

## **М. Г. Карелина**

докт. экон. наук, профессор кафедры экономики Магнитогорского государственного технического университета им. Г. И. Носова

## **В. С. Мхитарян**

докт. экон. наук, профессор департамента статистики и анализа данных Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

# **СТАТИСТИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА СОВРЕМЕННЫХ МАСШТАБОВ ESG-ИНВЕСТИРОВАНИЯ**

## **Введение**

В современном мире эффективность бизнеса во многом определяется не только финансовыми результатами, но и его социальной миссией, способностью влиять на глобальные проблемы общества. Многие компании уже активно включают цели устойчивого развития в свои бизнес-стратегии, а устойчивое развитие и социальная ответственность становятся основой для долгосрочной работы бизнеса.

Концепция ответственного инвестирования, осуществляемого с учетом экологических, социальных и управленческих факторов — *ESG (environmental, social, governance)*, становится все более популярной не только в мире, но и в России (Пахомова, Титов, 2015). Это особенно заметно при анализе повестки дня Санкт-Петербургского экономического форума, который прошел в начале лета 2021 г. и где темам ESG было посвящено несколько панелей. Участие в этой инициативе становится для бизнеса своего рода «визитной карточкой», по которой международные рейтинговые агентства судят о надежности и устойчивости компании.

В рамках «Концепции организации в России методологической системы по развитию зеленых финансовых инструментов и проектов ответственного инвестирования», принятой в 2019 г., принята следующая трактовка критериев ESG:

1. Экологические критерии (*environmental*) определяют, насколько компания заботится об окружающей среде. Сюда можно отнести загрязнение окружающей среды, соблюдение экологических законов, истощение природных ресурсов (в т.ч. нехватка питьевой воды) и др. Эффективная ESG стратегия предполагает борьбу с операционными затратами, такими как потребление сырья, воды и углерода, которые могут положительно повлиять на прибыль компании.
2. Социальные критерии (*social*) отражают отношение к персоналу и поставщикам, клиентам и партнерам. Было обнаружено, что продуманная ESG стратегия помогает привлечению и удержанию компетентных сотрудников, повышает мотивацию работников и производительность труда.
3. Управленческие критерии, критерии корпоративного управления (*governance*) связаны с эффективностью руководства, с обоснованностью оплаты труда руководителей, с правами акционеров, качеством аудита, мошенничеством и коррупцией. Ключевыми элементами хорошего корпоративного управления является финансовая и бухгалтерская прозрачность, полная достоверность финансовой отчетности эмитента.

Концепция ответственного инвестирования — подход к инвестированию, учитывающий в рамках традиционного финансового анализа социальные и экологические последствия инвестиций (Батаева, 2016). Речь идет о том, чтобы учитывать социальные и экологические последствия деятельности фирмы (как положительные, так и отрицательные) и интегрировать их в процесс осуществления инвестиций.

### **ESG-критерии как новая парадигма принятия инвестиционных решений**

В соответствии с неоклассическими микроэкономическими моделями экономическая эффективность является ключевым критерием для оценки целесообразности инвестиций. Однако в настоящее время на первый план выходят ESG-критерии: для того, чтобы считаться успешной, фирма помимо демонстрации устойчивого роста финансовых показателей должна обладать определенной репутацией. Таким образом, ESG-инвестирование — это форма социально ответственного инвестирования, когда решение о вложениях средств в бизнес принимается с учетом вклада компании в развитие общества.

Истоки ответственного инвестирования можно найти еще в XVIII в. (Pastor et al., 2020). Так, в США представители одной из протестантских конфессий, методизма, выступали против инвестиций в игорные компании, алкогольный и табачный бизнес (Sparkes, Cowton, 2004). В XX в. интерес к социально ответственным инвестициям начал проявляться в 1960–1970 гг. В США студенты, выступавшие против войны во Вьетнаме, требовали, чтобы фонды университетов перестали инвестировать в оборонные компании США. Таким же образом американские студенты протестовали против апартеида в ЮАР, требуя, чтобы университеты перестали поддерживать бизнес, работающий в этой стране (Oreskes, 1985). Такое проявление социальной активности впоследствии стало основой для законодательных и институциональных преобразований.

Взрывной рост ESG-инвестирования в XXI в. в развитых странах во многом объясняется ценностями поколения миллениалов. Они больше других обеспокоены глобальными проблемами, в том числе изменением климата, и стремятся повлиять на сокращение вредного воздействия человека на природу. Хотя этическая сторона бизнеса уже давно волновала людей, именно поколение миллениалов повлияло на зарождение «сознательного» капитализма и рост популярности концепции ESG.

Анализ теоретических концепций и основных подходов, оказавших влияние на становление и развитие ESG-инвестирования, позволяет лучше понять распространение инициатив, которые имели место со второй половины XX в., и оценить современные масштабы ESG-инвестирования. К наиболее значимым теоретическим подходам, оказавшим влияние на становление и развитие ESG-инвестирования, можно отнести концепции, представленные в табл. 1.

*Концепция внешних эффектов (the concept of externalities)* зародилась и нашла отражение в трудах Г. Сиджвика, А. Маршалла, А. Пигу и др. ученых, обративших внимание на возможность несовпадения частных и общественных издержек на производство продукции, результатом которого является ситуация, когда частное предложение, ориентированное на максимизацию прибыли, оказывается неоптимальным с точки зрения общества.

До недавнего времени внешние эффекты (экстерналии) либо оказывали незначительное влияние на движение денежных средств и структуру рисков большинства компаний, либо не оказывали никакого влияния на них (Василенко, 2018).

