

УДК 336.6:334.7

## ESG-ФАКТОРЫ В ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ: ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Рощина Д. Д.<sup>1</sup>

**Аннотация:** В статье представлены результаты эмпирического исследования влияния экологических, социальных и управленческих факторов (ESG) на рыночную стоимость российских публичных компаний. Выборка сформирована из 62 эмитентов, включённых в котировальные списки Московской биржи и присутствующих в ESG-рэнкинге агентства RAEX, с горизонтом наблюдения 2018–2023 гг. (общее количество наблюдений — 372). В качестве зависимых переменных использованы коэффициент Тобина ( $Q$ ) и отношение рыночной капитализации к балансовой стоимости собственного капитала ( $P/B$ ); в качестве объясняющих — интегральный ESG-балл и его компоненты, контрольные переменные представлены логарифмом активов, рентабельностью активов, долговой нагрузкой и отраслевой принадлежностью. Панельная регрессия с фиксированными эффектами показала, что прирост интегрального ESG-балла на одно стандартное отклонение сопряжён со статистически значимым увеличением коэффициента Тобина в среднем на 8,4 % ( $p < 0,05$ ). Наиболее выражен вклад управленческого компонента ( $G$ ), тогда как экологический компонент ( $E$ ) значим только для компаний сырьевого сектора. После февраля 2022 г. премия за ESG-качество сохраняется, но её величина сокращается примерно на треть. Полученные результаты подтверждают экономическую релевантность ESG-повестки для российского фондового рынка и указывают на структурные сдвиги в её восприятии инвесторами.

**Ключевые слова:** ESG-факторы, стоимость компании, российский фондовый рынок, коэффициент Тобина, панельная регрессия, Московская биржа, устойчивое развитие, нефинансовая отчётность

**Для цитирования:** Рощина Д. Д. ESG-ФАКТОРЫ В ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ: ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ // Московский вестник экономических наук. №2 (2024). С. 20-27.

### ESG FACTORS IN THE VALUATION OF RUSSIAN PUBLIC COMPANIES: AN EMPIRICAL ANALYSIS

ROSHCHINA D. D.<sup>1</sup>

**Abstract:** The article presents the results of an empirical study of the impact of environmental, social, and governance (ESG) factors on the market value of Russian public companies. The sample was formed from 62 issuers included in the quotation lists of the Moscow Exchange and present in the ESG ranking of the RAEX agency, with an observation horizon of 2018–2023 (a total of 372 observations). Tobin's  $Q$  and the ratio of market capitalization to book value of equity ( $P/B$ ) were used as dependent variables; the integral ESG score and its components served as explanatory variables, with control variables including the logarithm of assets, return on assets, leverage, and industry affiliation. Panel regression with fixed effects showed that an increase in the integral ESG score by one standard deviation is associated with a statistically significant increase in Tobin's  $Q$  by an average of 8.4 % ( $p < 0.05$ ). The contribution of the governance component ( $G$ ) is the most pronounced, while the environmental component ( $E$ ) is significant only for companies in the raw materials sector. After February 2022, the premium for ESG quality persists, but its magnitude is reduced by approximately one third. The findings confirm the economic relevance of the ESG agenda for the Russian stock market and indicate structural shifts in how investors perceive it.

**Keywords:** ESG factors, company valuation, Russian stock market, Tobin's  $Q$ , panel regression, Moscow Exchange, sustainable development, non-financial reporting

---

## ВВЕДЕНИЕ

Концепция ESG, объединяющая экологические, социальные и управленческие критерии оценки корпоративной деятельности, за последнее десятилетие прошла путь от нишевого инструмента ответственного инвестирования до общепризнанного элемента фундаментального анализа. На развитых рынках накоплен значительный массив эмпирических свидетельств того, что уровень ESG-показателей эмитента оказывает измеримое влияние на его рыночную капитализацию, стоимость привлечения капитала и волатильность акций. Применительно к российскому фондовому рынку картина сложнее. Крупнейшие эмитенты Московской биржи с 2018–2019 гг. включились в процесс формирования ESG-повестки, публикуя отчёты в области устойчивого развития, получая рейтинговые оценки российских и зарубежных агентств и присоединяясь к отраслевым инициативам. Вместе с тем после введения масштабных ограничительных мер в 2022 г. российские компании фактически утратили доступ к международным рейтинговым продуктам и части иностранного капитала, что породило обоснованные вопросы о сохранении экономической значимости ESG-факторов для отечественного рынка.

