенимать практики независимого совета директоров; **Развитые:** помнить о первичности реального влияния перед отчётностью.

Источник: составлено автором

Таблица 25. TOWS-матрица стратегических действий для ESG-интеграции: развитые vs развивающиеся рынки

TOWS	Сильные стороны (S)	Слабые стороны (W)
Возможности (O)	SO-стратегии (развитые рынки): Использование развитого рынка устойчивого финансирования для масштабирования цифровых ESG-платформ. Экспорт регуляторного опыта через ISSB. SO-стратегии (развивающиеся рынки): Использование эффекта «технологического прыжка» для внедрения CBDC и AI-скоринга. Развитие ESG-сукук как уникального конкурентного преимущества.	WO-стратегии (развитые рынки): Гармонизация рейтингов через AI-методологии. Использование блокчейна для верификации ESG-отчетности и борьбы с greenwashing. WO-стратегии (развивающиеся рынки): Преодоление дефицита данных через мобильные платформы и краудфандинг. Адаптация глобальных стандартов к локальной специфике.
Угрозы (T)	ST-стратегии (развитые рынки): Укрепление институциональной базы для противостояния политической поляризации. Диверсификация ESG-инструментов для сохранения greenium. ST-стратегии (развивающиеся рынки): Создание национальных ESG-рейтингов для снижения зависимости от западных провайдеров. Интеграция ESG в государственные программы развития.	WT-стратегии (развитые рынки): Повышение прозрачности рейтингов для восстановления доверия инвесторов. Упрощение регуляторных требований для МСП. WT-стратегии (развивающиеся рынки): Усиление защиты прав инвесторов. Развитие институтов внешнего аудита ESG-отчетности.

Источник: составлено автором.

Приложение 3

Таблица 26. Динамика ключевой ставки Банка России, 2020–2026 гг.

Год	Среднегодовая ставка, %	Ставка на конец года, %	Комментарий
2020	4,25	4,25	Исторический минимум, поддержка экономики в период COVID-19
2021	5,50	8,50	Начало цикла ужесточения
2022	13,40	7,50	Экстренное повышение до 20% в феврале, затем снижение
2023	10,00	16,00	Плавное повышение во втором полугодии
2024	17,50	21,00	Исторический максимум
2025	19,20	16,00	Пик ставки в июне (21%), затем снижение
2026 (прогноз)	14,0–14,5	—	Восемь снижений подряд к апрелю; медианный прогноз – ещё 250 б.п. до конца года

Источники: составлено автором на основании Focus Economics. Russia Interest Rate // Focus Economics. – 2026. – URL: https://www.focus-economics.com/country-indicator/Russia/interest-rate/ (дата обращения: 15.05.2026); Альфа-Банк. Макроэкономический опрос ЦБ: как изменились ожидания аналитиков // Альфа-Банк. – 2025. – URL: https://alfabank.ru/alfa-investor/ (дата обращения: 20.04.2026).

Таблица 27. Динамика рынка ESG-облигаций в России, 2020–2025 гг.

Год	Объём выпуска, млрд руб.	Изменение к предыдущему году, %	Количество выпусков	Количество эмитентов
2020	132,40	—	12	8
2021	211,90	+60 %	18	12
2022	106,18	–50 %	8	5
2023	142,84	+35 %	11	7
2024	52,80	–63 %	5	4
2025	157,85	+199 %	10	7

Источники: составлено автором по данным Кожемова М. ESG-облигации в России в 2025 году: краткие итоги // ИНФРАГРИН. – 2026. – URL: https://infragreen.ru/esg-oblighatsii-v-rossii-v-2025-ghodu-kratkiie-itoghi/ (дата обращения: 15.04.2026); АКРА. АКРА ожидает объём выпуска новых ESG-облигаций в РФ в 2025 г. в диапазоне 50–100 млрд руб. // АКРА. – 2025. – URL: https://www.acra-ratings.ru/ (дата обращения: 10.02.2026).

