

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования  
«Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»

На правах рукописи

**Ларькова Елизавета Андреевна**

**Формирование системы российских инвестиционных фондов  
на основе ESG-принципов**

5.2.4. Финансы

диссертация на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель –  
доктор экономических наук, доцент  
Финогенова Юлия Юрьевна

Москва — 2025

## Оглавление

Введение .....	4
Глава 1 Концептуальные основы функционирования российских паевых инвестиционных фондов с учетом ESG-принципов и их законодательное регулирование .....	14
1.1 Теоретические аспекты и регуляторные особенности коллективного инвестирования в Российской Федерации .....	14
1.2 Принципы формирования стратегий ESG-инвестирования .....	24
1.3 Проблемы развития коллективного инвестирования с учетом повестки по устойчивому развитию в условиях финансовой нестабильности в России .....	38
Глава 2 Эмпирический анализ ESG-факторов, влияющих на привлекательность компании-объекта инвестирования, и оценка стратегий инвестиционных ESG-фондов .....	50
2.1 Оценка мирового опыта коллективного ответственного инвестирования и перспективы его использования в российских условиях .....	50
2.2 Экономико-математический анализ факторов, влияющих на компоненты ESG-рейтинга компаний-эмитентов развивающихся рынков .....	62
2.3 Критерии успешности внедрения ESG-повестки в российских компаниях-эмитентах .....	74
2.4 Методические подходы к разработке авторского ESG-индекса для оценки эффективности инвестиционных фондов устойчивого развития .....	87
Глава 3 Предложения по развитию биржевых паевых инвестиционных фондов устойчивого развития в Российской Федерации .....	95
3.1 Моделирование стратегии управления биржевыми паевыми инвестиционными ESG-фондами на основе индексной стратегии .....	95
3.2 Оценка эффективности разработанного ESG-индекса и формирование структуры индексного инвестиционного ESG-фонда .....	111

3.3 Разработка рекомендаций на макро-, мезо- и микроуровне по эффективному формированию биржевого паевого инвестиционного фонда с учетом требований по устойчивому развитию на российском рынке .....	134
Заключение.....	141
Список сокращений и условных обозначений .....	145
Список литературы.....	147
Приложение А (справочное) Динамика структуры активов .....	172
Приложение Б (справочное) Структура активов ИИС .....	173
Приложение В (справочное) Обзор ESG-трендов.....	174
Приложение Г (справочное) Таблица ESG-компонентов, включенных в методологию RAEX, НРА и АКРА.....	176
Приложение Д (обязательное) Этапы расчета авторского индекса устойчивого развития (ESG-индекса).....	178
Приложение Е (обязательное) Компоненты расчета авторского ESG-индекса.....	181
Приложение Ж (справочное) Прогнозирование секторального распределения акций авторского биржевого паевого ESG-фонда .....	185
Приложение И (справочное) Проблемы российских биржевых паевых инвестиционных фондов (БПИФов) и пути их решения.....	186
Приложение К (справочное) Структура внутреннего валового продукта (ВВП) России по отраслям .....	187
Приложение Л (справочное) Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации .....	189
Приложение М (обязательное) Состав авторского биржевого паевого инвестиционного фонда (БПИФа) .....	190
Приложение Н (справочное) Прогноз секторального распределения активов в авторском фонде на основе регрессионной модели ARIMA .....	193

## Введение

**Актуальность темы исследования.** Значимость ответственного инвестирования в последние годы значительно возросла, несмотря на существенное число макроэкономических вызовов: рост уровня инфляции, геополитическая напряженность, финансовой нестабильности. Поддержка компаний, которые учитывают при разработке корпоративной стратегии и инвестиционной политики экологические, социальные и управленческие факторы, происходит не только со стороны государства, но и со стороны частных инвесторов (в особенности миллениалов). Катализаторами обсуждения ESG-повестки со стороны многих российских компаний стали, с одной стороны, принятые решения о глобальном энергопереходе, поскольку цель многих государств – перейти на нулевой уровень выбросов углекислого газа уже к 2030 году<sup>1)</sup> и, с другой – глобальные решения о социальном равноправии<sup>2)</sup>.

Существует мнение, что ответственный подход к инвестированию сопряжен с потерей части доходности, поскольку издержки, связанные с переходом компаний на ESG-стратегии, уже заложены в текущие рыночные цены. Однако потеря части доходности способствует привлечению нового поколения инвесторов и увеличения стоимости самой компании в долгосрочной перспективе.

Актуальность исследования объясняется и тем, что трансформация инвестиционного рынка может занять десятки лет, на протяжении которых инвестиционные потоки приоритетно будут идти в ESG-активы, поэтому потенциал их переоценки еще и близко не учтен в рыночных ценах. Представляет интерес тот факт, что динамика мировых фондовых индексов как, например, S&P500 ESG, включающего в себя компании с наиболее высокими ESG-рейтингами за 2011–2023 гг., опередил традиционный американский индекс

---

<sup>1)</sup> United Nations. Climate action [Electronic resource]. URL: <https://www.un.org/en/climatechange/net-zero-coalition> (дата обращения: 30.04.2024).

<sup>2)</sup> United nations. Sustainable development goals [Electronic resource]. URL: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/inequality/> (дата обращения 30.04.2024).

широкого рынка – S&P500 в среднем на 9,3%<sup>1)</sup>. Основной рост ESG-индекса пришелся на период пандемии 2020–2021 гг., а по итогам 2022 года оба индекса оказались на равном уровне. В условиях пандемии COVID-19 глобальные инвесторы предпочитали инвестировать средства в золото, в фонды денежного рынка и краткосрочные облигации, которые предлагали уникально высокую доходность за последние 15 лет. Тем не менее ESG-активы смогли не только заинтересовать ответственных инвесторов, но и обеспечить привлекательную доходность, так как все большее количество компаний стремятся соответствовать современным потребностям рынка.

Весной 2022 года российский фондовый рынок столкнулся с беспрецедентным санкционным давлением со стороны стран большой семерки, что казалось не могло не оставить в стороне вопрос о перспективах развития ESG-повестки в условиях трансформации российской экономики. Тем не менее повестка по устойчивому развитию становится более актуальной в России. Помимо работы ряда российских рейтинговых агентств (RAEX, Национальное рейтинговое агентство (НРА), АКРА), оказывающих услуги по ESG-рейтингованию российским компаниям, Российским союзом промышленников и предпринимателей (РСПП) совместно с Московской биржей был разработан индекс «МосБиржи – РСПП. Вектор устойчивого развития». За 2023 год его доходность составила 29,68%<sup>2)</sup>, что также свидетельствует об интересе российских инвесторов к компаниям с высоким ESG-рейтингом. Регулятор в лице Банка России прилагает усилия по разработке универсальной методологии присвоения ESG-рейтингов российским эмитентам<sup>3)</sup>.

Еще одним важным аспектом дальнейшего развития фондового рынка России является и тот факт, что Министерство финансов и Банк России в конце 2022 года внесли в Правительство проект новой стратегии развития финансового рынка до 2030 года, согласно которому создание условий для устойчивого роста

---

<sup>1)</sup> Данные TradingView [Электронный ресурс]. URL: <https://ru.tradingview.com/chart/?symbol=TVC%3ASPX> (дата обращения: 20.01.2024).

<sup>2)</sup> Там же

<sup>3)</sup> Модельная методология ESG-рейтингов, разработанная Банком России [Электронный ресурс]. URL: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/144085/Consultation\\_Paper\\_17012023.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/144085/Consultation_Paper_17012023.pdf) (дата обращения: 30.04.2024).

финансовой индустрии, развитие рынка капитала, содействие устойчивому развитию, цифровизация финансового рынка, трансформация системы платежей и расчетов с дружественными странами, защита прав потребителей финансовых услуг и финансовое просвещение являются наиболее приоритетными направлениями до 2030 года<sup>1)</sup>. С целью реализации новой стратегии Правительство Российской Федерации с 1 января 2024 года запустило Программу долгосрочных сбережений граждан, в которой одну из ключевых ролей будут играть негосударственные пенсионные фонды (НПФ). Она предполагает наличие софинансирования пенсионных накоплений граждан со стороны государства в зависимости от дохода гражданина. Данная Программа рассчитана на то, что гражданин, подписавший договор с НПФ, будет участником программы не менее 15 лет. Такой шаг будет способствовать увеличению доли долгосрочных инвестиционных активов в российской экономике через инвестирование пенсионных резервов со стороны НПФ, в том числе в устойчивые активы.

Таким образом, актуальность темы диссертационной работы обусловлена:

- новыми вызовами, с которыми сталкивается российская финансовая система из-за санкционного давления со стороны стран Запада;
- необходимостью развития ESG-повестки в рамках новой стратегии фондового рынка;
- потребностью в разработке инструментов, позволяющих инвестировать денежные средства в активы, соответствующие ESG-критериям, как для институциональных, так и для частных инвесторов;
- потребностью в формировании системы рыночных индикаторов, позволяющих оценить эффективность вложений на макро-, мезо- и микроуровне.

***Степень научной разработанности проблемы.*** Вопросы интеграции ESG-повестки с деятельностью российских компаний рассматривались как в научных публикациях по вопросам «ответственного» подхода к инвестированию и его

---

<sup>1)</sup> Минфин России и Банк России внесли в Правительство проект стратегии развития финансового рынка до 2030 года [Электронный ресурс]. URL: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id\\_4=38273-minfin\\_rossii\\_i\\_bank\\_rossii\\_vnesli\\_v\\_pravitelstvo\\_proekt\\_strategii\\_razvitiya\\_finansovogo\\_rynka\\_do\\_2030\\_goda](https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=38273-minfin_rossii_i_bank_rossii_vnesli_v_pravitelstvo_proekt_strategii_razvitiya_finansovogo_rynka_do_2030_goda) (Дата обращения: 25.03.2023).

влияния на инвестиционную привлекательность компаний-эмитентов, так и в отношении развития ESG-инвестиций в условиях трансформации российской экономики.

Научную базу для проведения исследования в отношении теоретических вопросов формирования стратегии ESG-инвестирования составляют работы ведущих отечественных и зарубежных исследователей. Среди них: У.Ростоу, Б.Шири, А.Кэрролл, Д.Барон, М.Баньоли, С.Уоттс, Р.Фриман, К.Симмонс, К.Бекер-Олсен, М.Банголе, Г.С.Панова, Е.В.Стрельникова, К.Н.Груздева, М.С.Марамыгин, Н.А.Истомина, Н.П.Козлова, И.В.Беликов, К.Волчихин, И.Ю.Беляева, К.В.Ордов, О.В.Данилова, Д.С.Даливал, Ю.Г.Янг, К.Х.Чанг, А.Бандари и другие.

Проблематике влияния компонентов ESG-рейтинга на доходность активов посвящены труды О.В.Лосева, М.А.Федотова, О.Ефимова, О.Рожнова, Д.С.Даливала, Т.Ван Холта, Т.Уилана, Р.Э.Фримена, Дж.Элкингтона, А.Энрикеса, Д.Шенмейкера, В.Шрамада, М.Хана, Г.Серафейма, А.Юна, Ф.Берга, Й.Кельбеля, Р.Ригобона, Н.Г.Иванова, Г.В.Морунова, И.И.Добросердова.

Перспективы развития ESG-инвестирования как пенсионных активов, так и активов частных инвесторов исследованы А.Е.Абрамовым, А.В.Игишевым, О.Е.Никонец, Д.В.Овечкиным, Л.И.Юззович, Н.Н.Даниленко, Д.А.Чичуленковым, Ю.Ю.Финогеновой, А.А.Абакуловой, А.Н.Чистоваевой.

В своих исследованиях авторы изучают влияние каждой из компонент ESG-рейтинга на доходность активов наряду с особенностями развития ESG-активов, в частности акций на российском рынке. Авторами также рассматриваются проблемы выявления инвестиционных возможностей, связанных с устойчивыми активами. Тем не менее до сих пор остаются недостаточно исследованными вопросы формирования структуры инвестиционных ESG-портфелей для размещения активов частных и институциональных инвесторов, позволяющих формировать инвестиционно-привлекательный доход при умеренном уровне риска.

На макро- и мезо-уровне требуется уточнение параметров отечественного инвестиционного бенчмарк-индекса, учитывающего факторы устойчивого развития. На микроуровне имеется потребность в комплексном изучении принципов формирования биржевых паевых инвестиционных фондов (БПИФов) с учетом ESG-требований, сформировавшихся как на российском рынке, так и с учетом сложившегося зарубежного опыта.

*Целью диссертации* является разработка и научное обоснование подходов к развитию стратегий ESG-инвестирования российских инвестиционных индексных фондов. Автором предлагается методологическая база оценки инвестиционных стратегий биржевых паевых инвестиционных ESG-фондов на основе авторского ESG-индекса, благодаря которой на российском фондовом рынке будут внедрены новые финансовые инструменты – паи биржевого паевого инвестиционного фонда устойчивого развития, отвечающие как повестке по устойчивого развитию, так и стратегии развития фондового рынка России до 2030 года.

Для достижения данной цели были поставлены следующие **задачи**:

- выявить роль институциональных инвесторов на примере негосударственных пенсионных фондов в реализации новой стратегии развития фондового рынка России и степени их влияния на развитие «ответственного» инвестирования в условиях трансформации российской экономики;
- оценить степень влияния каждой компоненты ESG-рейтинга на финансовые показатели компаний-эмитентов ряда отраслей;
- разработать методические подходы к формированию авторского ESG-индекса, позволяющего оценить целесообразность инвестиций в ESG-активы на российском рынке;
- разработать методику оценки ESG-активов БПИФов, которая позволит заинтересованным сторонам (Банку России, институциональным и частным инвесторам) определять динамику доходности при инвестировании в активы эмитентов с высоким ESG-рейтингом;

- разработать с использованием машинного обучения модель, способную предсказать секторальное распределение ESG-активов БПИФа с учетом прогнозов социально-экономического развития России;

- дать рекомендации по стратегии ESG-инвестирования для институциональных инвесторов наряду с рекомендациями по эффективному формированию БПИФа с учетом требований по устойчивому развитию на российском рынке.

**Объектом** исследования являются теоретические и методические аспекты развития инвестиционной стратегии российских БПИФов в условиях реализации ESG-повестки среди крупнейших российских эмитентов, поскольку именно выбор стратегии позволяет российским инвестиционным фондам как развиваться, так и сохранять и приумножать капитал.

**Предметом исследования** являются экономические отношения по поводу развития стратегии ESG-инвестирования активов российских БПИФов с учетом ESG-рейтинга эмитентов ценных бумаг и разработанного автором инвестиционного ESG-индекса.

**Соответствие темы диссертации требованиям паспорта специальностей ВАК.** Исследование выполнено в соответствии с п. 7 «Оценка стоимости финансовых активов. Управление портфелем финансовых активов. Инвестиционные решения в финансовой сфере» и п. 23 «Финансовые инвестиции и финансовые инновации. Финансы устойчивого развития. «Зеленые» финансы и экологические инвестиции» Паспорта специальности 5.2.4 «Финансы» Высшей аттестационной комиссии при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации.

**Теоретической основой диссертации** послужили научные труды как российских, так и зарубежных ученых по вопросу внедрения повестки по устойчивому развитию на фондовый рынок развитых и развивающихся стран, а также влияния ESG-повестки на предпочтения частных и институциональных инвесторов при выборе тех или иных компаний для своего портфеля.