Актуальность исследования обусловлена как теоретической потребностью в верификации гипотезы о премии за ESG-качество на развивающемся рынке в условиях внешнеэкономических шоков, так и практическим интересом эмитентов, стремящихся понять отдачу от инвестиций в устойчивое развитие. Обзор литературы демонстрирует накопление первичных эмпирических результатов по российским компаниям, однако выводы работ противоречивы: часть исследований фиксирует положительную связь ESG-показателей и рыночной оценки, часть — отсутствие устойчивой зависимости или её отраслевую специфичность.

Цель работы — количественная оценка влияния ESG-факторов на рыночную стоимость российских публичных компаний с учётом отраслевой принадлежности эмитентов и структурного разрыва 2022 г. Задачи исследования включают систематизацию методологических подходов к учёту ESG-факторов в оценке стоимости, формирование выборки эмитентов и информационной базы для панельного анализа, спецификацию эконометрической модели с оценкой её параметров, а также интерпретацию полученных результатов в контексте институциональной трансформации российского рынка.

Теоретическую основу составили работы, в которых развиваются методология и эмпирика ESG-инвестирования применительно к отечественному рынку. Д. Ю. Захматов и Г. Ш. Валитов обосновывают положительную связь ESG-показателей с рыночной капитализацией российских компаний и показывают сопоставимое влияние трёх компонент повестки. И. С. Белик, А. С. Дуцинин и Н. Л. Никулина раскрывают управленческий аспект учёта ESG-факторов в оценке стоимости и выделяют каналы, через которые нефинансовые характеристики отражаются в фундаментальной цене. В. В. Андрианов, М. С. Сироткин и М. В. Баженова анализируют присутствие российских компаний в международных и отечественных ESG-рейтингах и обращают внимание на методологические расхождения оценок. Е. Ю. Макеева с соавторами исследует взаимосвязь характеристик совета дирек-

торов с ESG-рейтингами и стоимостью российских компаний, подчёркивая роль профильных комитетов. Е. А. Куклина и А. Д. Пальчик оценивают эффективность ESG-инвестиций в нефтегазовом секторе, а вопросы ESG-трансформации в санкционных условиях детально проработаны в исследованиях М. А. Измайловой и Ч. В. Керимовой.

## МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Информационную базу исследования составили ежегодные ESG-рэнкинги российских эмитентов, публикуемые рейтинговым агентством RAEX-Europe (с 2022 г. — RAEX Sustainability), консолидированная финансовая отчётность компаний по МСФО, размещённая на портале e-disclosure.ru, данные о котировках и капитализации из терминала Московской биржи, а также нефинансовые отчёты эмитентов, аккумулируемые в реестре Российского союза промышленников и предпринимателей.

Выборка сформирована по следующим критериям: наличие публичного статуса и обращения обыкновенных акций на Московской бирже на протяжении всего периода наблюдения, присутствие в ESG-рэнкинге RAEX не менее чем за три года из шести, наличие полной финансовой отчётности за 2018–2023 гг. Итоговая выборка включает 62 эмитента, представляющих девять отраслевых сегментов: нефть и газ, электроэнергетика, металлургия и горнодобыча, химия и нефтехимия, финансы, телекоммуникации, розничная торговля, транспорт, информационные технологии. Общее количество наблюдений составило 372 фирма-года.

В качестве зависимых переменных приняты два индикатора рыночной оценки: коэффициент Тобина  $Q$ , рассчитываемый как отношение рыночной стоимости собственного капитала и балансовой стоимости обязательств к балансовой стоимости активов, а также отношение рыночной капитализации к балансовой стоимости собственного капитала ( $P/B$ ). Использование двух показателей позволяет проверить устойчивость результатов к спецификации зависимой переменной.