Бизнес, с одной стороны, не получал поощрений за положительные внешние эффекты, а с другой — не оплачивал ущерб, причиненный в результате отрицательных внешних эффектов (например, выбросы парниковых газов, социальные последствия ненадлежащих условий труда и др.). В связи с этим внешние эффекты в целом исключались из оценки стоимости компании. В настоящее время разрыв между корпоративной стоимостью и социальной ценностью сокращается.

Таблица 1

**Концепции, лежащие в основе подхода ESG**

№	Концепция	Представители и работы	Основные положения
1	Концепция внешних эффектов	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Генри Сиджвик</li> <li>• Principles of Political Economy, 1883</li> <li>• Альфред Маршалл</li> <li>• Principles of Economics, 1890</li> <li>• Артур Пигу</li> <li>• The Economics of Welfare, 1920</li> </ul>	Внимание акцентируется на значимости нерыночных взаимозависимостей экономических агентов и необходимости учета влияния на их деятельность внешних эффектов и факторов
2	Концепция устойчивого развития	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Джей Форрестер</li> <li>• World Dynamics, 1970</li> <li>• Деннис Медоуз</li> <li>• The Limits to Growth, 1972</li> <li>• комиссия Г. Х. Браундтланд</li> <li>• Наше общее будущее, 1987</li> <li>• Герман Дейли</li> <li>• On Wilfred Beckerman's Critique of Sustainable Development, 1995</li> <li>• Джозеф Стиглиц</li> <li>• Mis-measuring our lives. Why GDP doesn't add up, 2010</li> </ul>	Устойчивым следует считать развитие, которое благодаря экологизации производства, социальной справедливости и экономической эффективности, не подрывает своей природной основы, обеспечивает социальную стабильность и экономический динамизм общества как для нынешнего, так и будущих поколений
3	Теория заинтересованных сторон	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Эдвард Фримен</li> <li>• Strategic Management: A Stakeholder Approach, 1984</li> <li>• Рональд Митчел</li> <li>• Toward a Theory of Stakeholder Identification and Management Review, 1997</li> <li>• Тимоти Роули</li> <li>• Moving beyond Dyadic Ties: a Network Theory of Stakeholder Influences, 1997</li> </ul>	Задачи функционирования коммерческой организации не должны ограничиваться лишь обогащением ее собственников, они должны включать и задачи создания неких ценностей и для более широкого круга субъектов рыночных отношений, что в свою очередь, будет способствовать благополучию самой организации
4	Концепция корпоративной социальной ответственности бизнеса	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Говард Боуэн</li> <li>• The social responsibility of the businessman, 1953</li> <li>• Вэйн Виссер</li> <li>• The Age of Responsibility: CSR 2.0 and the New DNA of Business, 2010</li> </ul>	Корпоративная социальная ответственность может быть определена как обязательства бизнеса действовать исходя из экономической и экологической позиции, в целом преследуя интересы своих акционеров

*Источник:* составлено авторами.

Глобализация, финансовый кризис, рост численности населения, изменение климата и другие экономические, социальные и экологические факторы трансформируют условия деятельности компаний. В результате внешние эффекты становятся внутренними, создавая новые возможности и новые риски со значительными последствиями для создания ценности компаний в XXI в. Таким образом, в настоящее время внешние эффекты являются частью создания стоимости бизнеса.

*Концепция устойчивого развития (sustainable development)* появилась в начале 1970-х гг., когда во всем мире резко обострились экологические проблемы и перед экономической наукой встала задача осмысления сложившихся тенденций

эколого-экономического развития и разработки принципиально новых концепций развития (Ефимова и др., 2021). Данный подход поставил под сомнение неограниченный характер возможностей увеличения производства и потребления в связи с ограниченностью природных ресурсов и возрастающего ущерба окружающей среде. К началу 1970-х гг. стало очевидным, что ресурсов одной планеты Земля недостаточно — необходимы ресурсы как минимум еще пяти таких планет для обеспечения уровня жизни во всех странах на уровне США и стран Западной Европы. Особенно убедительными в этой связи стали работы американских ученых «Мировая динамика» (Forrester, 1970) и «Пределы роста» (Meadows et al., 1972). Они смогли достаточно наглядно показать реальность возникновения в не столь отдаленном будущем ресурсно-экологической, а вслед за ней и социальной катастрофы.

Термин «устойчивое развитие» был введен в широкое употребление в 1987 г. Международной комиссией по окружающей среде и развитию ООН (*Brundtland Commission*). При рассмотрении содержания современной концепции устойчивого развития выделяются три содержательных аспекта: экологический; социальный; экономический.

Анализ концепции устойчивого развития позволяет выделить закономерную последовательность проявления данных аспектов в исторической ретроспективе. Так, в первых определениях (*Brundtland Commission*) выделялся экологический аспект концепции. Под устойчивым понималось развитие, которое удовлетворяет потребности настоящего поколения без подрыва ресурсных возможностей удовлетворения потребностей будущих поколений (Brundtland, 1989).

Состоявшаяся в 1992 г. в Рио-де-Жанейро международная конференция ООН по окружающей среде и развитию в содержании устойчивого развития выделила социальный аспект. Данный аспект был заметно усилен на состоявшейся в 2002 г. в Йоханнесбурге конференции ООН по проблемам устойчивого развития, где особое внимание было уделено задаче сокращения разрыва между уровнями развития богатых и бедных стран (Седов, 2012).