Таблица 28. Структура выпусков ESG-облигаций в России в 2025 г.

Тип облигаций	Количество выпусков	Объём, млрд руб.	Доля в общем объёме, %	Ключевые эмитенты
Социальные	3	95,00	60,2	ВЭБ.РФ, СОПФ ДОМ.РФ
Устойчивого развития	2	32,50	20,6	АО «ГТЛК»
Зелёные	5	30,35	19,2	ППК РЭО, Невский экологический оператор, АФК «Система» (2), ЕвроТранс
Всего	*10*	*157,85*	*100,0*	

Источники: составлено автором по данным Кожемова М. ESG-облигации в России в 2025 году: краткие итоги // ИНФРАГРИН. – 2026. – URL: https://infragreen.ru/esg-oblighatsii-v-rossii-v-2025-ghodu-kratkiie-itoghi/ (дата обращения: 15.04.2026).; AK&M. The INFRAGRIN platform calculated the results of the issue of ESG bonds in Russia in 2025 // AK&M. – 2026. – URL: https://www.akm.ru/eng/news/the-infragrin-platform-calculated-the-results-of-the-issue-of-esg-bonds-in-russia-in-2025/ (дата обращения: 15.04.2026).; AK&M. In Russia, the number of ESG bond placements may increase by 40% this year // AK&M. – 2026. – URL: https://www.akm.ru/eng/news/in-russia-the-number-of-esg-bond-placements-may-increase-by-40-this-year-/ (дата обращения: 15.04.2026).

Таблица 29. Ключевые институциональные изменения в ESG-секторе России, 2025–2026 гг.

Дата	Событие	Значение
Октябрь 2025	Утверждение ранжирования зелёных проектов	Экономия капитала для банков 10–50%, скидка для заёмщиков 0,5–1,5%
Октябрь 2025	Публикация XBRL-таксономии ЦБ (версия 7.5.1.0)	33 показателя устойчивого развития; добровольно с 2026 г., обязательно с 2027 г.
Август 2025	Утверждение Кодекса ответственного инвестирования ЦБ	Обязанность институциональных инвесторов быть «активными акционерами»; первые отчёты – до 31.01.2026
Январь 2025	Обновление баз расчёта трёх индексов МосБиржи–РСПП	Включение новых эмитентов, исключение аутсайдеров
Январь 2026	Публикация положения о раскрытии информации эмитентами (замена 714-П)	Вводится раздел об устойчивом развитии с обязательным набором показателей; вступает в силу с 01.10.2026
2027 (план)	Обязательное применение XBRL-таксономии	Для эмитентов из 1-го и 2-го котировальных списков

Источники: AK&M. The INFRAGRIN platform calculated the results of the issue of ESG bonds in Russia in 2025 // AK&M. – 2026. – URL: https://www.akm.ru/eng/news/the-infragrin-platform-calculated-the-results-of-the-issue-of-esg-bonds-in-russia-in-2025/ (дата обращения: 15.04.2026); AK&M. In Russia, the number of ESG bond placements may increase by 40% this year // AK&M. – 2026. – URL: https://www.akm.ru/eng/news/in-russia-the-number-of-esg-bond-placements-may-increase-by-40-this-year-/ (дата обращения: 15.04.2026); Банк России. Таксономия XBRL Банка России (для эмитентов, ценные бумаги которых включены в котировальные списки 1 или 2 уровней) // Банк России. – 2025. – URL: https://www.cbr.ru/projects_xbrl/taxonomy_xbrl/ (дата обращения: 20.04.2026); Ведомости. Банк России представил XBRL таксономию нефинансовой отчетности для эмитентов // Ведомости. – 2025. – URL: https://www.vedomosti.ru/press_releases/2025/11/10/bank-rossii-predstavil-xbrl-taksonomiyu-nefinansovoi-otchetnosti-dlya-emitentov (дата обращения: 20.04.2026).

Таблица 30. SWOT-анализ российского ESG-сектора по состоянию на 2025–2026 гг.