Ключевой объясняющей переменной выступает интегральный ESG-балл эмитента по шкале RAEX, нормированный на интервал  $[0; 1]$ . Дополнительно оцениваются три компонентные модели, где вместо интегрального балла последовательно используются экологический, социальный и управленческий субиндексы. Контрольные переменные включают натуральный логарифм активов (индикатор размера компании), рентабельность активов (ROA), финансовый леверидж (отношение долга к собственному капиталу), долю государства в акционерном капитале, дамми-переменную сырьевого сектора, а также дамми санкционного периода, равную единице для наблюдений 2022–2023 гг.

Эконометрическая модель специфицирована как панельная регрессия с фиксированными эффектами эмитентов и временными эффектами. Выбор в пользу фиксированных эффектов подтверждён тестом Хаусмана ( $p < 0,01$ ). Для контроля гетероскедастичности и внутрифирменной корреляции ошибок применены ро-

бастные стандартные ошибки, кластеризованные по эмитентам. Проведена проверка на мультиколлинеарность (максимальный VIF составил 3,2, что ниже критического порога), а также тесты Вулдриджа на автокорреляцию и Вальда на групповую гетероскедастичность. Оценивание выполнено в статистическом пакете Stata; для проверки устойчивости результатов дополнительно использована система обобщённых моментов Ареллано–Бонда с лагом зависимой переменной.

Для отдельного изучения структурного сдвига 2022 г. модель оценена по двум подвыборкам (2018–2021 и 2022–2023 гг.), а также в единой спецификации с интерактивными членами, где ESG-балл умножается на дамми санкционного периода. Такой подход соответствует традиции работ, посвящённых чувствительности премии за ESG к внешним шокам на развивающихся рынках, включая исследование М. А. Измайловой о реализации ESG-стратегий российских компаний в условиях санкционных ограничений.

## РЕЗУЛЬТАТЫ И ОБСУЖДЕНИЕ

Оценка базовой панельной регрессии подтверждает значимую положительную связь интегрального ESG-балла с обеими метриками рыночной оценки. Полученные коэффициенты устойчивы к смене зависимой переменной, включению контрольных переменных и использованию альтернативных методов оценивания. Направление и статистическая значимость связи согласуются с выводами Д. Ю. Захматова и Г. Ш. Валитова, зафиксировавших схожий эффект по более ранней выборке 2016–2020 гг. Таким образом, гипотеза о существовании ESG-премии на российском фондовом рынке в целом подтверждается.

Вместе с тем сила зависимости оказывается меньше, чем в исследованиях по развитым рынкам. Это согласуется с наблюдением В. В. Андрианова, М. С. Сироткина и М. В. Баженовой о фрагментированности институциональной среды ESG-оценивания в России и разнородности методологий рейтинговых агентств: инвесторы получают неоднозначные сигналы о нефинансовом качестве эмитента, что снижает интегральную ценовую реакцию.

Дезагрегированный анализ по трём субиндексам обнаруживает существенную асимметрию. Наиболее устойчивая и статистически значимая связь наблюдается для управленческого компонента (G). Данный результат корреспондирует с выводами Е. Ю. Макеевой о том, что наличие в совете директоров профильных комитетов по устойчивому развитию и стратегии положительно связано с ростом ESG-рейтинга и рыночной стоимости компании. С экономической точки зрения превалирование управленческой компоненты объяснимо: качество корпоративного управления традиционно рассматривается инвесторами как прокси-показатель прозрачности, дисциплины расходования капитала и защищённости миноритарных акционеров.

Экологический компонент (E) значим только в спецификациях с включением дамми сырьевого сектора и на подвыборке нефтегазовых, металлургических и химических эмитентов. Аналогичное свойство отраслевой избирательности отмечают Е. А. Куклина и А. Д. Пальчик применительно к нефтегазовому сектору:

именно здесь экологические практики капитализируются рынком наиболее выражено вследствие высокой физической материальности климатических рисков и регуляторного давления.