Мировой финансово-экономический кризис 2008 г. довольно выпукло представил экономический аспект концепции устойчивого развития. Проблемы анализа устойчивости бизнеса в резкоменяющихся рыночных условиях приобретают особую актуальность (Воронцовский, 2020). Кризис, спровоцированный беспрецедентным надуванием «финансовых пузырей» и гипертрофированным ростом долговых обязательств, показал, что спекулятивный сектор лишает возможности устойчивого развития не только отдельные страны, но и глобальный мир в целом. Не без воздействия кризиса произошло резкое обострение социально-политической обстановки как в развивающихся, так и в развитых странах. При этом кризисное падение производства не ослабляет давления на окружающую среду — этому препятствует циклическое понижение цен на природные ресурсы со стремлением компаний экономить на природоохранных мероприятиях.

Таким образом, под устойчивым понимается развитие, которое благодаря экологизации производства, социальной справедливости и экономической эффективности не подрывает своей природной основы, обеспечивает социальную стабильность и экономический динамизм общества как для нынешнего, так и будущих поколений. Данное определение обращает внимание на возможность роста экономических агентов в условиях объективно существующих ограничений, что создает основу для расширенного подхода к их финансовому анализу в рамках инвестирования.

Тематика устойчивого развития стремительно вторглась в повестки глобальных институтов в середине второго десятилетия XXI в. На саммите Генассамблеи ООН

в 2015 г. была принята резолюция «Преобразование нашего мира: повестка дня в области устойчивого развития на период до 2030 года», которая представляет собой международную программу, включающую в себя 17 задач в области устойчивого развития. В течение 15 лет 193 страны должны разрабатывать и реализовывать проекты, направленные на достижение баланса трех главных компонентов устойчивого развития: экологического, социального и экономического (Флуд, 2020: 95–99).

*Теория заинтересованных сторон (stakeholder concept)* рассматривает любую организацию как сеть взаимосвязанных элементов, каждый из которых вносит вклад (добровольно или вынуждено) в результаты деятельности этой организации и ожидает для себя той или иной выгоды. Данная теория является продолжением контрактной теории фирмы, впервые сформулированной Р. Коузом посредством включения в нее большего количества экономических агентов (Donaldson, Preston, 1995). Р. Фриман в 1984 г. в работе «Стратегический менеджмент: концепция заинтересованных сторон» (Freeman, 1984) сформулировал новую модель фирмы как набор заинтересованных в деятельности этой фирмы сторон и предложил переосмыслить доктрину М. Фридмана, согласно которой единственная социальная ответственность компании — увеличение прибыли для ее акционеров.

К инструментам теории заинтересованных сторон можно отнести модель Митчелла — модель идентификации значимости заинтересованных сторон (Mitchell et al., 1997), сетевую модель и балансовую модель ресурсных отношений. Концепция Митчелла ориентирована на создание практического инструментария для менеджмента, позволяющего рационализировать работу с заинтересованными сторонами. Балансовая модель ресурсных отношений утверждает, что заинтересованные стороны любой организации вступают в отношения исключительно с целью ресурсного обмена (Rowley, 1997).

Несмотря на то, что положения теории заинтересованных сторон были сформулированы еще в середине 1980-х гг., интерес к ней и ее практическим следствиям в настоящее время возрастает. Она провозглашает достижение такого организационного совершенства, при котором соразмерное удовлетворение интересов заинтересованных лиц приводит к максимизации стоимости компании, что является современной стратегической целью потенциальных инвесторов.

*Концепция корпоративной социальной ответственности бизнеса* зародилась также в США в середине XX в. (Cheng et al., 2014). Трактовка корпоративной социальной ответственности долгие годы претерпевала изменения, различные исследователи и компании предлагали собственные определения. Однако после выхода в 2010 г. международного стандарта ISO 26000:2010 «Руководство по социальной ответственности» дискуссия по поводу основных понятий, принципов и элементов социальной ответственности бизнеса утратила актуальность (Благов, 2011). Согласно стандарту ISO 26000, социальная ответственность — это ответственность организации за воздействие ее решений и деятельности на общество и окружающую среду через прозрачное и этическое поведение, которое содействует устойчивому развитию, учитывает ожидания заинтересованных сторон, соответствует применяемому законодательству, согласуется с международными нормами поведения и введено во всей организации.

Таким образом, анализ теоретических концепций, лежащих в основе ESG-подхода, позволяет выявить, что в современном мире происходит постепенный переход от акционерной стоимости к стейкхолдерской. Под влиянием данных концепций в широкое обращение входит понятие «устойчивые финансы» (Schoenmaker, Schramade 2018), которое непосредственно связано с учетом экологических, социальных и управленческих аспектов при принятии инвестиционных решений.

Основная причина внимания к ESG-критериям в том, что инвесторы, государственные органы и сами фирмы считают, что применение этих критериев позволит выявить факторы (нефинансового характера), которые могут оказать долгосрочное влияние на деятельность фирмы (ее финансовые показатели). В результате применения ESG-критериев выявляются и финансируются инвесторами те фирмы, деятельность которых отвечает стандартам корпоративной социальной ответственности, этическим нормам и которые имеют определенный репутационный капитал в глазах потребителей и общества в целом.

Внимание к элементам управления инвестициями на основе ESG-критериев имеет логичное и понятное объяснение. В частности, фирмы обычно демонстрируют устойчивое развитие, если они хорошо управляются, если их сотрудники удовлетворены поведением руководства (Edmans, 2011) или если права собственников обеспечены и защищены (Gompers et al., 2003).

В настоящее время число публикаций, раскрывающих причины и последствия применения ESG-критериев при принятии инвестиционных решений, значительно возросло. Однако вопросы количественного измерения ESG-инвестиций на различных уровнях экономической иерархии остаются недостаточно разработанными. В связи с этим возникает потребность в статистической оценке современных масштабов ESG-инвестирования.