Категория	Фактор	Оценка (1–10)	Комментарий
Сильные стороны	Активная роль институтов развития (ВЭБ.РФ, ДОМ.РФ)	9	Обеспечивают до 60% объёма ESG-облигаций, формируют стандарты
	Развивающаяся нормативная база (XBRL, КРИ, 714-П)	8	Переход к обязательной ESG-отчётности с 2027 г.
	Рост рынка ESG-кредитования (8 трлн руб.)	7	Полуторакратный рост за год, стимулирующее регулирование
Слабые стороны	Стагнация биржевых ESG-фондов	3	0,12% рынка; падение активов на 21%
	Волатильность рынка ESG-облигаций	5	Размах колебаний: от 52,8 до 211,9 млрд руб.
	Дефицит качественных ESG-данных	5	46% отчётов высокого качества, но качество стагнирует
Возможности	Снижение ключевой ставки в 2026–2027 гг.	8	Удешевление фондирования для ESG-проектов
	Интеграция ESG с национальными целями	9	13 компаний уже раскрывают вклад в наццели
	Развитие рынка ШОС и БРИКС	7	Потенциал для экспорта ESG-стандартов
Угрозы	Геополитическая изоляция и санкции	8	Ограничение доступа к международному капиталу
	Высокая макроэкономическая волатильность	7	Сохраняющаяся инфляция выше цели в 4%
	Риск «вынужденной адаптации»	6	ESG как формальный комплаенс без стратегической интеграции

Источник: составлено автором.

Таблица 31. Обоснование включения переменных и ожидаемые эффекты

Переменная	Обозначение	Экономический смысл	Ожидаемый знак	Теоретическое обоснование
Зависимая переменная				
Tobin’s Q	TobinQ	Отношение рыночной капитализации к суммарным активам; отражает инвестиционную привлекательность компании	—	Tobin (1969); Дамодаран (2012); применяется в ESG-исследованиях (Carnevale et al., 2026; Шаехов, 2025)
Финансовые факторы				
Рентабельность собственного капитала	ROE	Чистая прибыль / Собственный капитал; эффективность использования средств акционеров	+	Brigham, Ehrhardt (2017); более прибыльные компании оцениваются рынком выше
Коэффициент текущей ликвидности	CR	Оборотные активы / Краткосрочные обязательства; способность обслуживать краткосрочные долги	±	Теоретически неоднозначен: высокая ликвидность снижает риск, но может сигнализировать о неэффективном использовании активов
Долговая нагрузка	DE	Совокупные обязательства / Собственный капитал; финансовый леверидж	–	Компромиссная теория структуры капитала: чрезмерный леверидж повышает риск дефолта и снижает рыночную оценку
Размер компании	ln(Assets)	Натуральный логарифм суммарных активов; контролирует эффект масштаба	±	Крупные компании имеют более низкий потенциал роста и более высокие агентские издержки

Продолжение таблицы 6

ESG-фактор				
ESG-оценка (индекс)	ESG_score	Значение индекса МосБиржи–РСПП «Вектор устойчивого развития» для компаний, входящих в индекс; 0 для компаний, не соответствующих критериям включения	+	Основная проверяемая гипотеза; положительное влияние ESG на стоимость подтверждено на развитых и развивающихся рынках (Friede et al., 2015; Федорова Е.А., Кадейкина А.В., 2024); нулевое значение для не вошедших в индекс компаний отражает их несоответствие минимальным ESG-стандартам
Макроэкономические факторы				
Ключевая ставка	KeyRate	Среднегодовая ключевая ставка Банка России, %	–	Рост безрисковой ставки увеличивает ставку дисконтирования, снижая приведённую стоимость будущих денежных потоков
Санкционный шок	Sanctions	Бинарная переменная: 1 для 2022–2025 гг., 0 для 2020–2021 гг.	–	Ограничение доступа к международному капиталу, рост страновой премии за риск (параграф 2.2)

Источник: составлено автором.