**Методологическую основу** исследования составляют общенаучные методы: анализ, синтез, систематизация, классификация, обобщение, индукция и дедукция, формализация, статистические методы исследования экономической конъюнктуры, структурный анализ, исторический метод. В работе использованы: абстрактно-логический метод; метод познания от абстрактного к конкретному; экономическое моделирование; системный подход к выявлению факторов и рисков, воздействующих на сбалансированность финансовых потоков пенсионной системы России.

**Эмпирическую основу диссертации** составили:

- международные конвенции, нормативно-правовые акты Российской Федерации в области регулирования национальных пенсионных систем;
- статистические, аналитические и информационные материалы международных организаций (в частности, Организации экономического сотрудничества и развития, Всемирного банка), Банка России, Минэкономразвития России, Росстата и Пенсионного фонда Российской Федерации, связанные с развитием пенсионной системы Российской Федерации за период 1991–2023 гг.;
- публикации по теме диссертации в периодической печати Российской Федерации и зарубежных стран.

**Научная новизна исследования** заключается в разработке теоретических положений и практических рекомендаций в отношении стратегии инвестирования в ESG-активы российских компаний-эмитентов, используя методические подходы по формированию авторского ESG-индекса и с учетом ESG-рейтингов компаний-эмитентов, которые позволят институциональным и частным инвесторам контролировать динамику доходности инвестиционных вложений.

На защиту выносятся следующие положения, полученные лично автором и содержащие **научную новизну**:

- установлена степень влияния негосударственных пенсионных фондов как институциональных инвесторов на стратегию развития фондового рынка

Российской Федерации и на процессы трансформации национальной экономики с учетом повестки по устойчивому развитию;

- с помощью корреляционного анализа установлена взаимосвязь каждой компоненты ESG-рейтинга и финансовых показателей компаний ряда отраслей на развивающихся рынках, что позволило сформулировать рекомендации относительно структуры эмитентов, включаемых в расчет авторского ESG-индекса;

- разработаны методические подходы к формированию авторского ESG-индекса при помощи машинного обучения на языке Python, который позволяет регулятору и инвесторам оценить целесообразность инвестиций в ESG-активы на российском рынке;

- разработана методика по формированию индексного БПИФа («БПИФ устойчивого развития»), выстроенная на основе авторского ESG-индекса, позволяющая оценить доходность инвестирования средств институциональных и частных инвесторов в рамках долгосрочных инвестиционных стратегий;

- разработана модель по прогнозированию секторального распределения активов БПИФа с помощью машинного обучения, позволяющая управляющим компаниям предсказывать направления инвестирования по отраслям на период следующей ребалансировки инвестиционного фонда;

- предложен комплекс рекомендаций на макро-, мезо- и микроуровне, которые касаются принципов реализации стратегий ESG-инвестирования и которые позволят не только привлечь долгосрочные финансовые активы в российскую экономику, но и будут способствовать интеграции принципов устойчивого развития с инвестиционными процессами российского фондового рынка.

*Теоретическая значимость полученных результатов* состоит в расширении концептуальных основ исследования влияния повестки устойчивого развития на привлекательность активов для инвесторов и принятия ими инвестиционных решений с учетом ESG-рейтинга эмитентов через «БПИФ устойчивого развития», сформированного на основе авторского ESG-индекса.

Помимо этого в рамках комплексного исследования российского фондового рынка была разработана и апробирована методика прогнозирования ESG-индекса и секторального распределения активов в специализированном БПИФе в краткосрочном периоде. Исследование представляет интерес для российского научного сообщества, поскольку вносит вклад в дальнейшее изучение влияния повестки по устойчивому развитию на инвестиционную привлекательность активов.

**Практическая значимость** научного исследования заключается в разработке и использовании предложений, позволяющих управлять динамикой доходности ESG-активов институциональным и частным инвесторам, а также регулятором.

Исследование было направлено на формирование авторского ESG-индекса и сравнение анализа его динамики с индексом MOEX на горизонте одного квартала. Автором была разработана структура специализированного «БПИФ устойчивого развития», позволяющего учитывать современные вызовы мировой финансовой системы.

Основные выводы и рекомендации направлены на развитие российского фондового рынка наряду с их практическим использованием экономическими агентами в сложившейся рыночной конъюнктуре с учетом возрастающей значимости принципов устойчивого развития.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Положения и результаты диссертационного исследования внедрены в практическую деятельность российского фондового рынка и в учебный процесс РЭУ им. Г. В. Плеханова. Также материалы исследования использованы при написании главы «Стратегии для частного инвестора на фондовом рынке в условиях санкционного давления» для коллективной монографии «Современные финансы: проблемы, тенденции, риски», подготовленной кафедрой государственных и муниципальных финансов ФГБОУ ВО «РЭУ им. Г. В. Плеханова», а также подготовлена база данных в MS SQL «Анализ ESG-критериев компаний развивающихся рынков» в рамках внутреннего гранта РЭУ

им. Г. В. Плеханова, которая в дальнейшем позволила автоматизировать процесс обработки информации.

Основные положения, выводы и рекомендации исследования докладывались на следующих конференциях: VII Международная научно-практическая конференция «Государственные и корпоративные финансы в новых геополитических условиях» (г. Москва, РЭУ им. Г. В. Плеханова, 2024); VII Международная научно-практическая конференция «Государственные и корпоративные финансы: новые вызовы и решения в условиях цифровой трансформации» (г. Москва, РЭУ им. Г. В. Плеханова, 2023); XXXVI Международная научно-практическая конференция «Международные Плехановские чтения» (секция аспирантов и молодых ученых), присвоено звание лауреата (г. Москва, РЭУ им. Г. В. Плеханова, 2023).

**Публикации.** Основные результаты исследования изложены в 12-ти опубликованных работах общим объемом 6,70 печ. л. (вклад автора 5,14 авт. печ. л.), в том числе: 6-ть научных работ общим объемом 3,82 печ. л. (вклад автора 3,42 авт. печ. л.) в изданиях из Перечня рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук Высшей аттестационной комиссии при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации; 2 статьи из библиографической и реферативной базы данных Scopus с общим объемом 1,05 печ. л. (вклад автора 0,52 авт. печ. л.); 1 монография с общим объемом 0,94 печ. л. (вклад автора 0,47 авт. печ. л.); другие издания с общим объемом 0,89 печ. л. (вклад автора 0,73 авт. печ. л.) и 1 патент.

**Структура работы.** Диссертация состоит из введения, обосновывающего актуальность и значимость данной работы, трех глав, заключения, отражающего основные выводы исследования, списка использованной литературы и приложений.

# **Глава 1 Концептуальные основы функционирования российских паевых инвестиционных фондов с учетом ESG-принципов и их законодательное регулирование**

## **1.1 Теоретические аспекты и регуляторные особенности коллективного инвестирования в Российской Федерации**

На сегодняшний день понятие коллективного инвестирования может трактоваться по-разному. В учебных пособиях по инвестициям можно встретить следующее определение: на финансовом рынке под коллективным инвестированием подразумевается объединение средств нескольких инвесторов в единый пул, который затем будет использоваться для получения прибыли от инвестирования. При коллективном инвестировании отдельные вложения разных (чаще всего частных) инвесторов управляются как единый портфель, в котором у каждого из инвесторов есть своя доля, пропорциональная сумме его вложений<sup>1)</sup>. Однако основной целью такого вида инвестирования, согласно Постановлению Правительства Российской Федерации от 17.07.1998 №785 «О Государственной программе защиты прав инвесторов», является аккумуляция капитала отдельных инвесторов для эффективного управления денежными средствами инвесторов профессионалами<sup>2)</sup>.

Потребность в создании коллективного инвестирования может быть обусловлена тем, что такие традиционные финансовые инструменты, как акции, облигации и деривативы являются чересчур дорогими, сложными для понимания и дальнейшей работы частного инвестора. Также у инвесторов может быть

---

<sup>1)</sup> Коллективные инвестиции на мировых финансовых рынках. Учебное пособие для студентов УрФУ для студентов, 2017. С. 16.

<sup>2)</sup> Постановление Правительства РФ от 17.07.1998 № 785 «О Государственной программе защиты прав инвесторов» [Электронный ресурс]. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_19501/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19501/) (дата обращения: 04.02.2023).

недостаточно необходимых знаний и умений для постоянного управления своим инвестиционным портфелем, мониторинга новостного фона и принятия своевременных и рациональных инвестиционных решений касательно ребалансировки портфеля.

Выделяется ряд особенностей, присущих коллективному инвестированию. Среди них стоит подчеркнуть следующие:

- инвестор (пайщик), который вкладывает денежные средства в инвестиционный фонд, также несет риски, которые могут возникнуть при самостоятельном инвестировании;
- средства участников фонда коллективного инвестирования не только обезличиваются, но и инвестируются общей массой. Именно это и позволяет свести к минимуму потенциальный инвестиционный риск на одного вкладчика;
- размер дохода никогда не фиксируется и не уточняется в отличие от иных способов инвестирования;
- участники коллективного инвестирования имеют доступ к информации об инвестиционной стратегии фонда и могут выбирать те способы, виды и активы для инвестиций, которые будут наиболее эффективны для достижения их инвестиционных целей<sup>1)</sup>.

Коллективное инвестирование имеет схожие с процессом инвестирования функции. Среди них<sup>2)</sup>:

*Регулирующая функция* — включает в себя контроль и корректировку процессов инвестирования, способствует поддержанию стабильного роста стоимости компании, увеличению темпов развития экономики, а также повышению благосостояния населения.

Суть *распределительной функции* – равномерное распределение ресурсов, необходимых для производства товаров и услуг в виде денежных средств между экономическими агентами, а также между различными сферами и отраслями

---

<sup>1)</sup> Рожкова И.В. Организационно-правовые аспекты функционирования паевых инвестиционных фондов и общих фондов банковского управления, Инвестиционная деятельность, 2008. С. 38–43.

<sup>2)</sup> Фридман А.И. Развитие инвестиционных фондов в мире и их место в экономике // Экономический журнал. 2015. №4 (40). С. 69–70.

экономики.

Основополагающей идеей *стимулирующей функции* является модернизация существующих производственных объектов и внедрение в производство более современных технологий.

В *индикативной функции* есть возможность либо создать, либо усовершенствовать имеющийся инструмент для достижения уже определенных инвестиционных целей. Эта функция также помогает поддерживать баланс в экономике и способствует ее стабилизации.

Данные функции присущи инвестированию. Тем не менее, говоря о коллективном инвестировании, стоит отметить, что этой области присущи и иные функции, не свойственные традиционному инвестированию. Важнейшие функции, выполняемые инвестиционными фондами, включают в себя<sup>1)</sup>:

- сохранение и сбережение капитала различных экономических агентов;
- инвестиции денежных средств;
- управление активами негосударственных пенсионных фондов (НПФ), а также средствами, которые были аккумулированы страховыми компаниями и суверенными инвестиционными фондами;
- повышение ликвидности ценных бумаг;
- снижение уровня волатильности на рынке ценных бумаг;
- финансирование НИОКР.

На протяжении длительного времени функция сохранения и сбережения домохозяйств инвестиционными фондами четко прослеживалась в развитых странах (Европейский союз и США), где вплоть до 2022 г. ставки по депозитам в банках были либо «околонулевыми», либо вообще отрицательными, что делало хранение денег на банковских депозитах крайне непривлекательным для граждан. Такая монетарная политика, проводимая центральными банками развитых стран, не только негативно сказалась на банковских услугах, но также и на суверенных

---

<sup>1)</sup> Фридман А.И. Развитие инвестиционных фондов в мире и их место в экономике // Экономический журнал. 2015. № 4 (40). С. 69–70.

облигациях некоторых стран, например Германии. Именно поэтому инвестиционные фонды для многих людей являлись и являются по сей день привлекательным способом сбережения накопленного капитала.

Вторая функция напрямую отражает основную функцию инвестиционных фондов. Обычно такие фонды инвестируют в разнообразные классы активов, однако акции и облигации являются наиболее частыми инструментами, которые покупают фонды в свои портфели. Тем не менее в имуществе фонда могут быть различные производные финансовые инструменты (фьючерсы на валютные пары, на товары или структурные облигации). Также управляющие фондов могут покупать активы в процессе первичного размещения на фондовом рынке (initial public offering – IPO), тем самым инвестируя в реальный сектор экономики.

Третья функция возникает, когда (НПФ), страховые компании, суверенные инвестиционные фонды и прочие профессиональные участники фондового рынка передают свои средства в управление другим независимым инвестиционным фондам. В таком случае последние должны использовать наиболее эффективный способ управления переданными им активами, чтобы достичь целей клиентов, которые изначально получали свои средства от НПФ и страховых компаний.

Повышение ликвидности ценных бумаг и снижение уровня волатильности чаще всего можно встретить в фондах, придерживающихся спекулятивной стратегии. В своем большинстве это фонды альтернативных инвестиций, которые заключают арбитражные сделки, чтобы следовать своей стратегии. Основной смысл таких сделок заключается в попытке найти взаимосвязь между ценой различных ценных бумаг, ценами контрактов, деривативов и инвестировании средств в такой момент, когда эти соотношения нарушаются на разных торговых площадках. Фонды альтернативных инвестиций комбинируют приобретение какой-либо ценной бумаги с ее короткой продажей, а также с заключением дериватива, который создает противоположный денежный поток по сравнению с потоком денег, приобретенных ценной бумагой, для того чтобы снизить риск. В этот момент происходит увеличение ликвидности не только рынка ценных бумаг, но и производных финансовых инструментов, а также снижение волатильности на

рынке.

Важным аспектом является финансирование посредством фондов науки и развития технологий. Чаще всего венчурные инвестиционные фонды выполняют эту функцию, инвестируя деньги в уникальные разработки, технологии и инновационные компании. Необходимость и актуальность данной инициативы широко поддерживается и властями нашей страны. На российском рынке есть довольно крупный венчурный инвестиционный фонд – «ВЭБ Инновации», созданный на базе Внешэкономбанка (является одной из самых крупных финансовых корпораций в Российской Федерации).

Согласно Российскому законодательству, существуют следующие формы коллективного инвестирования:

- паевые инвестиционные фонды (открытые, интервальные, а также закрытые и биржевые);
- кредитные союзы;
- акционерные инвестиционные фонды;
- инвестиционные банки;
- негосударственные пенсионные фонды<sup>1)</sup>.

В рамках данного диссертационного исследования более подробно будут изучены и проанализированы именно биржевые паевые инвестиционные фонды, так как среди инвесторов они являются наиболее востребованными на рынке. Согласно данным на 4 апреля 2023 г., стоимость чистых активов (СЧА) всех ПИФов на российском фондовом рынке (открытые, закрытые, биржевые и интервальные) без учета квалифицированных инвесторов составляет 1,448 триллионов рублей, а количество фондов на российском фондовом рынке – 549<sup>2)</sup>.

Тем не менее данный объем стоимости чистых активов под управлением паевых инвестиционных фондов составляет около 1% от ВВП России, что, с одной

---

<sup>1)</sup> Указ Президента РФ от 21.03.1996 г. № 408 «Об утверждении Комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров».

<sup>2)</sup> Статистика рынка паевых инвестиционных фондов (без квал. Инвесторов) [Электронный ресурс]. URL: <https://investfunds.ru/funds-statistics/> (дата обращения: 04.04.2023).