### **Статистический подход к оценке масштабов ESG-инвестирования**

Политика регулирования, направленная на соблюдение ESG-критериев, а также ответственное инвестирование, являются феноменом XXI в. По данным исследования PRI и UNEP FI в 50 странах мира внесено более 500 правовых норм, которые касаются ESG (Зайцев, 2021). Основными драйверами стали Парижское соглашение и Цели устойчивого развития ООН, принятые в 2015 г.

В 2006 г. Организация Объединенных Наций (ООН) представила Принципы ответственного инвестирования (UN PRI) и 63 инвестиционные компании подписали обязательство учитывать факторы ESG при принятии инвестиционных решений. Согласно глобальному обзору устойчивого инвестирования (GSIA) на 1 апреля 2021 г. свыше 3500 финансовых компаний с совокупным капиталом под управлением более 120 трлн долл. США взяли на себя обязательство включать факторы ESG в инвестиционный анализ и процессы реализации инвестиционной стратегии, проводить диалог с компаниями-эмитентами по поводу раскрытия информации о факторах ESG, а также осуществлять раскрытие информации по вопросам ответственного инвестирования.

На рис. 1 представлена динамика распространения Принципов ответственного инвестирования. За 2006–2021 гг. темп прироста количества участников составил 5973%, а темп прироста активов под управлением участников ответственного инвестирования PRI 1766%, что свидетельствует о взрывном росте масштабов ESG-инвестирования.

Среди управляющих компаний, которые поддержали инициативу PRI, были французская AXA Group, немецкая Allianz Global Investors, американские Franklin Templeton Investments, Goldman Sachs Asset Management (GSAM), японская Nomura Asset Management Co. и другие. Данную инициативу также поддержали 18 рейтинговых агентств, взявших на себя следующие обязательства: учитывать факторы ESG при оценке кредитного качества эмитентов; раскрывать в своих отчетах учет факторов ESG в кредитных рейтингах; проводить диалог с эмитентами по вопросам раскрытия информации о факторах ESG (Вострикова, Мешкова, 2020). Среди рейтинговых агентств, поддержавших инициативу PRI, были международные

рейтинговые агентства Moody's Corporation, S&P Global Ratings, Fitch Group, китайские China Chengxin International Credit Rating Co., Dagong Global Credit Ratings Group, европейское Rating-Agentur Expert RA GmbH, турецкое JCR Eurasia Rating и др. При этом необходимо отметить, что оценки рейтинговых агентств существенно отличаются между собой, поскольку на данный момент не сформирован повсеместно признанный набор необходимых метрик для анализа нефинансовой информации компании.

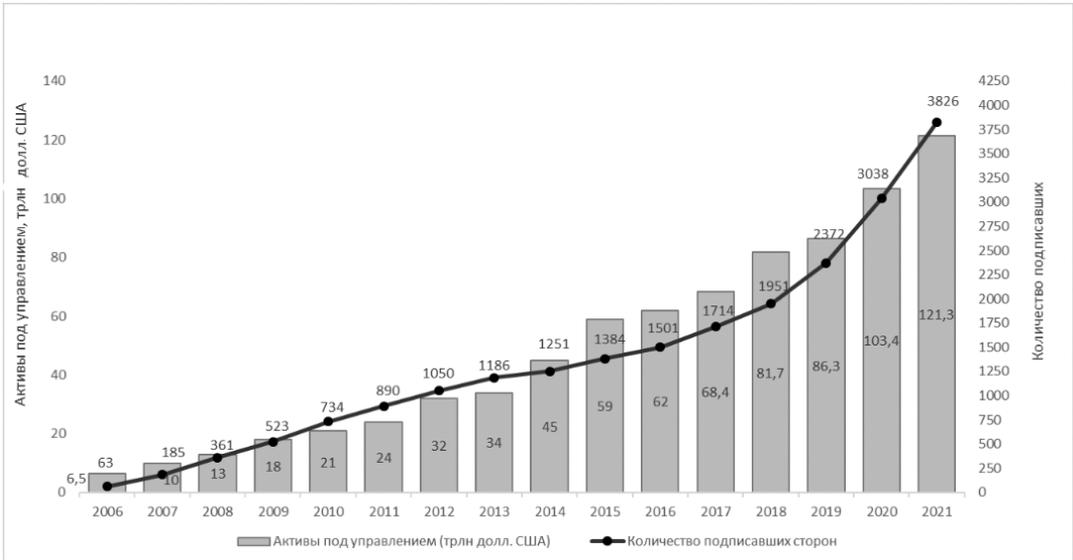


Рис. 1. Динамика распространения Принципов ответственного инвестирования (PRI), 2006–2021 гг.

Источник: по данным Global Sustainable Investment Review (GSIR).

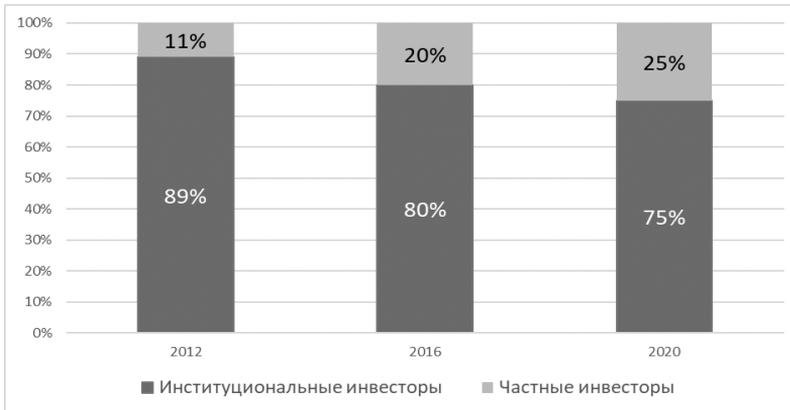


Рис. 2. Соотношение частных и институциональных инвесторов на рынке ESG-инвестиций, 2012–2020 гг.