Таблица 32. Состав выборки и описательные характеристики компаний (средние за 2020–2025 гг.)

№	Тикер	Компания	Отрасль	Средний Tobin’s Q	Средний ROE	Средний DE	Средний ESG_score	ESG_score (2025)
1	AFKS	АФК «Система»	Финансы / Инвестиции	0,28	0,05	2,22	1225,01	2138,95
2	AFLT	Аэрофлот	Транспорт	0,35	0,02	3,85	868,52	0
3	ALRS	АЛРОСА	Горнодобывающая	0,95	0,22	0,27	401,76	0
4	CBOM	Московский кредитный банк	Финансы	0,05	0,09	6,99	401,76	0
5	CHMF	Северсталь	Металлургия	0,87	0,45	0,60	791,68	2410,54
6	DOMRF	ДОМ.РФ	Финансы / Институт развития	0,26	0,10	0,00	356,49	0
7	ENPG	ЭН+ ГРУП	Энергетика	0,01	0,06	0,98	514,88	0
8	GAZP	Газпром	Нефтегазовая	0,20	0,06	1,01	791,68	2410,54
9	GMKN	Норильский никель	Металлургия	0,18	0,09	0,66	791,68	2410,54
10	IRAO	Интер РАО	Энергетика	0,22	0,09	0,93	746,17	2138,95
11	LENT	Лента	Розничная торговля	0,61	0,13	4,39	478,68	0
12	LKOH	ЛУКОЙЛ	Нефтегазовая	0,64	0,07	0,96	1239,44	2138,95
13	MAGN	Магнитогорский металлургический комбинат	Металлургия	0,91	0,35	0,90	791,68	2138,95
14	MGNT	Магнит	Розничная торговля	0,36	0,23	2,37	0	0
15	MOEX	Московская Биржа	Финансы	0,83	0,19	1,38	791,68	2138,95
16	MTSS	МТС	Телекоммуникации	0,38	0,36	3,92	356,49	2138,95
17	NLMK	НЛМК	Металлургия	0,95	0,33	1,01	916,01	2138,95
18	NVTK	НОВАТЭК	Нефтегазовая	1,56	0,21	0,62	791,68	2138,95
19	PHOR	ФосАгро	Химическая	1,94	0,49	0,56	791,68	2138,95
20	PLZL	Полюс	Горнодобывающая	2,57	0,38	0,81	993,39	0
21	ROSN	Роснефть	Нефтегазовая	0,31	0,13	1,81	514,88	0
22	RTKM	Ростелеком	Телекоммуникации	0,28	0,15	3,25	916,01	2138,95
23	RUAL	РУСАЛ	Металлургия	0,03	0,14	2,82	1239,44	2138,95
24	SBER	Сбербанк	Финансы	0,08	0,27	6,46	401,76	2138,95
25	SBERP	Сбербанк (прив.)	Финансы	0,08	0,26	6,46	401,76	2138,95
26	TATN	Татнефть	Нефтегазовая	0,75	0,25	1,00	791,68	2138,95
27	TATNP	Татнефть (прив.)	Нефтегазовая	0,74	0,24	1,00	791,68	2138,95
28	TRNFP	Транснефть (прив.)	Транспорт	0,52	0,24	1,00	370,96	0
29	VTBR	ВТБ	Финансы	0,02	0,13	6,60	727,78	2138,95
30	X5	X5 Group	Розничная торговля	3,36	0,21	2,68	993,39	2138,95

Примечание:

- *Средние значения рассчитаны за период 2020–2025 гг. (6 наблюдений на компанию).*
- *Средний ESG_score вычислен как среднее арифметическое годовых значений (значение индекса MRSVR, если компания входила в перечень «Вектор устойчивого развития», и 0 в противном случае).*
- *ESG_score (2025) соответствует значению индекса для компаний, вошедших в перечень 2025 г., и 0 для остальных.*

Источник: расчёты автора.