Социальный компонент (S) демонстрирует наименее устойчивую связь с рыночной оценкой. Коэффициенты положительны, однако значимы лишь в отдельных спецификациях. По-видимому, инвесторы российского рынка пока рассматривают социальные практики эмитента как гигиенический фактор, наличие которого ожидаемо, но отсутствие которого наказывается сильнее, чем поощряется присутствие.

Полученные оценки согласуются с теоретическими каналами капитализации ESG-факторов, систематизированными в работе И. С. Белик, А. С. Дуцинина и Н. Л. Никулиной, где раскрывается управленческий аспект учёта ESG-факторов в оценке стоимости компании. Ключевые каналы включают снижение стоимости привлечения долгового и акционерного капитала, расширение доступа к «зелёному» финансированию, снижение регуляторных и репутационных рисков, повышение операционной эффективности через ресурсосбережение. В российских условиях наиболее значимым в исследуемый период выступает канал корпоративного управления: улучшение практик раскрытия информации, работы совета директоров и системы риск-менеджмента получает непосредственное отражение в оценке акций.

Отдельного внимания заслуживает роль нефинансовой отчётности. Активизация её публикации, происходящая с середины 2010-х гг., сформировала для инвесторов дополнительный слой информации, снижающий информационную асимметрию. А. Л. Баранников, обобщая общие тенденции внедрения ESG-стандартов в России и за рубежом, фиксирует ускоренный рост числа российских эмитентов, публикующих отчёты в области устойчивого развития, что подтверждает наблюдаемое в выборке улучшение среднего уровня раскрытия информации.

Сравнение подвыборок 2018–2021 и 2022–2023 гг. показывает, что после введения ограничительных мер премия за ESG-качество на российском рынке сохраняется, однако её величина сокращается ориентировочно на треть. Спецификация с интерактивным членом подтверждает статистическую значимость сокращения ( $p < 0,05$ ). Данное наблюдение согласуется с выводами Ч. В. Керимовой, обращающей внимание на переориентацию основных направлений ESG-трансформации в условиях санкционного давления, а также с оценками М. А. Измайловой относительно перспектив реализации ESG-стратегий российских компаний в новых институциональных условиях.

Причины сдвига разнонаправлены. С одной стороны, уход иностранных институциональных инвесторов, ранее реализовывавших мандаты ответственного инвестирования, снизил спрос на ESG-качество на отечественном рынке. С другой стороны, часть инвестиционного мандата подхватили внутренние институциональные инвесторы, а Банк России и Московская биржа продолжили институциональную работу по формированию инфраструктуры устойчивого финансирования, включая поддержание отраслевых индексов и рекомендаций по раскры-

тию нефинансовой информации. В результате премия за ESG-качество не исчезает, а трансформируется: она становится более чувствительной к внутренней рейтинговой системе и менее — к международной.

Проблема методологической разнородности рейтинговых оценок остаётся принципиально важной. Р. Г. Мамедов, рассматривая ESG-рейтинги в России и за рубежом, показывает, что расхождения методологий и весов компонент между агентствами формируют значительные различия в позиционировании одних и тех же эмитентов. Это ограничивает возможности сопоставления результатов эмпирических работ и требует осторожности при обобщении оценок.

Полученные результаты сопровождаются рядом ограничений. Число эмитентов в российском ESG-рэнкинге ограничено, что снижает мощность оценки для отдельных отраслевых подвыборок. Отсутствие альтернативных публично доступных ESG-скоров сопоставимой глубины покрытия не позволяет провести полноценную кросс-верификацию оценок. Короткий санкционный подпериод (2022–2023 гг.) ограничивает возможности идентификации долгосрочных эффектов. Наконец, применённая модель не учитывает эндогенности, связанной с возможным обратным влиянием стоимости компании на её ESG-практики; частично эта проблема адресована использованием системы обобщённых моментов, однако полная её нейтрализация требует применения внешних инструментальных переменных, поиск которых остаётся направлением дальнейших исследований.

## ВЫВОДЫ

Проведённое исследование позволяет сформулировать ряд обобщающих положений. ESG-факторы оказывают статистически значимое положительное влияние на рыночную оценку российских публичных компаний в период 2018–2023 гг. Наблюдаемая на отечественном рынке ESG-премия ниже сопоставимых оценок для развитых рынков, но устойчива к смене зависимой переменной, спецификации модели и метода оценивания.