Источник: по данным PwC PE Responsible Investment Survey.

В структуре инвесторов преобладают институциональные, но их доля на рынке ESG-инвестиций постепенно сокращается. В 2012 г. институциональным инвесторам принадлежало 89% активов, в 2016 г. — 80%, а в 2020 г. — 75% (рис. 2). Таким образом, несмотря на то, что институциональные инвесторы доминируют на финансовом рынке, наблюдается устойчивый тренд возрастания интереса к ESG-инвестированию со стороны частных инвесторов.

Чаще всего для целей ответственного инвестирования используются следующие стратегии:

- инвестирование в сообщество (*impact/community investing*) — это прямые инвестиции в частные компании с четкими социальными и экологическими целями;
- ESG-интеграция (*ESG-integration*) — это систематическое и четкое вовлечение инвестиционными менеджерами экологических, социальных и управленческих факторов в финансовый анализ;
- устойчивое тематическое инвестирование (*sustainability-themed investing*) — инвестиции в активы или темы, связанные с устойчивостью (альтернативная энергетика, новые технологии и др.);
- корпоративное вовлечение (*corporate engagement and shareholder action*), т. е. использование полномочий акционеров для влияния на корпоративное управление, в том числе посредством прямого корпоративного участия;
- положительный скрининг (*positive/best-in-class screening*) — это включение в инвестиционные портфели акций компаний, удовлетворяющих критериям ESG;
- отрицательный или исключающий скрининг (*negative/exclusionary screening*) — это исключение из фонда или портфеля секторов и компаний, не удовлетворяющих ESG-критериям.

На рис. 3 представлена динамика инвестиционных стратегий устойчивого развития в мире в 2016–2020 гг.



Рис. 3. Инвестиционные стратегии устойчивого развития в 2016–2020 гг., млрд долл.

Источник: по данным Global Sustainable Investment Review (GSIR).

В 2016 и 2018 гг. самой популярной стратегией была стратегия отрицательного или исключающего скрининга, в 2020 г. — стратегия ESG-интеграции. Темп прироста стоимости активов в рамках реализации ESG-стратегии в 2020 г. по сравнению с 2018 г. составил 43,6%, а по сравнению с 2016 г. — 143,4%. При этом в 2020 г. стратегии отрицательного или исключающего скрининга и корпоративного вовлечения были наиболее популярны в странах Европы, а стратегия ESG-интеграции — в США.

На рис. 4 представлена структура глобальных активов устойчивого инвестирования по регионам мира. Характерной особенностью структуры глобальных активов устойчивого инвестирования за последние несколько лет является то, что значительное влияние на нее оказывают ESG-инвестиции в странах Европы и США.

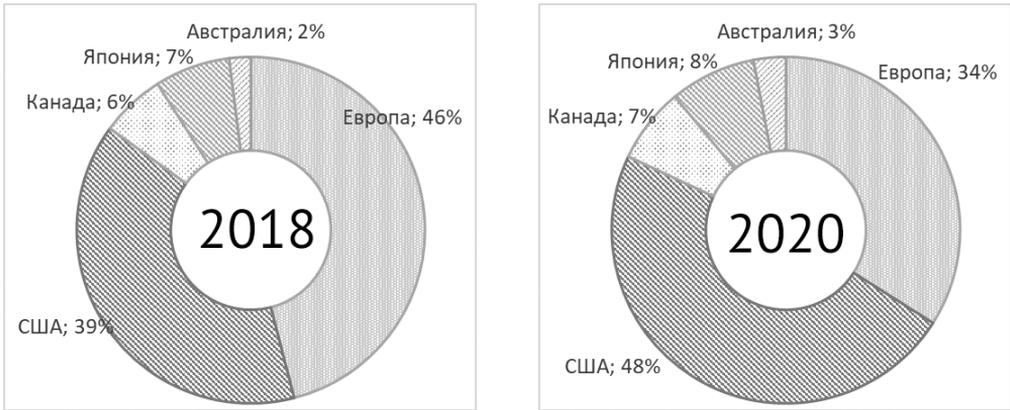


Рис. 4. Структура глобальных активов ESG-инвестирования по регионам мира, 2018–2020 гг.

Источник: по данным Global Sustainable Investment Review (GSIR).

За период 2018–2020 гг. на США и Европу приходилось более 80% глобальных активов устойчивого инвестирования, на Канаду — 7%, Японию — 8% и Австралию — 3%. Однако необходимо отметить, что если динамика ESG-инвестирования на протяжении рассматриваемого периода времени в Канаде, Японии и Австралии оставалась примерно на одном уровне, то в Европе сократилась с 46 до 34%, а в США увеличилась с 39 до 48%. При этом доля активов устойчивого инвестирования от всего объема инвестиций в 2020 г. в США составила 37,9%, в странах Европы — 41,6%, в Канаде — 61,8% (самый высокий показатель в мире), в Японии — 33,2%, в Австралии — 37,9%.

Статистические методы анализа позволяют проводить исследование конкретных социально-экономических структур в определенных условиях места и времени, заключающееся прежде всего в их точном количественном измерении, выявлении пропорций и закономерностей (Елисеева, 2020). Структура сложного социально-экономического явления, такого как ESG-инвестирование, обладает определенной степенью подвижности, имеет свойство меняться с течением времени как в количественном, так и в качественном отношении в рамках устойчивого развития. Большое практическое значение имеют изучение структуры инвестиций в динамике, оценка структурных сдвигов, выявление и характеристика основных тенденций развития ESG-процессов.