стороны, свидетельствует о неразвитости фондовых и коллективных инвестиций в целом. Такое несколько отстающее развитие инвестиционных фондов и коллективного инвестирования в России в целом оказывает негативное влияние на экономику страны. Также оно влияет на базовые функции инвестиционных фондов, которые они выполняют на зарубежных, более развитых рынках. С другой стороны, у паевых инвестиционных фондов в России есть огромный потенциал для дальнейшего развития, однако необходимо проведение ряда мероприятий, способных помочь как частным инвесторам, так и институциональным понять выгоду от инвестирования в паевые инвестиционные фонды, что также впоследствии скажется на развитии экономики страны. Для сравнения, на развитых рынках, таких как Бразилия, Китай, Индия, стоимость чистых активов под управлением составляет 115% от ВВП по итогам 2021 года<sup>1)</sup>. Можно утверждать, что есть существенная разница между российским рынком и рынком США в плане развития отрасли коллективного инвестирования.

Чтобы можно было уточнить определение паевого инвестиционного фонда, прежде всего необходимо понимать не только основные функции, которые выполняются паевыми инвестиционными фондами, но также и знать разновидности паевых инвестиционных фондов, которые наиболее часто можно увидеть на фондовом рынке.

Паевые инвестиционные фонды в широком понимании (как пул активов, созданный с целью инвестирования аккумулированных денежных средств) могут присутствовать у ряда профессиональных участников фондового рынка:

- страховых компаний;
- банковских кредитных организаций (например, трейдинговые департаменты в крупных банковских структурах);
- инвестиционных компаний;

---

<sup>1)</sup> Total net assets of US-registered mutual funds worldwide from 1998-2021 [Electronic resource]. URL: <https://www.statista.com/statistics/255518/mutual-fund-assets-held-by-investment-companies-in-the-united-states/> (дата обращения: 04.04.2023).

- небанковских кредитных организаций<sup>1)</sup>.

Необходимо также понимать, что у ряда государств есть свои суверенные фонды, которые в то же время являются своего рода «национальной копилкой». Например, в России это Фонд национального благосостояния (ФНБ), который также называется государственным резервным фондом и который является частью механизма пенсионного обеспечения граждан Российской Федерации в долгосрочной перспективе. ФНБ формируется за счет дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета в соответствии с порядком, установленным Правительством Российской Федерации, доходов от управления средствами Фонда национального благосостояния<sup>2)</sup>. Однако в 2022 г. после введения санкций со стороны США, Европейского союза, Великобритании, Канады и Англии, часть активов в ФНБ оказалась замороженной и недоступной для использования. Еще одним примером аналогичного суверенного фонда является Государственный пенсионный фонд Норвегии, который также накапливает деньги, полученные от сверхдоходов при продаже нефти, а также является акционером в 74 крупнейших норвежских компаниях.

По мнению М. В. Каураковой<sup>3)</sup>, глобализация и происходящие в данный момент процессы в мире привели к созданию еще одного типа инвестиционных фондов – трансграничные инвестиционные фонды. Такой вид фондов можно определить как коммерческую организацию, наделенную исключительной правоспособностью в сфере коллективного инвестирования, деятельность которой по привлечению и вложению прямых и портфельных иностранных инвестиций затрагивает интересы двух и более государств, в каждом из которых они (организации) рассматриваются в качестве иностранного инвестора либо предприятия с иностранными инвестициями. В качестве примера можно привести инвестиционные фонды, которые находятся в офшорных зонах (например,

---

<sup>1)</sup> David Stowell Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity (Kindle Location 829). Elsevier Science. Kindle Edition.

<sup>2)</sup> Пункт 3, статьи 96 Бюджетного кодекса Российской Федерации.

<sup>3)</sup> Кауракова М.В. Трансграничный инвестиционный фонд как субъект инвестиционных отношений: автореф. дис. канд. юр. наук. М., 2014. С. 11.

Каймановых или Британских Виргинских островах, Сейшельских островах, Республике Кипр). Однако в нынешних реалиях многие фонды на территории Российской Федерации были вынуждены либо менять офшорную юрисдикцию на «дружественную», либо вовсе возвращаться в российский периметр.

Итак, можно сделать вывод о том, что «суверенный инвестиционный фонд» – это финансовые инструменты, которые контролируются государством, владеющим национальными финансами и вкладывающим их в различные виды активов<sup>1)</sup>. Как уже было отмечено на примере Российского фонда благосостояния, данный вид фондов формируется за счет дополнительно образовавшейся ликвидности в экономике того или иного государства, а также за счет резервов центральных банков. В случае России – это ликвидность, формирующаяся благодаря более высоким мировым ценам на нефть. Термин «суверенный фонд» был изначально использован инвестиционными банками для обозначения фонда, принадлежащего суверенному государству.

Паевые инвестиционные фонды от года к году, безоговорочно, играют все более существенную роль в мировой экономике. Согласно данным одного из ведущих американских управляющих, BlackRock, на сегодняшний день во время кардинальных изменений глобальных фондовых рынков и геополитической нестабильности паевые инвестиционные фонды являются наиболее часто используемым инструментом инвестирования частными лицами, обгоняя ряд других инвестиционных инструментов<sup>2)</sup>.

Так как паевые инвестиционные фонды выполняют ряд существенных функций, то их деятельность серьезно регулируется на территории Российской Федерации. Важно понимать, что такое регулирование необходимо и для защиты прав инвесторов, вкладывающих свои денежные средства в фонды, и для снижения рисков как финансовой системы России, так и экономики в целом.

---

<sup>1)</sup> Пупынин В. Суверенные инвестиционные фонды: определение и основы функционирования // Международная экономика. 2008. № 10. С. 56.

<sup>2)</sup> iShares by BlackRock, iShares international ETFs [Electronic resource]. URL: <https://www.ishares.com/us/strategies/international-etfs> (дата обращения: 04.04.2023).

На территории России деятельность инвестиционных фондов регулируется следующими нормативно-правовыми актами:

- Конституцией Российской Федерации<sup>1)</sup>;
- Гражданским кодексом Российской Федерации<sup>2)</sup>;
- Федеральным законом от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»<sup>3)</sup>;
- Подзаконными нормативными актами ФСФР России;
- Подзаконными нормативными актами Центрального банка Российской Федерации;
- Федеральным законом от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»<sup>4)</sup>;
- Федеральным законом от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»<sup>5)</sup>;
- Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»<sup>6)</sup>.

Инвестиционные фонды регулируются Федеральным законом «Об инвестиционных фондах», который является специальным федеральным законом, устанавливающим правовой статус и регулирующим деятельность инвестиционных фондов. В частности, ФЗ «Об инвестиционных фондах» определяет такие понятия, как «акционерный и паевой инвестиционные фонды», правовую природу пая, правовой статус отношений между пайщиками и управляющей компанией, между пайщиками и управляющей компанией паевого

---

<sup>1)</sup> Конституция Российской Федерации (с изменениями, одобренными в ходе общероссийского голосования 01.07.2020) // Собрание законодательства РФ. 2021. № 31. Ст. 4398.

<sup>2)</sup> Гражданский кодекс Российской Федерации Часть Первая (ред. от 23.05.2018) // Собрание законодательства РФ. 1994. № 32. Ст. 3301; Гражданский кодекс Российской Федерации Часть Вторая (ред. от 23.05.2018) // Собрание законодательства РФ. 1996. № 5. Ст. 410.

<sup>3)</sup> Федеральный закон № 156-ФЗ от 29.11.2011 «Об инвестиционных фондах» (ред. от 31.12.2017) // Собрание законодательства РФ. 2001. № 49. Ст. 4562.

<sup>4)</sup> Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (ред. от 23.04.2018) // Собрание законодательства РФ. 1998. № 7. Ст. 785.

<sup>5)</sup> Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 23.04.2018) // Собрание законодательства РФ. 1996. № 1. Ст. 1.

<sup>6)</sup> Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ред. от 18.04.2018) // Собрание законодательства РФ. № 17. 1996. Ст. 1918.

инвестиционного фонда, устанавливает правовой статус паевого инвестиционного фонда, права пайщиков в отношении паевого инвестиционного фонда, паев паевого инвестиционного фонда, управляющей компании паевого инвестиционного фонда, устанавливает права управляющей компании паевого инвестиционного фонда к паевому инвестиционному фонду и к пайщикам паевого инвестиционного фонда, устанавливает механизмы контроля и надзора над деятельностью управляющей компании паевого инвестиционного фонда. В то же время ФЗ «Об инвестиционных фондах» не единственный федеральный закон, регулирующий деятельность инвестиционных фондов. Так, сделки, заключаемые инвестиционным фондом и/или в интересах инвестиционного фонда, должны соответствовать требованиям Гражданского кодекса Российской Федерации.

Нормы ФЗ «Об акционерных обществах» и ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» регулируют деятельность управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, являющихся соответственно акционерными обществами или обществами с ограниченной ответственностью, что оказывает косвенное воздействие на паевые инвестиционные фонды, так как управляющие компании паевых инвестиционных фондов являются доверительными управляющими паевых инвестиционных фондов и заключают сделки с имуществом, входящим в паевой инвестиционный фонд.

В соответствии с ФЗ «Об инвестиционном фонде» были приняты подзаконные нормативные акты ФСФР России и Центрального банка России. В то же время в ФЗ «Об инвестиционных фондах» содержится ряд отсылочных норм права, которые ссылаются на нормативные акты, принятые Центральным банком Российской Федерации. В то же время до сих пор обладают юридической силой некоторые нормативные акты ФСФР России, регулирующие деятельность инвестиционных фондов, так как они не были отменены и/или не были заменены другими нормативными актами, изданными Центральным банком Российской Федерации, которому были переданы полномочия ФСФР России с 01.09.2013 в соответствии с Федеральным законом от 23.07.2013 № 251-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с

передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков». Подзаконные нормативные акты определяют в том числе требования к управляющим компаниям паевых инвестиционных фондов, которые включают в себя лицензионные требования к их деятельности, требования к отчетности управляющих инвестиционных фондов, и к структуре активов инвестиционных фондов. Вклад подзаконных нормативных актов Правительства Российской Федерации, регулирующих формы и способы осуществления доверительного управления паевыми инвестиционными фондами, является довольно значимым для деятельности компаний на российском фондовом рынке.

## **1.2 Принципы формирования стратегий ESG-инвестирования**

На протяжении долгого времени целью большинства руководителей компаний было эффективное управление компанией, способное генерировать прибыль, что неоднократно подчеркивалось и в неоклассической модели микроэкономики. Однако в настоящее время к этой цели добавилась необходимость вести деятельность в соответствии с повесткой по устойчивому развитию, так как управление прибыльной компанией и следование ESG-принципам способно повысить лояльность всех заинтересованных сторон. Планомерно на первый план выходят такие понятия, как «корпоративная социальная ответственность» (КСО) и «ESG-критерии» (environment, social and governance – экология, социальное развитие, управление). В настоящий момент для того, чтобы компания могла считаться успешной, она должна не только демонстрировать устойчивый рост своих финансовых показателей, но и иметь социально-ответственную репутацию.

По мнению У. Ростоу<sup>1)</sup>, современное общество, пройдя через пять периодов роста и преодолев эпоху массового потребления (the age of high mass consumption), достигло шестой стадии – стадии поиска качества жизни, где на первом месте находятся моральные, этические ценности и духовное развитие личности.

Корпоративная социальная ответственность (КСО) определяется в различных исследованиях и словарях по-разному. Бенедикт Шихи (2015)<sup>2)</sup> дал определение КСО как «саморегулирование международного частного бизнеса». В исследовании были включены экономические определения «принесения в жертву прибыли» и социальное положение КСО. Рассмотренные терминологические признаки включали экономическое понятие «сверхсоблюдения» в краткосрочной перспективе, юридическое значение руководства как политического движения; когнитивные взгляды на социальную ответственность — политическое движение.

Кэрролл А. (2015)<sup>3)</sup> расширил понятие «КСО» от экономической и юридической ответственности до этической, филантропической как ответ на постоянно растущую озабоченность в обществе по поводу такого рода проблем; аналогичная трактовка нашла отражение также в Деловом словаре<sup>4)</sup>: «чувство ответственности компании перед обществом». Компании выражают эту гражданскую позицию через процессы сокращения отходов и загрязнения, участвуя в образовательных и социальных программах и получая адекватную отдачу от используемых ресурсов.

Для более детального и точного понимания КСО имеет смысл рассмотреть еще несколько определений:

- Еврокомиссией было дано определение социальной ответственности бизнеса, которое нашло отражение в «Стратегии ЕС на 2011–2014 годы в области корпоративной социальной ответственности». КСО — это «концепция, согласно

---

<sup>1)</sup> Rostow W.W. The stages of economic growth, Frederic A. Preger, New-York 1961.

<sup>2)</sup> Benedict Sheehy (01.10.2015). «Defining CSR: Problems and Solutions». Journal of Business Ethics. № 131 (3). С. 625–648.

<sup>3)</sup> Carroll A.B. corporate social responsibility: the centerpiece of competing and complementary frameworks //organizational dynamics. N. Y., 2015. Vol. 44, № 2. P. 87–96. [Electronic resource]. URL: <http://www.Dx.Doi.Org/10.1016/j.Orgdyn.2015.02.002> (дата обращения: 24.03.2023).

<sup>4)</sup> Там же

которой компании на добровольной основе учитывают социальные и экологические факторы в своих бизнес-процессах и во взаимоотношениях с заинтересованными сторонами»<sup>1)</sup>.

- World business council for sustainable development дает следующее определение: «КСО — это постоянное стремление бизнеса вести себя этично и вносить вклад в экономическое развитие наряду с тем, чтобы повышать качество жизни работников и их семей, а также местного сообщества и общества в целом»<sup>2)</sup>.

С учетом определения КСО, приведенного в «Докладе о социальных инвестициях в России за 2004 год», основная суть КСО заключается в учете следующих факторов при ведении бизнеса:

- производство качественной продукции и услуг для потребителей;
- создание привлекательных рабочих мест для персонала, выплата легальных зарплат и инвестиции в развитие человеческого потенциала;
- неукоснительное выполнение требований налогового, трудового, экологического законодательства;
- построение добросовестных отношений со всеми контрагентами;
- эффективное ведение бизнеса, которое ориентировано на создание добавленной стоимости и рост благосостояния ключевых акционеров;
- вклад в формирование гражданского общества через партнерские программы и проекты развития местного сообщества»<sup>3)</sup>.

Имеет смысл подчеркнуть, что совсем недавно КСО носило исключительно добровольный характер в рамках одной компании. Однако в современных условиях социальная ответственность компаний переходит на региональный и международный уровни. Проблема корпоративной социальной ответственности активно обсуждается не только на уровне стратегического планирования в

---

<sup>1)</sup> Стратегия ЕС на 2011–2014 гг. в области корпоративной социальной ответственности. Brussels, 25.10.2011. [Electronic resource]. URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0681:FIN:EN:PDF> (дата обращения: 24.03.2023).

<sup>2)</sup> Richard Holme, Phil Watts. Corporate social responsibility: making good business sense. January 2000. World Business Council for Sustainable Development [Electronic resource]. URL: <http://www.wbcsd.org/web/publications/csr2000.pdf> (дата обращения: 24.03.2023).

<sup>3)</sup> Доклад о социальных инвестициях в России в 2004 году. 14.11.2004 [Electronic resource]. URL: <http://www.undp.ru/index.php?cmd=publications1&iso=RU&lid=2&id=35> (дата обращения: 24.03.2023).