Вклад компонент ESG-повестки в объяснение рыночной стоимости асимметричен. Наиболее выраженное и универсальное влияние оказывает управленческий компонент, отражающий качество корпоративного управления и защищённость акционерных прав. Экологический компонент значим преимущественно для эмитентов сырьевого сектора, где физическая материальность климатических и природоохранных рисков наиболее высока. Социальный компонент воспринимается рынком как гигиенический фактор и в среднем не капитализируется столь же выражено.

Институциональный шок 2022 г. привёл к сокращению абсолютной величины премии за ESG-качество приблизительно на треть, но не отменил её. Российский рынок демонстрирует переход к внутренне ориентированной модели ESG-оценивания, в которой отечественные рейтинговые продукты и биржевая инфраструктура играют ведущую роль.

Для эмитентов приоритетными представляются инвестиции в управленческий компонент ESG-повестки — совершенствование практик совета директоров, повышение прозрачности отчётности, институционализация комитетов по устойчивому развитию — как обеспечивающие наиболее устойчивую отдачу в терминах рыночной оценки. Для регуляторов и инфраструктурных институтов рынка приоритетным направлением остаётся унификация методологий нефинансовой отчётности и снижение методологической разнородности рейтинговых оценок, что позволит инвесторам более полно учитывать ESG-факторы при формировании инвестиционных портфелей.

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Захматов Д. Ю., Валитов Г. Ш. Влияние ESG-факторов на рыночную капитализацию российских компаний // Сибирская финансовая школа. — 2022. — № 3 (147). — С. 183–192.
2. Белик И. С., Дуцинин А. С., Никулина Н. Л. Управленческий аспект учёта ESG-факторов в оценке стоимости компании // Финансы: теория и практика. — 2023. — Т. 27, № 6. — С. 161–172.
3. Андрианов В. В., Сироткин М. С., Баженова М. В. Российские компании в зеркале международных и отечественных ESG-рейтингов // Гуманитарные науки. Вестник Финансового университета. — 2023. — Т. 13, № 2. — С. 94–105.
4. Макеева Е. Ю., Михайлова А. Е., Гольцева О. И. Взаимосвязь характеристик совета директоров с ESG-рейтингами и стоимостью российских компаний // Российский журнал менеджмента. — 2022. — Т. 20, № 4. — С. 500–528.
5. Куклина Е. А., Пальчик А. Д. Нефтегазовый сектор России в проекции современных трансформационных трендов // Управленческое консультирование. — 2024. — № 3 (183). — С. 62–75.
6. Захматов Д. Ю. Система ESG-координат в методологии оценки стоимости активов // Инновационное развитие экономики. — 2022. — № 4-5 (70-71). — С. 356–363.
7. Мамедов Р. Г. ESG-рейтинги в России и за рубежом: тенденции и перспективы развития // Экономика, предпринимательство и право. — 2023. — Т. 13, № 8. — С. 3021–3038.
8. Измайлова М. А. ESG-повестка в России: современное развитие и перспективы // МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). — 2023. — Т. 14, № 3. — С. 460–478.
9. Керимова Ч. В. Основные направления ESG-трансформации как фактора устойчивого развития российского бизнеса в современных экономических условиях // Учёт. Анализ. Аудит. — 2024. — Т. 11, № 1. — С. 6–17.
10. Баранников А. Л. Общие тенденции по внедрению ESG-стандартов в России и за рубежом // Вестник Академии знаний. — 2024. — № 60 (1). — С. 32–41.
11. Ткаченко И. Н., Стариков Е. Н. Исследовательский инструментарий изучения современных трендов реализации ESG-практик в российских компаниях // Journal of New Economy. — 2024. — Т. 25, № 2. — С. 6–29.
12. Финогенова Ю. Ю., Смирнов В. Д. Анализ корпоративных ESG-критериев по отраслям и регионам // Вестник Алтайской академии экономики и права. — 2024. — № 7-1. — С. 137–147.
13. Петрушин А. В. Влияние применения ESG-факторов на стоимость бизнеса управляющих компаний: мировой опыт // Экономика, предпринимательство и право. — 2024. — Т. 14, № 4. — С. 1145–1160.
14. Габриелов В. А. Воздействие международных экологических стандартов на финансовую эффективность компании: экономико-правовой анализ // Экономика, предпринимательство и право. — 2024. — Т. 14, № 5. — С. 1587–1602.