В целях объективной оценки мобильности, подвижности структурных сдвигов устойчивого инвестирования по регионам мира проанализируем структурные сдвиги (Мхитарян, 2020) по показателю «объем глобальных активов устойчивого инвестирования». Как известно, линейные и квадратичные коэффициенты абсолютных структурных сдвигов показывают, на сколько п.п. в среднем отклоняются друг от друга сравниваемые удельные веса (Ниворожкина и др., 2019). При отсутствии сдвигов в структуре совокупности эти показатели равны 0. Верхней границы изменения коэффициенты не имеют: чем больше изменения структуры, тем выше значения коэффициентов. Анализ линейного относительного структурного сдвига показывает, что структурные сдвиги во всех регионах мира за 2016–2020 гг. интерпретируются как большие структурные сдвиги ( $>0,1$ ). Распределение стран мира по значению линейного структурного сдвига с постоянной базой сравнения (2016 г.) объема активов устойчивого инвестирования в 2020 г. представлено на рис. 5.

Анализ рис. 5 показывает, что наименее подвижной структурой по показателю «объем глобальных активов устойчивого инвестирования» характеризуется

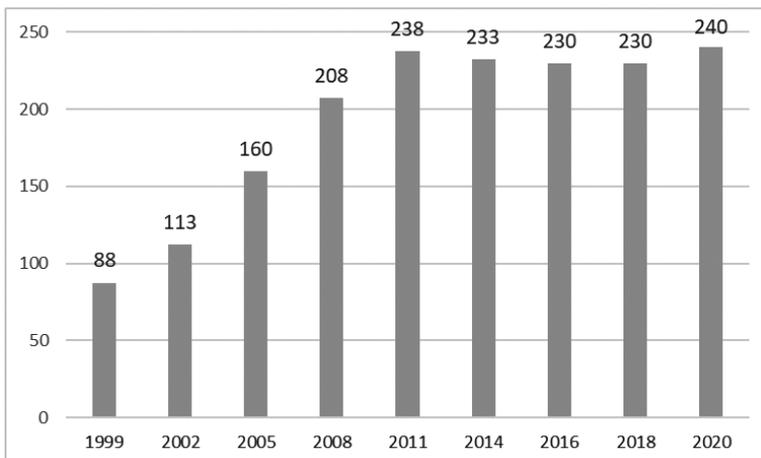
Австралия, а наиболее подвижная структура наблюдается в Японии. В настоящее время в Японии наблюдается высокий спрос среди инвесторов на продукты ESG. Фонд Global ESG High-Quality Growth Equity Fund, запущенный в июле 2020 г., привлек 383 млрд иен, что является второй по величине первоначальной суммой запуска в истории. Исследование осведомленности об инвестициях в ESG, проведенное Nomura Asset Management в 2020 г., показало, что 50% всех респондентов, уже владеющих акциями, заинтересованы в инвестициях в ESG.



**Рис. 5.** Линейные относительные структурные сдвиги объема глобальных активов устойчивого инвестирования стран мира, 2020 г.

*Источник:* по данным Global Sustainable Investment Review (GSIR).

В настоящее время в мире наблюдается устойчивый рост доли компаний, раскрывающих информацию об устойчивом развитии (УР). В 2020 г. количество крупнейших компаний, раскрывающих информацию об УР, увеличилось на 272,7% по сравнению с 1999 г. и на 115,4% по сравнению с 2008 г. и составило 240 компаний (см. рис. 6).



**Рис. 6.** Количество компаний, раскрывающих информацию об устойчивом развитии, 1999–2020 гг.

*Источник:* по данным Global Sustainable Investment Review (GSIR).

Основными драйверами раскрытия информации об устойчивом развитии являются требования бирж и институциональных инвесторов. В связи с этим трендом на ближайшую перспективу будет являться качественная проработка данной информации и унификация самой отчетности по всему миру.

В России концепция ESG-инвестирования находится на начальном этапе своего развития. Причины этого — недостаточная информированность инвесторов, а также ограниченная доступность статистической информации об экологических, социальных и управленческих характеристиках деятельности компаний для принятия инвесторами комплексных финансовых решений. В целом, российские инвесторы ориентируются на краткосрочные инвестиции. Поэтому инвестиции, включающие в себя ESG-критерии и рассчитанные на долгосрочные вложения, пользуются недостаточным спросом.

На рис. 7 представлены ключевые барьеры интеграции ESG в процесс инвестирования в России, выявленные в результате опроса, проведенного CFA Institute в России в 2020 г.

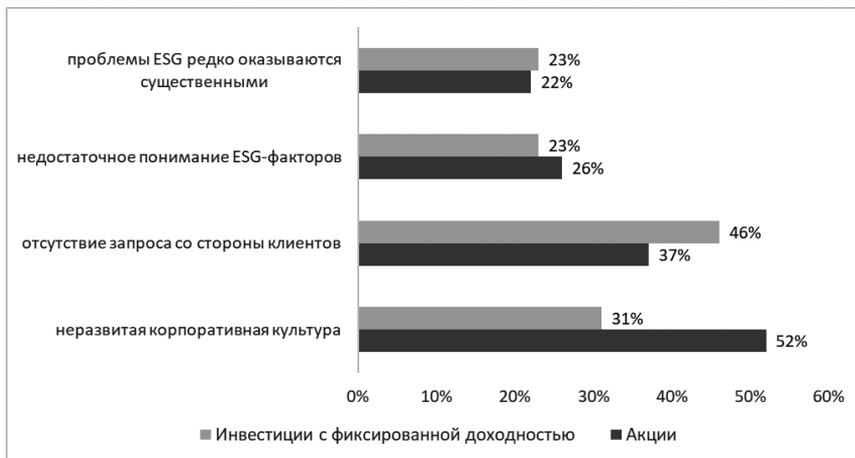


Рис. 7. Ключевые барьеры интеграции ESG в процесс инвестирования в России, 2020 г.