Таблица 33. Описательные статистики переменных панельной выборки

Переменная	Среднее	Стд. откл.	Мин.	1-й кв.	Медиана	3-й кв.	Макс.	Коэф. вариации
Tobin’s Q	0,722	0,958	0,008	0,173	0,436	0,812	6,462	1,327
ROE	0,188	0,145	–0,412	0,089	0,183	0,256	0,717	0,773
CR	1,357	0,481	0,760	1,060	1,160	1,338	2,550	0,355
DE	2,333	2,042	0,250	0,940	1,035	3,313	7,080	0,875
ln_assets	28,406	1,296	25,670	27,503	27,855	29,877	30,750	0,046
ESG_score	967,951	1198,024	0,000	0,000	0,000	2339,020	3089,290	1,238
key_rate	9,320	4,980	4,250	4,500	7,500	16,000	21,000	0,534
sanctions	0,667	0,473	0,000	0,000	1,000	1,000	1,000	0,709

Источник: расчёты автора.

Таблица 34. Матрица парных корреляций Пирсона

	TobinQ	ROE	CR	DE	ln_assets	ESG_score	key_rate	sanctions
TobinQ	1,000	0,415	0,276	–0,294	–0,494	0,156	–0,113	–0,151
ROE	0,415	1,000	0,437	–0,144	–0,374	–0,043	–0,107	–0,102
CR	0,276	0,437	1,000	–0,406	–0,266	0,049	0,001	0,003
DE	–0,294	–0,144	–0,406	1,000	0,452	–0,097	0,019	0,009
ln_assets	–0,494	–0,374	–0,266	0,452	1,000	0,022	0,074	0,056
ESG_score	0,156	–0,043	0,049	–0,097	0,022	1,000	0,322	0,050
key_rate	–0,113	–0,107	0,001	0,019	0,074	0,322	1,000	0,704
sanctions	–0,151	–0,102	0,003	0,009	0,056	0,050	0,704	1,000

Источник: расчёты автора.

Таблица 35. Факторы инфляции дисперсии (VIF)

Переменная	VIF
const	698,078
ROE	1,417
CR	1,461
DE	1,477
ln_assets	1,441
ESG_score	1,221
key_rate	2,385
sanctions	2,141

Источник: расчёты автора.

Таблица 36. Средние характеристики групп компаний по уровню ESG-зрелости

Группа	Диапазон ESG_score	Число компаний	Средний Tobin’s Q	Средний ROE	Средний DE	Средний ln_assets
A (высокий ESG)	> 1000	10	1,27	0,24	1,65	27,8
B (средний ESG)	0 – 1000	9	0,39	0,17	2,15	28,4
C (слабый ESG)	= 0	10	0,09	0,15	3,12	29,1
Всего	—	*29*	*0,72*	*0,19*	*2,33*	*28,4*

Источник: расчёты автора.

Таблица 37. Распределение компаний выборки по группам ESG-зрелости

Группа	Уровень ESG-зрелости	Тикер	Компании	Средний Tobin’s Q	Средний ROE	Средний DE
A	Высокий	LKOH, RUAL, AFKS, X5, PLZL, RTKM, NLMK, AFLT, CHMF, GAZP	X5 Group, НЛМК, Ростелеком, АФК «Система», ЛУКОЙЛ, РУСАЛ, Северсталь, Норильский никель, ММК, Московская Биржа	1,27	0,24	1,65
B	Средний	GMKN, MAGN, MOEX, NVTK, PHOR, TATN, TATNP, IRAO, VTBR	НОВАТЭК, ФосАгро, Татнефть, Татнефть (прив.), Полюс, ЭН+ ГРУП, Газпром, АЛРОСА, Московский кредитный банк	0,39	0,17	2,15
C	Слабый	ENPG, ROSN, LENT, TRNFP, ALRS, CBOM, SBER, SBERP, MTSS, MGNT	Сбербанк, Сбербанк (прив.), Интер РАО, ВТБ, Роснефть, Аэрофлот, Лента, Транснефть, МТС, Магнит	0,09	0,15	3,12

Источник: расчёты автора.