компаниях, но и на уровне руководства многих стран. Этот вопрос также поднимался на ряде крупнейших международных форумах (например, на Давосском международном экономическом форуме), что вкупе с растущим числом компаний, понимающих необходимость и важность интеграции КСО в свою деятельность, показывает, насколько повестка по устойчивому развитию важна на международном уровне.

На международном уровне заключено несколько соглашений, которые помогли внедрить новые методы ведения бизнеса в соответствии со стандартами КСО. К ним можно отнести:

- Глобальный договор Организации Объединенных Наций (ГД ООН). На данный момент является самой крупной добровольной инициативой в области корпоративной ответственности за бизнес, которая была разработана и внедрена в целях обеспечения более эффективного управления бизнесом. основополагающие принципы ГД ООН регулируют четыре важных вопроса: права человека, трудовые отношения, охрану окружающей среды и борьбу с коррупцией;

- Глобальное руководство по отчетности в области устойчивого развития (GRI)<sup>1)</sup> — является первым и наиболее часто используемым международным руководством, предназначенным для подготовки нефинансовых отчетов. Оно является первой системой, включающей в себя принципы составления экологических показателей деятельности компании;

- серия международных стандартов AA1000<sup>2)</sup> (Account Ability) является ведущей международной организацией, предлагающей инновационные решения важных вопросов корпоративной социальной ответственности и устойчивого развития. Сотрудничает с государственными

---

<sup>1)</sup> Sustainability Reporting Guidelines // Official site of Global Reporting Initiative [Electronic resource]. URL: <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/G3-Guidelines-Incl-Technical-Protocol.pdf> (дата обращения: 24.03.2023).

<sup>2)</sup> AccountAbility 1000 // Official site of Accountability organization [Electronic resource]. URL: <http://www.accountability.org/about-us/publications/aa1000-framework-1.html> (дата обращения: 24.03.2023).

организациями по внедрению в свою структуру социальных отчетов о состоянии окружающей среды и экологии;

- «принципы Экватора»<sup>1)</sup>: данные принципы были разработаны ведущими частными банками, такими как Citigroup и Barclays. В соответствии с этими принципами банки не будут финансировать проекты, которые противоречат принципам устойчивого развития или являются опасными для экологии и социальной политики страны в целом;

- мировой стандарт ISO 14000<sup>2)</sup> – «экологический менеджмент» является практическим инструментом для компаний, которые стремятся к контролю за своей деятельностью в области экологии и постоянно улучшают свои экологические показатели. В результате применения данного стандарта можно получить следующие преимущества: снижение стоимости переработки отходов, сокращение затрат на потребление энергии и сырья; повышение статуса регулирующих органов в глазах потребителей.

Тем не менее есть одна проблема, которая не дает возможности как-то унифицировать регламентацию КСО, так как нет единого органа, который бы регулировал этот вопрос особенно в крупных международных компаниях.

Еще одно понятие, на которое стоит обратить внимание, – это ESG. Принципы ESG (environmental, social, corporate governance – экология, социальная ответственность, корпоративное управление) в последние годы вызывают у российского бизнеса повышенный интерес.

Показатели ESG активно используются как крупными игроками на фондовом рынке, так и небольшими частными инвесторами для оценки корпоративного поведения и будущих финансовых результатов компаний. В качестве примера можно сказать, что с точки зрения ESG-повестки нефтяная компания продает не только сырье и нефтепродукты, но и целый комплекс социальных результатов: влияние на окружающую среду, организационную культуру, взаимодействие с

---

<sup>1)</sup> The Equator Principles. June 2006 // Official site of the Equator Principles [Electronic resource]. URL: [http://www.equator-principles.com/resources/equator\\_principles.pdf](http://www.equator-principles.com/resources/equator_principles.pdf) (дата обращения: 24.03.2023).

<sup>2)</sup> ISO 14000. Environmental Management [Electronic resource]. URL: <http://www.iso.org/iso/home/standards/management-standards/iso14000.htm> (дата обращения: 24.03.2023).

персоналом и т. д. Качество этих эффектов не может не учитываться в стоимости акций компании.

Корпоративная социальная ответственность была введена для того, чтобы компании разработали собственные внутренние «правила приличия» по отношению к обществу и окружающей среде. ESG можно представить как перечень направлений инвестиций в компании с целью получения прибыли на инвестиции капитала (спреды).

Основные различия между этими двумя концепциями (КСО и ESG) заключаются в том, что КСО является исключительно внутренней функцией, в то время как ESG – внешняя. ESG – это мера, с помощью которой аналитики могут объективно сравнить эффективность различных усилий компании по решению экологических, социальных и деловых проблем. В целом концептуальных различий между ESG и КСО не так много, но они реализуются и оцениваются разными группами людей.

В прошлом можно было предположить, что инвесторы предпочтут выбрать ответственную компанию и не братья за покупку дорогих инструментов. Но теперь ситуация изменилась: компании с низкими ESG-рейтингами могут лишиться высокой доходности, если банки при выдаче кредитов не учитывают экологические риски или предлагают более высокие ставки компаниям без экологической культуры. Это может привести к снижению чистой прибыли в бизнес-планах и финансовой политике. В России таким примером является кредитный договор между АФК «Система» со Сбербанком: согласно условиям кредитного договора, процентная ставка может быть привязанной к изменению показателей устойчивого развития предприятия<sup>1)</sup>.

Сегодня много фондов инвестируют в социально ответственные компании, а молодое поколение сознательных инвесторов поддерживает их. Идет активное участие и молодежи, инвестирующей в компании, которые стремятся

---

<sup>1)</sup> Пресс-релиз Сбербанка [Электронный ресурс]. URL: <https://press.sber.ru/publications/sberbank-otkryl-afk-sistema-kreditnuiu-liniyu-na-10-mlrd-rublei-protsentnaya-stavka-privyazana-k-pokazateliyam-ustoichivogo-razvitiia> (дата обращения: 20.03.2023).

соответствовать требованиям ESG. В первую очередь, каждый акционер хочет быть уверенным в том, что у компании эффективный менеджмент, а показатели финансовой отчетности соответствуют реальным результатам.

На сегодняшний день ESG-повестка является одним из глобальных трендов, который не только повсеместно поддерживается руководством компаний, но также на уровне государства. В таблице В.1 в ИВ приведены основные ESG-тренды, такие как переход к низко-углеродной экономике со стороны государства и увеличение требований в отношении раскрытия ESG-информации со стороны компаний, которые поддерживаются как в России, так и в ряде других стран.

На сегодняшний день можно заметить тенденцию к постепенному переходу ESG-принципов из этической в экономическую плоскость. Сторонники ESG уверяют, что компания, ведя свою деятельность социально ответственно, способна генерировать более высокую прибыль в долгосрочной перспективе, в то время как критики ESG-повестки уверены, что эти принципы могут отвлекать от реальных проблем внутри компании.

Грамотное управление рисками является неотъемлемой частью успеха компании. Шульц Р. (2013) утверждает, что основная цель управления рисками состоит в том, чтобы избежать дорогостоящих результатов с меньшими затратами и тем самым не допустить финансовых затруднений или других неблагоприятных событий для компании<sup>1)</sup>.

Наиболее очевидное влияние экологических рисков можно увидеть в сельскохозяйственном секторе. Так, ученые Корнеллского университета смогли определить, что в связи с глобальным потеплением (за последние 150 лет среднемировая температура выросла более чем на 1 градус Цельсия) и рядом других климатических шоков мировая сельскохозяйственная отрасль недополучила в среднем порядка 21% роста<sup>2)</sup>. Такие изменения могут представлять

---

<sup>1)</sup> Stulz R. How Companies Can Use Hedging to Create Shareholder Value // J. Applied corporate finance. 2013. Vol. 4 (25). P. 21–31.

<sup>2)</sup> Anthropogenic climate change has slowed global agricultural productivity growth / A. Ortiz-Bobea, T. R. Ault, C. M. Carrillo [et al.] // Nat. Clim. Chang. 11, 306–312 (2021) [Electronic resource]. URL: <https://doi.org/10.1038/s41558-021-01000-1> (дата обращения: 25.03.2023)

существенную угрозу для всей отрасли в целом. Для минимизации больших финансовых потерь при реализации экологического риска руководство компаний должно овладеть навыками управления риском. Практики утверждают, что управление экологическими последствиями позволяет компаниям уменьшать волатильность прибыли и поддерживать стабильность денежного потока. Но нет единого ответа на вопрос, способно ли управление экологическим риском увеличивать ценность компании. Согласно классической парадигме Модильяни и Миллера, ни одно финансовое решение не может увеличить стоимость компании<sup>1)</sup>. На идеальном рынке управление рисками не имеет значения, поскольку акционеры имеют информацию о факторах риска и могут либо принять их (хеджировать акции от снижения), либо самостоятельно осуществлять мероприятия по снижению вероятности потерь.

В современных условиях ни один финансовый рынок не соответствует модели эффективного рынка<sup>2)</sup>. Тем не менее на любом финансовом рынке есть определенные недостатки, соответствующие особенностям экономической конъюнктуры, на которой осуществляется деятельность той или иной компании. Таким образом, при ослаблении предположения об эффективности рынка роль управления рисками компании в процессе создания ее стоимости может быть пересмотрена в сторону усиления значимости.

Приверженность ESG-принципам способна помочь компании минимизировать издержки. Один из ярких примеров сокращения издержек и следования ESG-принципам – это индустрия моды. В разное время многие модные дома, такие как Gucci, Armani, Prada, Louis Vuitton и ряд других из высокого сегмента моды, отказались от использования натурального компонента, перейдя на синтетику. Их примеру также следуют и компании из сегмента масс-маркета. В результате производство Fly Leather позволяет значительно снизить затраты воды.

---

<sup>1)</sup> Miller M., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journal of Business. № 34. 1961.

<sup>2)</sup> Боди З., Маркус А. Инвестиции: пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 2013. С. 355

Более того, синтетические компоненты не требуют такого серьезного хранения и температурного режима<sup>1)</sup>.

Подобная политика нацелена не только на защиту экологии и прав животных, но при этом она позволяет существенно сократить издержки, а дизайнерам же предоставляются гораздо более широкие возможности по выбору фактур материалов. Более того, синтетические компоненты не требуют настолько серьезной транспортировки и специальных условий хранения.

Как уже упоминалось ранее банки используют «принцип экватора» при принятии решений о финансировании той или иной компании. Этот метод используется для управления кредитным риском компаний в целом через экологический и социальный риск проектов на их территории. Также экологически ответственное поведение, выраженное в показателях ESG, позволяет компаниям привлекать кредиты по более низким процентным ставкам. Один из таких примеров имеется и на российском рынке. В 2020 году «Полиметалл» получил «зеленый» кредит для финансирования проектов по переходу к устойчивой и низкоуглеродной экономике, согласно корпоративной политике «зеленого финансирования», в размере \$125 млн от французского банка Societe Generale на льготных условиях<sup>2)</sup>. Компания установила следующие цели для противодействия глобальному изменению климата:

- снижение интенсивности выбросов парниковых газов;
- повышение энергоэффективности благодаря инновационным технологиям;
- снижение потребления свежей воды на тонну переработанной руды;
- ежегодная переработка/повторное использование минимум 16% образовавшихся отходов.

---

<sup>1)</sup> Your Complete Guide to Fur-Free Fashion Designers and Retailers [Electronic resource]. URL: <https://www.elle.com/fashion/a19702518/fashion-brands-that-are-going-fur-free/> (дата обращения: 23.03.2023)

<sup>2)</sup> Официальный пресс-релиз на сайте золотодобывающей компании «Полиметалл» [Электронный ресурс]. URL: <https://www.polymetalinternational.com/ru/investors-and-media/news/press-releases/02-11-2020/> (дата обращения: 25.03.2023).

Внедрение ESG-принципов в повседневную деятельность компании может помочь ей получить необходимые нематериальные ресурсы для формирования конкурентного преимущества в долгосрочной перспективе, поскольку она получает лояльность клиентов и сотрудников самой компании. Другие исследователи отмечают даже то обстоятельство, что руководство может создать у персонала чувство уникальности – уверенности в том, что компания нанимает людей, способных решать самые неординарные задачи, повышая тем самым стоимость конечного продукта для конечного потребителя, а также компания со своей стороны готова дополнительно поддерживать и поощрять своих сотрудников: выплатами бонусов, «золотых парашютов» в случае с руководством, или оказывая всестороннюю социальную поддержку. Безусловно, такой подход стимулирует сотрудников компании работать более эффективно<sup>1)</sup>. Кроме того, принятие корпоративной социальной ответственности увеличивает конкурентное преимущество не только в отношении уровня человеческого капитала компании, но и в отношении конечного продукта.

В силу довольно сильного распространения темы ESG в научных исследованиях можно выделить множество теоретических работ, которые посвящены разработке теорий о причинах развития экологически ответственной деятельности корпораций. Из этого анализа также следует вывод: экологическая ответственность прямо или косвенно влияет на капитализацию компании.

Как уже отмечалось, есть как сторонники ESG-повестки, так и противники. Такие сторонники, как Эль Гуль С (2018)<sup>2)</sup> и Луо (2015)<sup>3)</sup> сумели доказать, что экологическая и социальная ответственность могут вместе нивелировать вероятность появления негативного события. Таким образом, спрос на акции компаний, которые являются приверженцами ESG-повестки, будет увеличиваться,

---

<sup>1)</sup> Flammer C, Luo J. Corporate social responsibility as an employee governance tool: Evidence from a quasi-experiment. *Strategic Manage J.* 2017. № 38(2). P. 163–183.

<sup>2)</sup> El Ghouli S., Guedhami O., Kim H., Park K. Corporate environmental responsibility and the cost of capital: International evidence. *J Bus Ethic.* 2018. № 149(2). P. 335–361.

<sup>3)</sup> Luo X., Wang H., Raithel S., Zheng Q. Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns. *Strategic Manage J.* 2015. № 36(1). P. 123–136.

а снижение ожиданий риска падения доходности инвестиций способно увеличить стоимость компании.

Д. С. Даливал (2011)<sup>1</sup> доказал, что раскрытие информации о социальной ответственности компании способно увеличить долю институциональных инвесторов, заинтересованных в покупке акций этой компании, и повысить точность прогнозов аналитиков. Таким образом, инвесторы способны минимизировать риск асимметричной информации и как итог снизить стоимость обслуживания акционерного капитала.

Среди противников ESG-повестки Бхандари А. и Джавахадзе Д. (2017)<sup>2</sup> доказали, что инвестиции в различные ESG-инициативы потребляют дополнительные ресурсы, необходимые для реализации важных проектов, которые в перспективе смогут увеличить стоимость компании. Дополнительные издержки на ESG тем самым могут снижать эффективность инвестиций, увеличивать издержки компании и как итог наносить серьезный ущерб акционерной стоимости.

Множество теоретических научных исследований посвящены разработке теорий о причинах развития социально ответственной деятельности корпораций<sup>3</sup>). Из этого анализа также следует вывод, что экологическая ответственность прямо или косвенно влияет на капитализацию компании.

Согласно исследованию Хуббарда (2017)<sup>4</sup>), в компаниях с низким уровнем производительности высокие вложения в ESG-проекты способны перенаправлять внимание менеджеров и ресурсы от других более прибыльных инвестиционных проектов, что понижает эффективность распределения капитала<sup>5</sup>. Таким образом, чрезмерное участие предприятий в большом количестве ESG-проектов может также рассматриваться инвесторами как инструмент сокрытия негативных

---

<sup>1</sup>) Dhaliwal D.S., Li O.Z., Tsang A., Yang Y.G. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *Account Rev.* 2011. № 86(1). P. 59–100.