Источник: по данным CFA Institute.

## Заключение

Таким образом, эффективному включению ESG-критериев в принятие инвестиционных решений в России будут способствовать:

- понимание значимости социально ответственных инвестиций в российском бизнес-сообществе;
- создание конкурентной среды и ориентация российских компаний на разработку инвестиционных стратегий исходя из концепции «длинных» денег;
- транспарентная и последовательная государственная политика в области устойчивого развития;
- стандартизация статистического учета нефинансовой информации российских компаний, признанная стать основой построения системы сбора и обработки информации для обеспечения актуальности, своевременности, надежности и международной сопоставимости данных в рамках мониторинга целей устойчивого развития.

При этом большой интерес как для теоретических, так и практических исследований представляет оценка эффективности инвестиционных стратегий с учетом требований устойчивого развития. В качестве инструментария для решения данной задачи могут быть использованы эконометрические методы анализа взаимосвязи результативности в области экологического, социального и корпоративного управления (ESG) и рыночной доходности российских компаний. Решение данной задачи с применением статистических методов исследования зависимостей,

многомерных методов снижения размерности и классификации позволит сопоставить доходность российских ESG-ориентированных компаний с доходностью ESG-нейтральных компаний, а также провести международные сопоставления.

### Источники

- Анализ данных / В. С. Мхитарян [и др.]; под ред. В. С. Мхитаряна. М., 2020.
- Батаева Б. С., Вавилина А. В.* Зарубежная практика развития социально ответственных инвестиций // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия «Экономика. Управление. Право». 2016. № 1. С. 15–23.
- Бизнес-статистика / И. И. Елисеева [и др.]; под ред. И. И. Елисеевой. М., 2020.
- Благов Ю. Е.* Корпоративная социальная ответственность: эволюция концепций. СПб., 2011.
- Василенко Н. В.* Внешние эффекты и рациональность поведения экономических агентов в социо-эколого-экономических системах // Научно-технические ведомости СПбГПУ. Экономические науки. 2018. Т. 11. № 3. С. 9–20.
- Воронцовский А. В.* Некоторые особенности анализа устойчивости бизнеса на примере малого предприятия // Финансы и бизнес. 2020. Т. 16. № 4. С. 80–96.
- Вострикова Е. О., Мешикова А. П.* ESG-критерии в инвестировании: зарубежный и отечественный опыт // Финансовый журнал. 2020. Т. 12. № 4. С. 117–129.
- Зайцев С. А.* Рынок ESG-инвестирования в России: настоящее и будущее [Электронный ресурс]. Митап Frank RG и Россельхозбанка. 2021. 19 октября. URL: <https://www.rshb.ru/download-file/472115>.
- Ефимова О. В., Волков М. А., Королёва Д. А.* Анализ влияния принципов ESG на доходность активов: эмпирическое исследование // Финансы: теория и практика. 2021. № 25(4). С. 82–97.
- Ниворожкина Л. И., Арженовский С. В., Житников И. В.* Статистические методы анализа данных. М., 2019.
- Пахомова Н. В., Титов В. О.* Дискуссионная панель «Эффективность экономики, устойчивое развитие и окружающая среда» в рамках Международного экономического симпозиума — 2015 // Вестник Санкт-Петербургского университета. 2015. № 2. С. 143–153.
- Седов В. В.* Концепция устойчивого развития: политэкономический подход // Вестник Челябинского государственного университета. Экономика. Вып. 36. 2012. № 8(262). С. 5–14.
- Флуд Н. А.* Роль системы глобальных показателей в достижении целей устойчивого развития // Управление данными в экономике / под ред. М. В. Бочениной и И. И. Елисеевой. СПб., 2020. С. 95–125.
- Brundtland G. H.* Our Common Future. Report of the International Commission on Environment and Development. 1989. URL: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-commonfuture.pdf>.
- Cheng B., Ioannou I., Serafeim G.* Corporate Social Responsibility and Access to finance // Strategic Management Journal. 2014. Vol. 35 (1). P. 1–23.
- Donaldson T., Preston L. E.* The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications // Academy of Management Review. 1995. Vol. 20. N 1. P. 65–91.
- Edmans A.* Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices // Journal of Financial Economics. 2011. Vol. 101 (3). P. 621–640.
- Forrester J.* World Dynamics. Cambridge, 1970.
- Freeman R. E.* Strategic Management: A Stakeholder Approach. Boston, 1984.
- Gompers P., Ishii J., Metrick A.* Corporate Governance and Equity Prices // Quarterly Journal of Economics. 2003. Vol. 118. N 1. P. 107–156.
- Meadows D. H., Randers J., Behrens W.* The Limits to Growth. Washington, 1972.
- Mitchell R. K., Agle B. R., Wood D. J.* Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts // Academy of Management Review. 1997. Vol. 22. N 4. P. 853–886.
- Oreskes M.* Protests at Columbia: Students and Issues Have Changed Since the 60's [Electronic resource] // The New York Times. 1985. April 13.
- Pastor L., Stambaugh R. F., Taylor L. A.* Sustainable Investing in Equilibrium // NBER Working Paper. 2020. No. w26549.
- Rowley T. J.* Moving beyond Dyadic Ties: a Network Theory of Stakeholder Influences // Academy of Management Review. 1997. Vol. 22. P. 887–910.
- Schoenmaker D., Schramade W.* Principles of Sustainable Finance. Oxford, N. Y., 2018.