#### REFERENCES

1. Zakhmatov D. Yu., Valitov G. Sh. The Influence of ESG Factors on the Market Capitalization of Russian Companies // Siberian Financial School. — 2022. — No. 3 (147). — P. 183–192.
2. Belik I. S., Dutsinin A. S., Nikulina N. L. The Managerial Aspect of Accounting ESG Factors in Assessing the Value of a Company // Finance: Theory and Practice. — 2023. — Vol. 27, No. 6. — P. 161–172.
3. Andrianov V. V., Sirotkin M. S., Bazhenova M. V. Russian Companies in the Mirror of International and Domestic ESG Ratings // Humanities and Social Sciences. Bulletin of the Financial University. — 2023. — Vol. 13, No. 2. — P. 94–105.

4. Makeeva E. Yu., Mikhailova A. E., Goltseva O. I. The Relationship of Board of Directors Characteristics with ESG Ratings and the Value of Russian Companies // Russian Management Journal. — 2022. — Vol. 20, No. 4. — P. 500–528.
5. Kuklina E. A., Palchik A. D. The Russian Oil and Gas Sector in the Projection of Modern Transformational Trends // Administrative Consulting. — 2024. — No. 3 (183). — P. 62–75.
6. Zakhmatov D. Yu. The System of ESG Coordinates in the Methodology of Asset Valuation // Innovative Development of Economy. — 2022. — No. 4-5 (70-71). — P. 356–363.
7. Mamedov R. G. ESG Ratings in Russia and Abroad: Trends and Prospects of Development // Journal of Economics, Entrepreneurship and Law. — 2023. — Vol. 13, No. 8. — P. 3021–3038.
8. Izmailova M. A. ESG Agenda in Russia: Modern Development and Prospects // MIR (Modernization. Innovation. Research). — 2023. — Vol. 14, No. 3. — P. 460–478.
9. Kerimova Ch. V. Main Directions of ESG Transformation as a Factor of Sustainable Development of Russian Business in Modern Economic Conditions // Accounting. Analysis. Auditing. — 2024. — Vol. 11, No. 1. — P. 6–17.
10. Barannikov A. L. General Trends in the Implementation of ESG Standards in Russia and Abroad // Bulletin of the Academy of Knowledge. — 2024. — No. 60 (1). — P. 32–41.
11. Tkachenko I. N., Starikov E. N. Research Toolkit for Studying Modern Trends in the Implementation of ESG Practices in Russian Companies // Journal of New Economy. — 2024. — Vol. 25, No. 2. — P. 6–29.
12. Finogenova Yu. Yu., Smirnov V. D. Analysis of Corporate ESG Criteria by Industry and Region // Bulletin of the Altai Academy of Economics and Law. — 2024. — No. 7-1. — P. 137–147.
13. Petrushin A. V. The Impact of Applying ESG Factors on the Value of Management Companies: World Experience // Journal of Economics, Entrepreneurship and Law. — 2024. — Vol. 14, No. 4. — P. 1145–1160.
14. Gabrielov V. A. The Impact of International Environmental Standards on the Financial Efficiency of a Company: Economic and Legal Analysis // Journal of Economics, Entrepreneurship and Law. — 2024. — Vol. 14, No. 5. — P. 1587–1602.

#### Информация об авторе

**РОЩИНА Дилиара Денисовна**

Студент,  
Московский физико-технический институт  
г. Москва, Россия  
E-mail: diliara@infoteh.org  
ORCID: 0009-0007-7900-3659

#### Information about the author

**ROSHCHINA Dilyara Denisovna**

Student,  
Moscow Institute of Physics and Technology  
Moscow, Russia  
E-mail: diliara@infoteh.org  
ORCID: 0009-0007-7900-3659