<sup>2</sup>) Bhandari A., Javakhadze D. Corporate social responsibility and capital allocation efficiency. *J Corp Financ.* 2017. № 43. P. 354–377.

<sup>3</sup>) Chih H.L., Shen C.H., Kang F.C. Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: Some international evidence. *J Bus Ethic.* 2008. P. 79.

<sup>4</sup>) Hubbard T.D., Christensen D.M., Graffin S.D. Higher highs and lower lows: The role of corporate social responsibility in CEO dismissal. *Strategic Manage J.* 2017. № 38(11). P. 2255–2265.

<sup>5</sup>) Bhandari A., Javakhadze D. Corporate social responsibility and capital allocation efficiency. *J Corp Financ.* 2017. № 43. P. 354–377.

новостей, таких как провал внутренних инвестиционных проектов или снижение наиболее важных операционных метрик, что повышает уровень неопределенности для акционеров. Такая ситуация может привести к тому, что компания может начать практиковать «гринвошинг» – ситуация, когда предприятие позиционирует свои товары/услуги как «зеленые», однако оснований для таких заявлений нет. Гринвошинг зачастую ассоциируется с маркетинговыми действиями (рекламой или инструментами, используемыми для связи с общественностью), основанными на демонстрации экологичности, а не на реальной деятельности компании, когда компания тратит много ресурсов на то, чтобы показать с помощью маркетинговых коммуникаций, что она экологичная, вместо того чтобы внедрять реальные экологические практики для снижения негативного влияния от ее операционной деятельности на окружающую среду.

С начала пандемии COVID-19 ESG-рынок претерпел серьезные изменения как в развитых, так и в развивающихся странах. В условиях пандемии 2020 года поток средств в устойчивые инвестиции достиг новых высот. Компании с высокими рейтингами ESG получили сравнительно более высокую доходность акций и испытали меньшую волатильность. Напротив, фонды, ориентированные на низкую устойчивость, показали низкие результаты. Фонды с более низкими экологическими и управленческими рисками привлекли больше всего инвестиций и достигли большей доходности акций.

Этот повышенный интерес к ESG привел к тому, что некоторые инвесторы стали искать более простые способы решения проблем устойчивого развития с помощью сопоставимых и последовательных показателей. Это усилило призывы к сокращению количества структур и стандартов отчетности по устойчивому развитию.

Кроме того, появилась совершенно новая отрасль, предоставляющая данные, рейтинги и ранжирования ESG в интересах инвесторов. Эти агентства требуют от компаний более последовательного и сопоставимого раскрытия ESG, что приводит к ажиотажу в попытках «гармонизировать» распространение

структур, стандартов и национальных правил для представления этой информации.

Для примера можно рассмотреть динамику индексов S&P500<sup>1)</sup> и S&P500 ESG<sup>2)</sup> за последние 3 года. Так, последний опередил американский индекс широкого рынка на 0,41% по итогам довольно тяжелого для глобальных финансовых рынков 2022 года, однако за этот период такое опережение уже составило 0,07%, что свидетельствует о растущей популярности ответственного инвестирования на развитых рынках. На рисунке 1.1 представлено сравнение динамики индексов S&P500 и S&P500 ESG за период с 2020 по 2023 год.

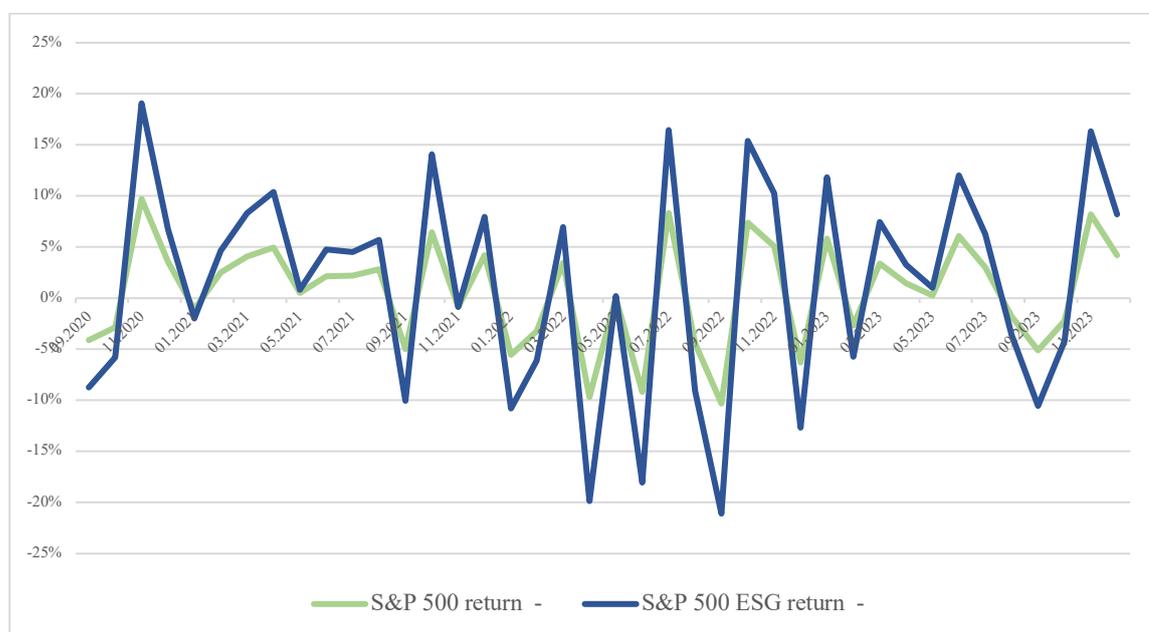


Рисунок 1.1 – Сравнение динамики индекса S&P 500 и S&P 500 ESG, %, 2020–2023 гг.

Источник: составлено автором на основании данных TradingView

На мировом фондовом рынке наблюдается немного иной тренд: индекс MSCI World<sup>3)</sup> показал динамику на 2,06% лучше, чем глобальный ESG-индекс развитых

<sup>1)</sup> Индекс S&P500 - фондовый индекс, в корзину которого включено 500 акций, торгуемых на фондовых биржах США публичных компаний, имеющих наибольшую капитализацию. Список принадлежит компании Standard & Poor's и ею же составляется. Индекс публикуется с 4 марта 1957 года.

<sup>2)</sup> Индекс S&P500 ESG - взвешенный по капитализации индекс широкого рынка, повторяющий секторальное распределение индекса S&P 500, активы которого соответствуют критериям ESG.

<sup>3)</sup> Индекс MSCI World - фондовый индекс, отражающий ситуацию на мировом фондовом рынке.

стран – MSCI ESG Leaders<sup>1)</sup> (рисунок 1.2). Тем не менее на протяжении 10 лет четко прослеживается тренд в сторону ответственного инвестирования. Вполне возможно, что на горизонте ближайших 2–3 лет MSCI ESG Leaders сможет опередить MSCI world, что в очередной раз подчеркнет актуальность ответственного инвестирования в глазах мирового сообщества.

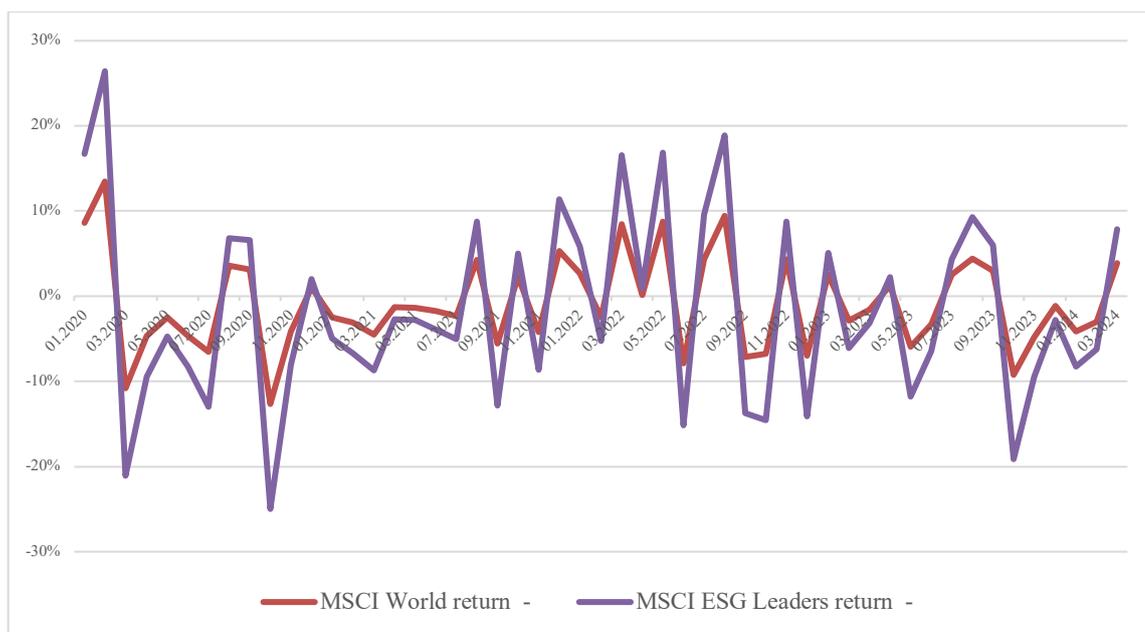


Рисунок 1.2 – Сравнение динамики индекса MSCI World и MSCI World ESG Leaders, %, 2020–2023 гг.

Источник: Составлено автором на основании данных TradingView

Подводя итог, можно отметить, что ESG-принципы могут помочь корпорациям в получении необходимых нематериальных ресурсов, которые в дальнейшем могут быть использованы для формирования конкурентного преимущества, так как они получают лояльность как клиентов, так и сотрудников самой компании. Более того, следование ESG-принципам со стороны компаний также находит свое отражение и в увеличении ее стоимости: акции «ответственных» компаний растут выше среднерыночных на развитом рынке

<sup>1)</sup> Индекс MSCI ESG Leaders - взвешенный по капитализации индекс, который включает в себя компании с самым высоким ESG-рейтингом (по классификации MSCI) из четырех регионов (Тихоокеанский регион, Европа и Ближний Восток, Канада, США). Общее число компаний в индексе — 711.

США. На мировом фондовом рынке потенциал компаний, внедряющих повестку по устойчивому развитию в свою операционную деятельность, еще не реализован в полной мере, однако уже видно, что инвестирования с учетом ESG пользуются повышенным интересом со стороны глобального инвестора.

### **1.3 Проблемы развития коллективного инвестирования с учетом повестки по устойчивому развитию в условиях финансовой нестабильности в России**

Сложившаяся после февраля 2022 года ситуация в российской экономике, безусловно, оказывает сильное влияние фондовый рынок. Санкционное давление привело к возникновению вопросов о дальнейших перспективах развития многих сфер, в том числе финансовой. Для того, чтобы исправить сложившуюся ситуацию, Министерство финансов и Банк России в конце 2022 года внесли в Правительство проект новой стратегии развития финансового рынка до 2030 года. Принято считать, что данный документ был доработан с учетом того, как изменилась ситуация в России в последнее время.

Таким образом, целями новой стратегии являются<sup>1)</sup>:

- содействие развитию и структурной трансформации российской экономики;
- улучшение качества жизни граждан;
- повышение финансовой грамотности среди населения;
- создание условий для устойчивого роста финансовой индустрии.

Согласно данной стратегии, развитие рынка капитала, содействие устойчивому развитию, цифровизация финансового рынка, трансформация системы платежей и

---

<sup>1)</sup> Минфин России и Банк России внесли в Правительство проект стратегии развития финансового рынка до 2030 года [Электронный ресурс]. URL: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id\\_4=38273-minfin\\_rossii\\_i\\_bank\\_rossii\\_vnesli\\_v\\_pravitelstvo\\_proekt\\_strategii\\_razvitiya\\_finansovogo\\_rynka\\_do\\_2030\\_goda](https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=38273-minfin_rossii_i_bank_rossii_vnesli_v_pravitelstvo_proekt_strategii_razvitiya_finansovogo_rynka_do_2030_goda) (дата обращения: 25.03.2023).

расчетов с дружественными странами, защита прав потребителей финансовых услуг и финансовое просвещение являются наиболее приоритетными направлениями до 2030 года.

Также в рамках новой стратегии с 2024 года в России будет действовать новая Программа долгосрочных сбережений. Это является новым сберегательным инструментом, который в будущем поможет гражданам получать дополнительный доход. С его помощью у гражданина будет возможность либо сформировать подушку финансовой безопасности на случай особых жизненных ситуаций, либо получать пассивный доход в будущем.

Безусловно имеется ряд условий для накопления по такой программе. Если гражданин хочет стать участником программы софинансирования, ему необходимо будет заключить договор с одним или несколькими негосударственными пенсионными фондами (НПФ).

Негосударственный пенсионный фонд (НПФ), согласно Федеральному закону от 07.05.1998 № 75-ФЗ (ред. от 04.08.2023) «О негосударственных пенсионных фондах», является организацией, осуществляющей деятельность по негосударственному пенсионному обеспечению, в том числе досрочному негосударственному пенсионному обеспечению и (или) обязательному пенсионному страхованию. Такая деятельность осуществляется фондом на основании лицензии на осуществление деятельности по пенсионному обеспечению и пенсионному страхованию<sup>1)</sup>. Центральный банк Российской Федерации осуществляет надзор за деятельностью негосударственных пенсионных фондов. Все НПФ, у которых есть лицензия, можно найти в реестре, составленном регулятором. Кроме того, все фонды являются членами Национальной ассоциации негосударственных пенсионных фондов (НАПФ), которая проверяет их работу и следит за соблюдением фондами законодательства Российской Федерации.

---

<sup>1)</sup> Федеральный закон от 07.05.1998 N 75-ФЗ (ред. от 04.08.2023) «О негосударственных пенсионных фондах» [Электронный ресурс]. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_18626/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_18626/) (дата обращения: 30.03.2023).

Чтобы получать инвестиционный доход, НПФ вкладывает внесенные участником Программы средства в различные финансовые инструменты: облигации и акции российских компаний, государственные ценные бумаги Российской Федерации (ОФЗ) и прочие активы. Фонд может это делать как самостоятельно, так и с помощью управляющей компании, предварительно заключив с ней договор.

Свои долгосрочные сбережения участник Программы может формировать самостоятельно с помощью взносов. У человека есть право заключать неограниченное количество договоров долгосрочных сбережений. Причем сделать это можно не только в свою пользу, но также на своего ребенка до 18 лет или любое другое лицо независимо от его возраста. Размер и периодичность отчислений можно определять самостоятельно. Сбережения участника могут быть сформированы из следующих источников:

- собственные взносы;
- софинансирование государством;
- инвестиционный доход;
- средства пенсионных накоплений.

Также важно отметить, что у данной программы есть определенные правила, если участник собирается пользоваться софинансированием со стороны государства. Коэффициент поддержки участника зависит от уровня его дохода:

- если доход до 80 тысяч, то 1 рубль государства на 1 рубль гражданина;
- если доход от 80 до 150 тысяч, то 1 рубль государства на 2 рубля гражданина;
- если доход превышает 150 тысяч рублей, то тот же 1 рубль государства на 4 рубля гражданина;

То есть чтобы первая группа участников получала максимальное софинансирование, ей необходимо вносить 36 тысяч рублей в год, второй – 72 тысячи рублей, а третьей – 144 тысячи.