Sparkes R., Cowton C. J. The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of Developing Link with Corporate Social Responsibility // *Journal of Business Ethics*. 2004. Vol. 56. Iss. 1. P. 45–57.

## References

- Analiz dannyh [Data analysis]*. Ed. by V. Mkhitarян. Moscow, 2020. (In Russian)
- Bataeva B. P., Vavilina A. V. Zarybezhnaya praktika razvitiya sotcial'no otvetstvennyh investitsii [Foreign practice of developing socially responsible investment]. *Izvestiya Saratovskogo universiteta. Novaya Seria. Seria «Ekonomika. Ypravlenie. Pravo» [News of the Saratov University. New series. Series «Economics». Control. Right]*, 2016, N 1, pp. 15–23. (In Russian)
- Biznes-statistika [Business statistics]*. Ed. by I. I. Eliseeva. Moscow, 2020. (In Russian)
- Blagov Y. E. *Korporativnaya social'naya otvetstvennost': evolucia kontseptcii. [Corporate social responsibility: the evolution of concepts]*. Saint Petersburg, 2011. (In Russian)
- Brundtland G. H. *Our common future. Report of the International Commission on Environment and Development*. 1989. Available at: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-commonfuture.pdf>.
- Cheng B., Ioannou I., Serafeim G. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 2014, vol. 35(1), pp. 1–23.
- Donaldson T., Preston L. E. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications. *Academy of Management Review*, 1995, vol. 20.
- Edmans A. Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 2011, vol. 101 (3), pp. 621–640.
- Efimova O. V., Volkov M. A., Koroleva D. A. Analis vliyania printsipov ESG na dohodnost' aktivov: empiricheskoe issledovanie [The Impact of ESG Factors on Asset Returns: Empirical Research.]. *Finansy: teorija i praktika [Finance: Theory and Practice]*, 2021, vol. 25(4), pp. 82–97. (In Russian)
- Forrester J. *World Dynamics*. Cambridge, 1970.
- Freeman R. E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, 1984.
- Gompers P., Ishii J., Metrick A. Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 2003, vol. 118 (1), pp. 107–156.
- Meadows D. H., Randers J., Behrens W. *The Limits to Growth*. Washington, 1972.
- Mitchell R. K., Agle B. R., Wood D. J. Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts. *Academy of Management Review*, 1997, vol. 22, N 4, pp. 853–886.
- Nivorozhkina L. I., Arzhenovsky S. V., Zhitnikov I. V. *Statisticheskie metody analiza dannyh [Statistical methods of data analysis]*. Moscow, 2019. (In Russian)
- Oreskes M. Protests at Columbia: Students and Issues Have Changed Since the 60's [Electronic resource]. *The New York Times*, 1985, April 13.
- Pahomova N. V., Titov V. O. Diskyssionnaya panel' «Effektivnost' ekonomiki, ustoychivoe razvitie i okryzhayushchaya sreda» v ramkah Mezhdunarodnogo ekonomicheskogo simpoziuma — 2015 [Discussion panel «Economic efficiency, sustainable development and the environment» within the framework of the International Economic Symposium — 2015]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta [Bulletin of St. Petersburg University]*, 2015, № 2, pp. 143–153. (In Russian)
- Pastor L., Stambaugh R. F., Taylor L. A. Sustainable Investing in Equilibrium. *NBER Working Paper*, 2020, No. w26549.
- Rowley T. J. Moving beyond Dyadic Ties: a Network Theory of Stakeholder Influences. *Academy of Management Review*, 1997, vol. 22, pp. 887–910.
- Schoenmaker D., Schramade W. *Principles of sustainable finance*. Oxford, New York, 2018.
- Sedov V. V. Kontseptsiya ystoichivogo razvitiya: politekonomicheskii podhod [The concept of sustainable development: political and economic approach]. *Vestnik Chelybinskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika. 36 [Bulletin of the Chelyabinsk State University. Economy 36]*, 2012, vol. 8(262), pp. 5–14. (In Russian)
- Sparkes R., Cowton C. J. The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of Developing Link with Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 2004, vol. 56, iss. 1, pp. 45–57.
- Vasilenko N. V. Vneshii efekty i ratsionalnost' povedeniya ekonomicheskikh agentov v sotsio-ekologo-ekonomicheskikh sistemah [Externalities and rationality of the behavior of economic agents in socioecological-economic systems]. *Naychno-tehnicheskie vedomosti SpbGPY Ekonomicheskije nayki [St. Petersburg State Polytechnical University Journal. Economics]*, 2018, N 11(3), pp. 9–20. (In Russian)
- Voronzovskij A. V. Nekotorye osobennosti analiza ystoichivosti biznesa na primere malogo predpriyatiya [Some Features of Business Sustainability Analysis on the Example of a Small Enterprise]. *Finansy i byziness [Finance and Business]*, 2020, vol. 4(16), pp. 80–96. (In Russian)
- Vostrikova E. O., Meshkova A. P. ESG-kriterii v investirovanii: zarybezhnii i otechestvennyi opyt [ESG Criteria in Investment: Foreign and Russian Experience]. *Finansovyi zhurnal [Financial Journal]*, 2020, vol. 12(4), pp. 117–129 (In Russian).
- Zayacev V. A. Rinok ESG-investirovaniya v Rossii: nastoyashchee i bydyshee [Elektronnyj resyrs]. *Mitap Frank RG i Rossel'hozbanka*, 2021, 19 oktyabrya. Available at: <https://www.rshb.ru/download-file/472115>. (In Russian)