На данный момент уже нельзя не согласиться с тем, что ESG-трансформация оказала огромное влияние на экономику России и ее финансовый

сектор. Негосударственные пенсионные фонды (НПФ) являются одним из самых значимых финансовых институтов, предоставляющих услуги по социальной защите населения. Играя роль коллективного инвестора, НПФ не может игнорировать новые тенденции развития. На конец 2023 года в Российской Федерации насчитывалось 37 НПФ, которые охватывали более 42 миллионов клиентов, а их выплаты составляли около 80 млрд рублей<sup>1)</sup>. Несмотря на это, НПФ смогли занять свою нишу на рынке финансовых услуг, накопив около 4,5 трлн рублей в виде пенсионных резервов и накоплений. Согласно данным, предоставленным социальным фондом России, около 6 млн граждан в настоящий момент являются занятыми в той или иной деятельности, соответственно они формируют страховую пенсию. У 36,9 млн граждан есть право на накопительную пенсию.

На данный момент НПФы имеют большую социальную значимость, так как в условиях ограниченных возможностей государства, социальной защиты и пенсионного обеспечения они могут гарантировать гражданам безопасность их финансов, а также и преумножение накоплений. Пенсионные накопления граждан России зависят также и от эффективности инвестиционной деятельности фондов. С учетом вышесказанного можно сделать вывод, что в настоящее время необходимо более активно внедрять принципы устойчивого развития в деятельность НПФ ввиду их социальной значимости.

Говоря о деятельности НПФ, необходимо также обратить особое внимание на то, каким образом фонд распоряжался своими пенсионными резервами и пенсионными накоплениями за последние годы. На рисунках 1.3 и 1.4 представлены гистограммы классы активов, в которые наиболее активно инвестируют и пенсионные резервы, и пенсионные накопления НПФ с учетом сложившейся ситуации на финансовом рынке, их поквартальная динамика с IV квартала 2019 года.

---

<sup>1)</sup> Обзор ключевых показателей негосударственных пенсионных фондов IV квартал 2023 года, информационно-аналитический материал ЦБ РФ [Электронный ресурс]. URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43941/rewiew\\_npf\\_22Q4.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43941/rewiew_npf_22Q4.pdf) (дата обращения: 30.03.2023).

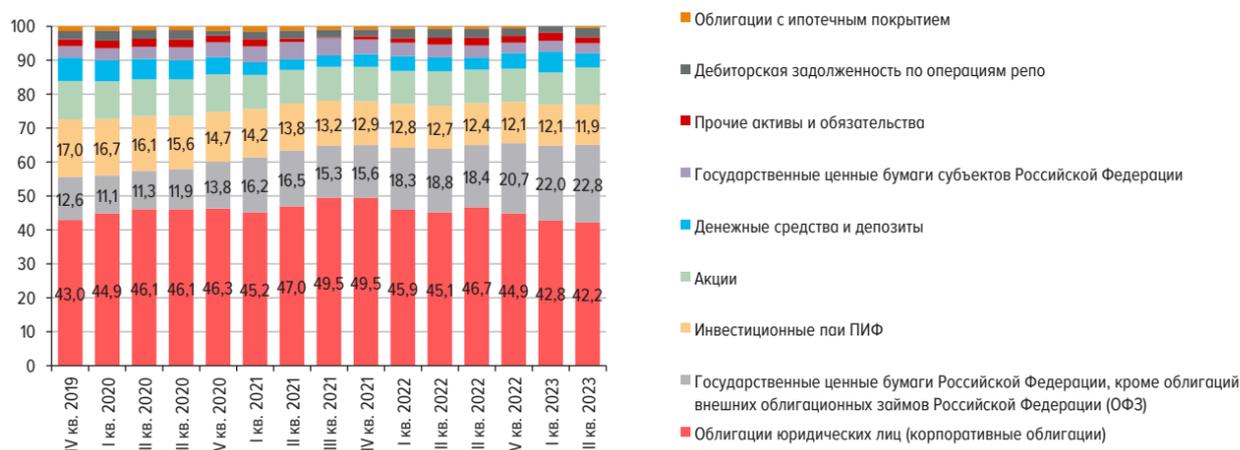


Рисунок 1.3 – Квартальная динамика структуры размещения средств пенсионных резервов НПФ в 2019–2023 гг., %

Источник: Банк России

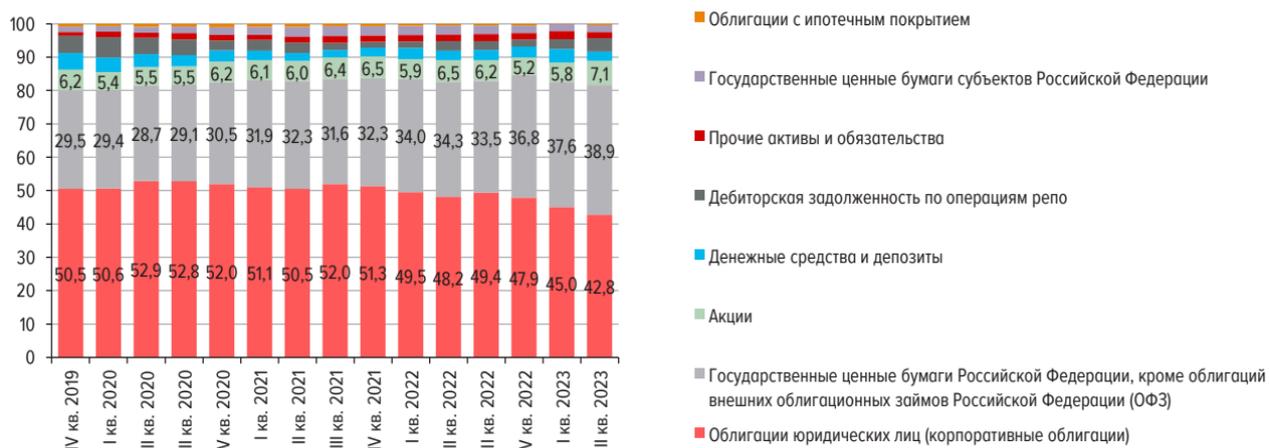


Рисунок 1.4 – Квартальная динамика структуры размещения средств пенсионных накоплений НПФ в 2019–2023 гг., %

Источник: Банк России

Анализ поквартальной динамики структуры вложений пенсионных средств российских НПФ показывает, что со временем НПФ все больший объем средств (резервов и накоплений) размещают в государственные ценные бумаги, кроме ОФЗ. Однако резервов размещают там меньше, чем накоплений, наращивая долю в паевых инвестиционных фондах.

Пенсионные резервы являются добровольным накоплением средств, которые участники добровольно передают на пенсионное обеспечение в соответствии с условиями договоров, заключенных с НПФ. Повышенная интенсивность их формирования напрямую обусловлена состоянием экономики в Российской Федерации, наличием денежных средств у населения и предприятий на пенсионные цели, а также уверенностью клиентов НПФ в будущем развитии пенсионной системы. Большое влияние на количество участников НПФ оказывает уровень доверия населения к этому экономическому агенту как к финансовому институту.

Часть пенсионных накоплений, сформированных в рамках системы обязательного пенсионного страхования (ОПС), на конец 2022 г. достигла 3 трлн рублей<sup>1)</sup>. Темпы формирования пенсионных накоплений во многом связаны с действующим пенсионным законодательством и политикой «заморозки пенсионных накоплений» в ОПС, поэтому судьба этих средств напрямую зависит от государственной политики в сфере ОПС и дальнейшего развития пенсионной системы в России.

По сравнению с инвестированием пенсионных резервов инвестирование пенсионных накоплений регламентировано более жестко со стороны пенсионного законодательства. Это оказывает влияние на формирование еще более консервативного подхода к формированию портфелей НПФ для накоплений.

Важно отметить, что для инвестирования пенсионных резервов, согласно пенсионному законодательству, НПФ может использовать более агрессивные стратегии, нежели для инвестирования средств пенсионных накоплений. Так, пенсионные резервы могут быть размещены в паях инвестиционных фондов, в том числе и «зеленых», которые имеют огромный потенциал для развития на российском фондовом рынке.

---

<sup>1)</sup> Обзор ключевых показателей негосударственных пенсионных фондов IV квартал 2022 года, информационно-аналитический материал ЦБ РФ [Электронный ресурс]. URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43941/review\\_npf\\_22Q4.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43941/review_npf_22Q4.pdf) (дата обращения: 30.03.2023).

На отечественном рынке негосударственных пенсионных фондов фонд ВТБ занимает лидирующие позиции по доле «ответственных» инвестиций в своем портфеле. В соответствии с отчетом, подготовленным ОЭСР по пенсионным фондам, доля таких инвестиций в портфеле ВТБ составила 5,5%. В отчете также говорится о том, что в НПФ Сбербанка и Газфонда доля участия в «зеленых» инвестициях в размере 0,1% и 1,7% соответственно.

Еще одним способом долгосрочного сбережения капитала, помимо упомянутой программы софинансирования граждан с помощью негосударственных пенсионных фондов, является индивидуальный инвестиционный счет (ИИС). В соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» индивидуальный инвестиционный счет – это счет внутреннего учета, который предназначен для обособленного учета денежных средств, драгоценных металлов, ценных бумаг клиента – физического лица, обязательств по договорам, заключенным за счет указанного клиента, и который открывается и ведется в соответствии с настоящим Федеральным законом и нормативными актами Банка России<sup>1</sup>. Это брокерский счет, имеющий ряд налоговых преимуществ для своего владельца. Изначально такой вид финансового инструмента был создан для привлечения граждан на фондовый рынок и как следствие увеличения его капитализации и ликвидности.

До 2024 г. инвестору предлагалось выбрать один из двух типов индивидуальных инвестиционных счетов — ИИС-1 и ИИС-2. Порядок ведения и обслуживания ИИС закреплен в ст. 10.2–1 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Принципиальная разница между этими типами счетов заключается в налогообложении, а также в объеме внесенных активов на инвестиционный счет. На ИИС-1 у инвестора есть возможность получить налоговый вычет в размере 13% от внесенной за год суммы, однако вернуть не более 52 000 рублей в год. В случае со вторым типом индивидуального инвестиционного счета (ИИС-2) инвестор освобождается от уплаты НДФЛ за исключением

---

<sup>1</sup>) Статья 10.2–1. Особенности осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, связанные с ведением индивидуальных инвестиционных счетов.

дивидендов. В то же время нет потолка для этого типа налоговых льгот. Эти два типа индивидуальных инвестиционных счетов объединяют следующие черты:

- для сохранения всех возможных налоговых льгот инвестор не может закрывать свой счет на протяжении трех лет;
- существующий лимит на пополнение счета. На любой из двух счетов ежегодно можно вносить сумму, не превышающую 1 млн рублей.

На конец 2023 года, по данным Банка России, совокупный объем активов на индивидуальных инвестиционных счетах составил 543 млрд рублей<sup>1)</sup>, однако такой впечатляющий прирост, +22% год к году, случился благодаря восстановлению российского фондового рынка после резкого падения в 2022 году.

Стоит также отметить, что инвесторы, открывающие ИИСы через брокера и через управляющую компанию, имеют разные предпочтения по классам активов. Так, на брокерских индивидуальных инвестиционных счетах клиенты предпочитают держать такие активы, как акции, облигации и денежные средства/депозиты. На ИИСах, открытых через управляющую компанию, наблюдается иная картина: инвесторы больше покупают паи паевых инвестиционных счетов и облигации, придерживаясь таким образом более консервативной стратегии инвестирования. Динамика структуры активов на брокерских ИИС и ИИС в рамках ДУ представлена в приложении А.

По данным Московской биржи по итогам 2023, количество открытых индивидуальных инвестиционных счетов первого и второго типов составило 5,8 млн штук, а оборот по ним – 2,5 трлн рублей. При этом в структуре оборота 84% сделок приходилось на сделки с акциями, 9% – с биржевыми фондами, 7% – с облигациями.

Тем не менее совокупная динамика структуры активов индивидуальных инвестиционных счетов (как брокерских, так и в рамках ДУ) показывает, что инвесторы отдают наибольшее предпочтение российским акциям, паевым инвестиционным фондам и облигациям резидентов. Причем такая динамика

---

<sup>1)</sup> Тенденции сегмента индивидуальных инвестиционных счетов в IV квартале 2023 года [Электронный ресурс]. URL: [https://www.cbr.ru/analytics/rcb/iis\\_4q\\_2023/](https://www.cbr.ru/analytics/rcb/iis_4q_2023/) (дата обращения: 20.03.2024).

структуры активов наблюдалась с 2021 до 2023 года. Из этого можно сделать вывод, что паевые инвестиционные фонды также будут пользоваться спросом и со стороны держателей индивидуальных инвестиционных счетов. Более подробная динамика активов, которые держат частные инвесторы на своих индивидуальных счетах, представлена как в рамках брокерского обслуживания, так и в рамках доверительного управления, продемонстрирована в приложении Б.

Для повышения привлекательности ИИС, а также для формирования более долгосрочного накопления, приумножения капитала граждан и стимулирования экономики России был разработан индивидуальный инвестиционный счет третьего типа (ИИС-3). Несмотря на то, что с начала 2024 года в Федеральный закон № 39 «О рынке ценных бумаг» были внесены определенные правки, все еще остается необходимость внесения определенных правок и в Налоговый кодекс для более точного определения условий, при которых инвестор может претендовать на льготы, открывая ИИС-3.

Согласно новым правкам в законодательстве, основные параметры нового инвестиционного типа уже установлены законом:

- полученные дивиденды и купоны в рамках ИИС-3 нельзя переводить на другие счета (в том числе и банковские);
- ИИС-3 может открыть и вести брокер, управляющий или управляющая компания открытого паевого инвестиционного фонда (ОПИФ);
- одновременно инвестору разрешено иметь не более трех ИИС;
- объем средств на счете не ограничен;
- досрочный вывод средств с ИИС предусмотрен только в случае дорогостоящего лечения;
- на ИИС можно вносить только денежные средства за исключением случаев перевода счета от одного профучастника к другому;
- перечень доступных для покупки финансовых инструментов на ИИС-3 определяет Министерство финансов Российской Федерации. В то же время было предложено ввести запрет на покупку всех иностранных бумаг, документ все еще находится на рассмотрении.

Также важно отметить, что профессиональные участники фондового рынка оценивают перспективы развития нового типа индивидуальных инвестиционных счетов по-разному. Однако все-таки все сходится во мнении, что необходим ряд доработок в Налоговом кодексе Российской Федерации, так как на текущий момент в НК Российской Федерации предусмотрены только те льготы, которыми могли бы воспользоваться инвесторы, открывшие ИИС первого и второго типа. Такая ситуация является определенным негативным фактором для розничного инвестора, на которую в первую очередь и нацелен новый инструмент долгосрочного инвестирования. В Министерстве финансов Российской Федерации на новый тип ИИС смотрят более положительно, рассчитывая на горизонте следующих трех лет увидеть до 10 млн открытых индивидуальных инвестиционных счетов со средним объемом средств на них 500 тыс. рублей.

Учитывая долгосрочную стратегию развития фондового рынка РФ, а также новый тип ИИСа, можно сделать вывод, что среди инвесторов-физических лиц также будет наблюдаться повышенный спрос на «устойчивые» активы, так как все большее количество эмитентов, которые являются наиболее привлекательными для долгосрочного владения, начинают придерживаться ESG-принципов в своей повседневной деятельности, что отразится и на их повышенном спросе со стороны частных инвесторов.

Внедрение принципов «ответственного» инвестирования на российском рынке сопряжено с рядом трудностей. Есть ряд академических исследований по данной тематике, в которых авторами описаны основные вызовы, с которыми сталкивается российский рынок при внедрении повестки по устойчивому развитию. Среди них:

- низкий уровень осведомленности и заинтересованности инвесторов в вопросах устойчивого развития;
- проблема отсутствия необходимых инструментов для ответственного инвестирования;

- нехватка информации, которая могла бы помочь в оценке ESG-рейтинга компаний и их экологического и социального воздействия, отвечающей критериям устойчивого развития.

Подводя итог, стоит отметить, что тема коллективного инвестирования, несмотря на глобальные вызовы и высокий уровень неопределенности, все так же актуальна как на российском, так и на глобальном рынках. Выполняя такие важные функции, как сохранение и сбережение накоплений домохозяйств, инвестирование денежных средств, управление активами негосударственных пенсионных фондов и денежными средствами, аккумулированными страховыми компаниями, суверенными инвестиционными фондами, повышение ликвидности ценных бумаг, роль паевых инвестиционных фондов будет только увеличиваться.

Также постоянно растущую роль играет и повестка по устойчивому развитию. Сегодня это становится уже вовсе не желанием отдельно взятых субъектов, а неотъемлемой частью жизни общества и социально-экономического развития ряда стран, включая Российскую Федерацию.

Безоговорочно повестка по устойчивому развитию является новым долгосрочным вектором развития практически каждого государства, крупных транснациональных корпораций и ряда компаний в современном мире. Не только правительства некоторых развитых и развивающихся стран, но также и частные предприниматели несут ответственность за создание основы для процветания общества в будущем. Нынешнее поколение молодых людей стремится к тому, чтобы обеспечить не только свое собственное благосостояние, но и принести пользу окружающей среде и обществу.

В данной главе автором были выявлены факторы, которые могут повлиять и на ESG-повестку в России, и на развитие фондового рынка. Так, Правительство не только изменило вектор развития инвестиционного климата страны в сторону устойчивого развития, а также разработало ряд мер, направленных на улучшение социальной защиты общества и обеспечение финансовой стабильности рынка России. Одна из ведущих ролей будет отдана НПФам, которым отведена особая роль в программе софинансирования граждан.

Владея пенсионными накоплениями и пенсионными резервами граждан, НПФ должны учитывать возможность дальнейшего неравенства в доходах населения, а также принимать во внимание возможные последствия такого неравенства. В настоящий момент они должны выработать стратегию своего перехода на принципы устойчивого развития. На сегодняшний день, к сожалению, в России все еще не сформирована единая государственная политика, направленная на переход к принципам устойчивого развития. В свою очередь отсутствие системного подхода затрудняет эффективное применение ESG-принципов для участников фондового рынка, в том числе и для НПФ. При этом для НПФ, которые обязаны вести свою деятельность в соответствии со строгим законодательством по распределению пенсионных резервов и пенсионных накоплений, это может создать проблемы, так как они должны следовать сразу за двумя целями: ввести «зеленую» повестку и обеспечить сохранность инвестирования пенсионных средств фондов.

Тем не менее НПФ имеют на законодательном уровне чуть больше «места для маневра» при размещении средств пенсионных резервов. Фонды могут держать в своих портфелях не только государственные/муниципальные облигации, но также и акции российских эмитентов, и паи БПИФов, что позволит следовать заданной траектории устойчивого развития.

Помимо инвестирования накопленных средств НПФ могут также следовать ESG-принципам и на своем уровне. Например, благодаря формированию положительной деловой репутации. Чтобы работа в этом направлении была наиболее эффективной, применение ESG-принципов и популяризация этих идей могут стать драйвером развития для фондов. Также НПФ смогут повысить свою значимость как в экономической, так и в социальной жизни, а оценка долгосрочных факторов риска и выявление новых инвестиционных возможностей позволят лучше и эффективнее учитывать быстро меняющиеся рыночные потребности, а также желания своих клиентов и бенефициаров.

## **Глава 2 Эмпирический анализ ESG-факторов, влияющих на привлекательность компании-объекта инвестирования, и оценка стратегий инвестиционных ESG-фондов**

### **2.1 Оценка мирового опыта коллективного ответственного инвестирования и перспективы его использования в российских условиях**

За последние два десятилетия глобальная финансовая система сталкивалась со множеством разнообразных вызовов, которые заставляли кардинальным образом пересмотреть традиционные подходы к инвестированию. Первая декада 21 века для глобальной экономики ознаменовалась кризисом 2008–2009 годов, предпосылки которого уходят в 2003 год, когда низкий уровень ключевой ставки стимулировал спрос на ипотечное кредитование населения США. В конечном счете это привело к огромному количеству «токсичных» активов на балансах банков, так как Федеральная резервная система (ФРС) решила осуществлять свою ястребиную политику, повышая ключевую ставку, что в свою очередь негативно сказалось на возможности выплачивать ипотечные займы рядовыми гражданами. Такие «плохие долги» многие банки были вынуждены секьюритизировать – финансировать определенные активы при помощи дополнительного выпуска ценных бумаг, что создало еще больше кредитов. Такой подход к управлению кредитными портфелями оказался не самым эффективным, так как у многих крупных банков отношение активов к собственному капиталу составило 30 при норме 10. Самым негативным последствием кризиса 2008–2009 годов стало банкротство многих финансовых институтов, таких как Lehman Brothers и ряда страховых компаний. Также на грани банкротства был и другой крупный игрок – Merrill Lynch.

Во время первого серьезного финансового кризиса XXI века, который существенно затронул финансовую систему всего мира, еще не так была развита тема ESG-принципов. Тем не менее многие международные компании

придерживались уже упомянутой в пункте 1.2 корпоративной социальной ответственности (КСО). Подтверждение этому можно найти в научных работах, опубликованных в Elsevier. Так, М.М. Корнетт, О.Эрхемджамц, Х.Тегеранян в своей статье «Жадность или хорошие поступки: исследование взаимосвязи между корпоративной социальной ответственностью и финансовыми показателями коммерческих банков США во время финансового кризиса» (ориг. Greed or good deeds: An examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of U.S. commercial banks around the financial crisis)<sup>1)</sup> обнаружили, что банки в целом вознаграждаются за свою социальную ответственность, поскольку финансовые показатели положительно и в значительной степени связаны с показателями КСО. Авторами также было доказано, что крупнейшие банки осуществляют социально ответственную деятельность в значительно большей степени, чем более мелкие. Кроме того, после 2009 года в крупнейших банках наблюдается резкий рост сильных сторон КСО и резкое снижение обеспокоенности по КСО. Крупнейшие банки (которых довольно часто обвиняли в том, что они ставят собственные интересы выше интересов своих клиентов и финансовой системы в целом) проводили социально ответственную деятельность, такую как снижение комиссии по депозитам и расширение услуг для малообеспеченных слоев населения, в значительно большей степени, чем более мелкие банки. Для этих банков более активное участие в деятельности по КСО связано с улучшением финансовых показателей. Банки, особенно крупные, стали более социально ответственными после кризиса 2008–2009 годов. Результаты показывают, что это связано с более высокими показателями. Таким образом, еще одно преимущество такого вовлечения в КСО заключается в том, что вероятность нового кризиса ниже.

Есть некоторые неофициальные свидетельства того, что банки более серьезно относятся к КСО и работают над улучшением своих показателей КСО после финансового кризиса. Например, в августе 2012 года Bank of America опубликовал свой

---

<sup>1)</sup> Cornett M.M., Erhemjamts O., Tehranian H. Greed or good deeds: An examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of U.S. commercial banks around the financial crisis. Journal of Banking & Finance, Vol. 70. 2016. P. 137-159.

второй ежегодный отчет о корпоративной социальной ответственности. В отчете освещается ряд инициатив, таких как десятилетняя цель банка по кредитованию и инвестированию в развитие сообщества на сумму 1,5 триллиона долларов; десятилетняя цель благотворительных инвестиций в размере 2 млрд долларов; десятилетняя экологическая бизнес-цель в размере 50 млрд долларов. В сентябре 2012 г. компания J.P. Morgan Chase выпустила полный набор отчетов по корпоративной социальной ответственности, в которых освещаются глобальные усилия фирмы по содействию развитию экономики, укреплению сообществ, в которых она работает, расширению образовательных возможностей и содействию экологической устойчивости. Несмотря на эти неподтвержденные данные, академических исследований деятельности банков в области КСО в период финансового кризиса не проводилось.

Что касается банковской отрасли в целом, то точных данных о связи между КСО и финансовыми показателями недостаточно. Например, Чжи и др. (2010) исследуют в общей сложности 520 финансовых организаций в 34 странах за 2003–2005 гг. и приходят к выводу, что КСО и финансовые результаты не связаны. Однако только 162 из выбранных 520 фирм являются финансовыми учреждениями США и только 8 из них имеют рейтинги КСО. Ву и Шен (2013)<sup>1)</sup> анализируют 162 банка в 22 странах за 2003–2009 гг. и приходят к выводу, что КСО положительно связана с финансовыми показателями с точки зрения рентабельности активов, рентабельности собственного капитала, чистого процентного дохода и непроцентного дохода. Только 31 из 162 выбранных фирм являются банками США. Кроме того, ни в одной из этих статей нет набора данных, позволяющих изучить КСО в банках во время финансового кризиса. Учитывая действия банков, приведшие к финансовому кризису, критику банков за то, что они вызвали кризис, и стимулы для банков улучшить свою репутацию после финансового кризиса, изучение деятельности банков в области КСО, связанной с кризисом, и их связь с деятельностью банка будут представлять особый интерес.

---

<sup>1)</sup> Trinh V. Q., D. C. Ngan, Li T. Marwa Elnahass, Social capital, trust, and bank tail risk: The value of ESG rating and the effects of crisis shocks [Electronic resource]. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. Vol. 83. 2023. P. 101740. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042443123000082>.

Кризис, вызванный пандемией COVID-19, оказал как ни странно позитивное воздействие на повестку по устойчивому развитию на глобальном фондовом рынке. Согласно исследованиям, проведенным в период пандемии коронавируса, фирмы с высоким уровнем устойчивого развития имели меньший риск убытков и оказались более устойчивы в период повышенной рыночной волатильности и неопределенности. Альбукерке и др. (2020)<sup>1)</sup> разработали теоретическую основу, иллюстрирующую условия, при которых фирмы могут снизить подверженность систематическим рискам, используя инвестиции в КСО для повышения дифференциации продуктов и обеспечения диверсификации портфеля продуктов. Хопнер и др.<sup>2)</sup> (2019) находят эмпирические доказательства того, что участие в решении вопросов ESG снижает риск убытков в условиях финансового кризиса. Ильхан и др.<sup>3)</sup> (2019) показывают, что фирмы с плохими профилями ESG имеют более высокий риск экстремального изменения.

Еще одним исследованием, в котором было изучено влияние пандемии коронавируса на повестку по устойчивому развитию – это работа Д.С.Бродстока, К.Чана, Луиса Т.В.Ченга, С.Вана<sup>4)</sup>. Авторы на примере экономики Китая, которая является наиболее пострадавшей за весь период пандемии и которая дольше всего находилась под локдауном, доказали, что несмотря на негативные настроения инвесторов в период «коронакризиса» ESG являлся неким индикатором, который помогал инвесторам систематически избегать высокого риска в период кризиса. Ученые доказали, что эффективность ESG положительно связана с краткосрочной совокупной доходностью индекса широкого рынка Китая – CSI300 – во время кризиса COVID-19. При этом исследователям удалось эмпирически проиллюстрировать устойчивость акций с высокими показателями ESG во время финансового кризиса, что соответствует точке зрения, согласно которой инвесторы могут интерпретировать

---

<sup>1)</sup> Albuquerque, R.A., Koskinen, Y.J., Yang, S., Zhang, C. Love in the time of COVID-19: The resiliency of environmental and social stocks [Electronic resource]. Working paper, Available at SSRN. URL: <https://ssrn.com/abstract=3583611>.

<sup>2)</sup> Hoepner, A. G. F., Oikonomou, I., Sautner, Z., Starks, L. T., Zhou, X. ESG shareholder engagement and downside risk. Working paper, September 2019, Available at SSRN [Electronic resource]. URL: <https://ssrn.com/abstract=2874252>.

<sup>3)</sup> Ilhan, E., Sautner, Z., Vilkov, G. Carbon tail risk [Electronic resource]. Working paper. 2019 Available at SSRN. URL: <https://ssrn.com/abstract=3204420>.

<sup>4)</sup> Broadstock D.C., Chan K., Cheng Louis T.W., Wang X. The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. Finance Research Letters, 7 August 2020.

показатели ESG как сигнал будущих результатов акций и/или снижение рисков в условиях кризиса.

После завершения пандемии коронавируса глобальная экономика столкнулась с новыми вызовами – сильно разогнавшаяся инфляция, повышение ключевой ставки мировыми центральными банками, энергетический кризис, кризис региональных банков США и международный политический кризис, вызванный либо конфликтами между сверхдержавами, либо обострением отношением между странами. Все это безусловно нашло свое отражение и на финансовых рынках как в России, так и глобально.

В то же время повестка по поводу устойчивого развития оказалась не на первом месте. Доказательство этому можно найти в исследованиях информационно-аналитической компании Morningstar. На рисунке 2.1 представлено ежегодное «вливание» денег в ESG-фонды с 2018 по 2022 год (в млрд долларов США).

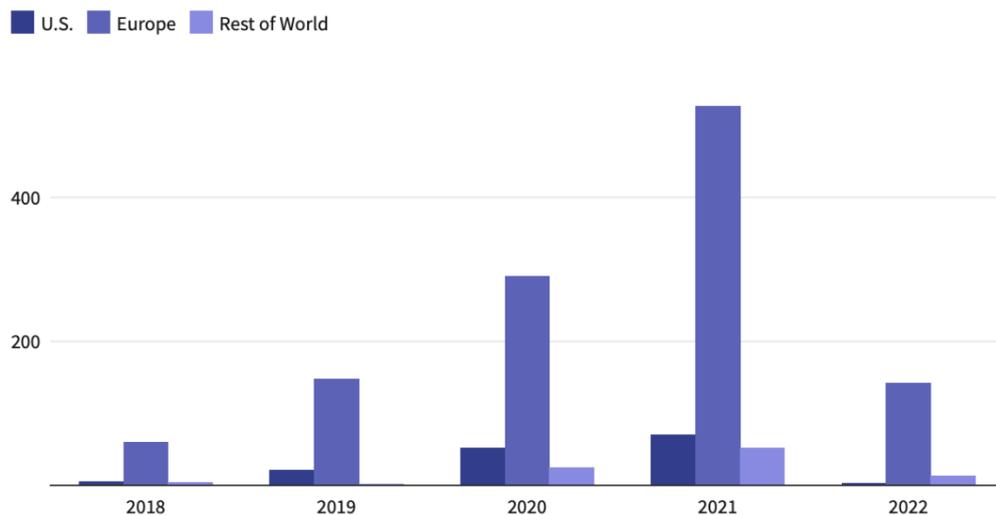


Рисунок 2.1 – Ежегодный приток денежных средств в ESG-фонды в США, ЕС и остальном мире (в млрд долларов США)

Источник: Morningstar – sustainable investing

Согласно данным Morningstar, чистый приток во взаимные фонды ESG и биржевые фонды в 2022 году упал на 76% – до 157,3 млрд долларов, с 649,1 млрд

долларов в 2021 году. В 2022 году был отмечен самый низкий годовой чистый приток средств ESG с 2018 года. Тогда притоки составляли 69 млрд долларов США<sup>1)</sup>.

Европейский союз, который раньше всех продвигал стандарты ESG и на которого приходится около 80–85% всех глобальных активов ESG-фондов, в прошлом году получил 90% чистого притока глобальных ESG-фондов. Однако эта сумма – 141,5 млрд долларов – упала на 73% с 527,1 млрд долларов в 2021 году. Фонды ESG в США получили чистый приток в размере 10,4 млрд долларов в первом квартале 2022 года, но во втором квартале впервые по крайней мере за пять лет испытали ежеквартальный отток (рисунок 2.2). Совокупные активы фондов ESG в США в прошлом году упали на 20% до 286 млрд долларов, что составляет всего 11% от мировых активов фондов ESG в размере 2,5 трлн долларов США.

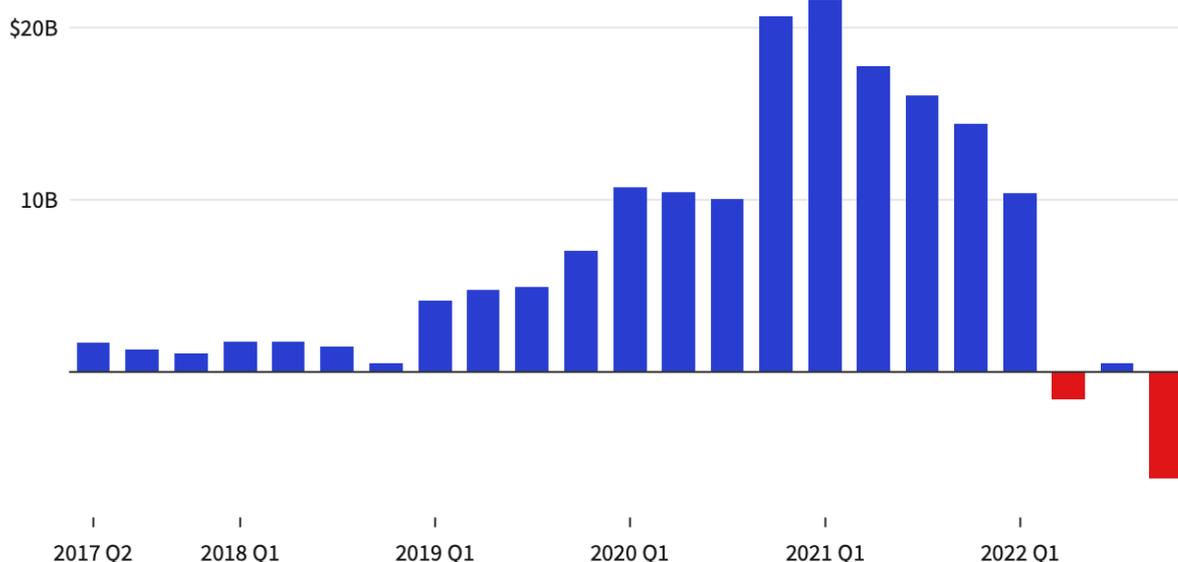


Рисунок 2.2 – Поквартальные притоки в фонды ESG в США

Источник: Morningstar – sustainable investing

Активы фонда ESG в США сильно пострадали в 2022 году из-за падения акций. Один из крупнейших фондов США, Parnassus Core Equity Fund (PRBLX) упал

<sup>1)</sup> U.S. Sustainable Funds See Outflows for the First Time in Five Years [Electronic resource] // Official site of Morningstar. URL: <https://www.morningstar.com/sustainable-investing/us-sustainable-funds-see-outflows-first-time-five-years> (дата обращения: 23.04.2024).

на 26% в 2022 году по сравнению с падением на 19,44% для S&P 500. Другие крупные фонды, такие как iShares ESG Aware MSCI USA ETF (ESGU) и Vanguard ESG US Stock ETF (ESGV), показали аналогичное снижение на 20 и 24% соответственно.

В целом на фонды ESG приходится небольшая часть глобальных активов под управлением, которые в 2022 году достигли 126 триллионов долларов. В прошлом году приток средств, не связанных с ESG, также резко сократился на фоне более широкого спада на мировых фондовых рынках и рынках облигаций, поскольку центральные банки повысили процентные ставки для снижения инфляции. В США открытые взаимные фонды и биржевые фонды (ETF) имели чистый отток в размере 370 млрд долларов в 2022 году — впервые с момента начала отслеживания данных в 1993 году. Активы открытых фондов и ETF США составляют 23 трлн долларов — в 80 раз больше, чем у местных ESG-фондов и ETF. Тем не менее стоимость активов американских финансовых продуктов, связанных с повесткой по устойчивому развитию (такие как ETF), на 2022 год составили 358 млрд долларов, что примерно в четыре с половиной раза больше, чем всего четырьмя годами ранее.

Говоря о развитии ESG-фондов и повестке устойчивого развития в России, стоит отметить, что российский рынок не столь развит, как западный. Несмотря на то что принципов ответственного ведения бизнеса придерживались в основном крупные российские компании и дочерние предприятия западных корпораций, контроль над их выполнением значительно слабее, что может быть объяснено следующим образом. Развитию ESG-повестки в России препятствуют несколько факторов:

- слабо развитая внутренняя корпоративная культура;
- отсутствие полной картины сопоставимых статистических данных за прошлые годы;
- невысокий спрос со стороны конечного потребителя — как граждан, так и бизнеса;
- слабо развитый механизм включения ESG-факторов в инвестиционный процесс.

На сегодняшний день, несмотря на серьезные вызовы, с которыми сталкиваются российские компании, ESG-повестка продолжает набирать обороты. Например, в октябре 2022 года РБК организовал второй конгресс ответственного бизнеса под названием «ESG (P) Эволюция»<sup>1)</sup>. Круг обсуждаемых тем был достаточно широким, включая текущие проблемы трансформации ESG и будущее развитие ESG-инициатив для широкого круга заинтересованных в новых реалиях сторон. В конгрессе приняли участие как спикеры и представители государственного аппарата, так и представители частного сектора, которые имеют разнообразный профиль деятельности со значительным влиянием на социальную и экологическую сферы.

Трансформация ESG «P» Эволюции является важной опорой стратегического развития для органов власти и организаций частного сектора, где эти два органа создали Комитет по устойчивому финансированию для эффективной интеграции нормативных и практических решений (Владимир Сенин, Государственная дума)<sup>2)</sup>. Идея состоит в том, чтобы развивать устойчивую инфраструктуру финансовых рынков и рынков капитала с учетом передового опыта других развивающихся стран, особенно Китая. В отличие от западных стран, которые активно лоббировали повестку по устойчивому развитию, КНР, являясь крупнейшим производителем товаров в мире, сместила свой фокус с сокращения выбросов парниковых газов на снижение негативного экологического воздействия промышленной деятельности в целом, что уже дало огромный положительный эффект как на окружающую среду, так и на развитие промышленных компаний.

В ходе обсуждений был сделан вывод, что нынешний геополитический контекст изменил международные инициативы по трансформации ESG, тем самым частично отделив Россию от трансграничных инициатив в области устойчивого развития (например, S&P ESG Ratings и MSCI ESG Rating приостановило свою

---

<sup>1)</sup> ESG (P) Эволюция – второй конгресс ответственного бизнеса [Электронный ресурс]. URL: <https://esg.rbc.ru/> (дата обращения: 24.03.2023).

<sup>2)</sup> Комитет по инновационным технологиям и устойчивому развитию (ESG-трансформации) бизнеса [Электронный ресурс]. URL: <https://deloros-msk.ru/comitets/komitet-po-innovatsionnym-tekhnologiyam-i-ustoychivomu-razvitiyu-esg-transformatsii-biznesa/> (дата обращения: 26.03.2023).

деятельность с российскими компаниями). Общий вывод заключается в том, что Российская Федерация не прекратит или не изменит свою программу ESG, как это делают другие европейские страны (из-за энергетических ограничений). Действительно будет намного сложнее из-за ограничений в доступе к зарубежным зеленым технологиям, тем не менее национальная стратегия «импортозамещения» должна учитывать достижение ее климатических целей и целей устойчивого развития.

Все выступающие на панели согласились с тем, что тесное сотрудничество между частным сектором и академическими кругами для разработки инноваций в области экологически чистых технологий посредством венчурного финансирования является возможным решением для противодействия изменению климата и эрозии окружающей среды в текущем геополитическом контексте.

Преобразование ESG после февраля 2022 года имеет другое направление, которое больше ориентировано на национальные социальные и климатические проблемы, что в итоге приводит к созданию процедур и методологий для создания и развития национальных рейтингов ESG.

До введения санкций российские эмитенты использовали международный стандарт ISO 14001:2015 «Система экологического менеджмента — Требования и руководство по использованию», регламентирующий установление экологической политики. Согласно требованиям этого стандарта, менеджмент компании должен разработать, внедрить и поддерживать экологическую политику, соответствующую целям организации. Таким образом, корпоративная экологическая политика устанавливает принципы руководства компании касательно экологических аспектов, позволяющие определять экологические цели и задачи, а также определяет процесс оценки таких действий и ответственность за экологическую обстановку. Каждая компания, стремящаяся соответствовать требованиям международного стандарта, должна сформулировать экологическую политику, соответствующую ее производственной деятельности. В основе экологической политики должен лежать принцип непрерывного улучшения и развития, что позволит заинтересованным сторонам оценить степень контроля

компанией ее воздействия на окружающую среду. На российском рынке есть ряд компаний, которые имеют этот сертификат (или же часть компаний из группы компаний) и которые также имеют листинг на Московской фондовой бирже. В основном это компании из нефтегазового и металлургического секторов.

В новой реальности российские эмитенты столкнулись со сложностями, как теперь оценивать эмитентов с точки зрения ESG-повестки. Однако Московская биржа и Центральный банк Российской Федерации проработали новые методологические указания, как осуществлять отбор эмитентов по ESG-критериям. Московская биржа уже достаточно длительное время занимается развитием российского рынка ESG-инструментов и ответственных инвестиций, а также их продвижением среди компаний и инвесторов. Московская биржа выпустила первое руководство по лучшей практике ESG для эмитентов в июле 2021 года. В течение долгого времени МосБиржа ставит своей целью внедрение принципов устойчивого развития в России. Она стремится повысить качество раскрытия нефинансовой информации, а также создать наиболее привлекательные и комфортные условия для ответственного инвестирования.

В начале 2022 года Московская биржа выпустила обновленную версию руководства по ESG «Руководство для эмитентов: как соответствовать лучшим практикам устойчивого развития»<sup>1)</sup>. Оно предназначено для компаний, которые стремятся придерживаться принципов устойчивого развития и прозрачности в отношении всех заинтересованных лиц – клиентов, партнеров и инвесторов.

В обновленном руководстве учтены современные тенденции в области ESG. В частности, в нем освещается биржевой рынок углеродных единиц, который начал работать в России в 2022 году. Руководство содержит подробные инструкции о том, как подготовиться к выпуску инструментов ESG в Секторе устойчивого развития Московской биржи - важнейшем компоненте ответственного инвестирования в России. Оно также вводит новое измерение корпоративной устойчивости за счет поддержания биоразнообразия и управления цепочками поставок.

---

<sup>1)</sup> Руководство для эмитентов: как соответствовать лучшим практикам устойчивого развития [Электронный ресурс]. URL: <https://fs.moex.com/f/16010/mosbirzha-esg-rus-book-1012.pdf> (дата обращения: 24.03.2023)

Менеджмент внимательно относится к деталям раскрытия информации, относящейся к нефинансовой и климатической, которая все чаще становится объектом внимания инвесторов при оценке компании. «Руководство для эмитентов: как соблюдать лучшие практики устойчивого развития» Московской биржи содержит в себе рекомендации по использованию различных методов и инструментов, которые помогут компаниям предоставлять информацию об экологическом и других аспектах устойчивого развития в своей бизнес-модели в постоянно изменяющейся операционной среде.

Инвесторы и регуляторы теперь ожидают, что эмитенты будут раскрывать стратегию по устойчивому развитию и эффективно управлять рисками, связанными с «ответственным» развитием эмитента. Сами компании также видят дополнительные возможности для роста своего бизнеса в интеграции принципов ESG и отчетности. Задача Московской биржи как основного посредника на фондовом рынке и как российской финансовой инфраструктуры является увеличение прозрачности рынка и помощь профессиональным участникам фондового рынка в применении лучших практик раскрытия информации.

Обновленные рекомендации<sup>1)</sup> были подготовлены с участием экспертов ведущих рейтинговых агентств, фондов и ряда крупнейших российских компаний. Среди них: рейтинговое агентство АКРА, Всемирный фонд дикой природы, аудиторско-консалтинговая группа ФБК, X5 и Horizon, а также МКБ Банк.

По мнению Центрального банка Российской Федерации, рейтинги устойчивого развития (ESG-рейтинги) должны быть четкими, прозрачными и сопоставимыми у каждого эмитента, так как это поможет повысить эффективность рынка устойчивого финансирования. Для этого Банк России предлагает ввести модельную методологию ESG-рейтингов, определить минимальный набор рейтинговых факторов и принять единую рейтинговую шкалу.

---

<sup>1)</sup> Модельная методология ESG-рейтингов, разработанная Центральным банком РФ [Электронный ресурс]. URL: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/144085/Consultation\\_Paper\\_17012023.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/144085/Consultation_Paper_17012023.pdf) (дата обращения: 20.04.2024).

Рейтинги устойчивого развития становятся более актуальными по мере роста спроса на них со стороны ESG-инвесторов. Теперь, когда нет единой интерпретации того, что означает рейтинг ESG или что он должен отражать, невозможно сравнивать рейтинги ESG различных рейтинговых агентств.

По предложению российского регулятора будут использоваться две рейтинговые модели. Первая модель включает в себя текущий ESG-рейтинг. Это является своего рода профилем устойчивого развития компании, который также содержит оценку ее качественных и количественных характеристик, а также ее способности к ESG-эффективности. ЦБ Российской Федерации также считает целесообразным ввести три отдельных рейтинговых продукта по каждому из трех компонентов – E (экологический), S (социальный) и G (управленческий) – с минимальным количеством стандартов раскрытия информации, которые были разработаны в соответствии с ранее выпущенными рекомендациями по нефинансовой отчетности.

Во второй модели описывается подход к управлению рисками устойчивого развития компании и их приверженности на горизонте одного года. Она будет включать только компонент E.

Для применения единой рейтинговой шкалы предлагается скорректировать символы кредитного рейтинга, т. е. использовать наиболее популярные рейтинговые параметры: от ESG-C (самый нижний уровень) до ESG-AAA (самый верхний уровень).

Российский регулятор также принимает участие в работе различных международных организаций, в том числе в «Группе 20». Центральный банк Российской Федерации также заинтересован в дальнейшем отслеживании и изучении наиболее актуальных исследований в части упорядоченной, сопоставимой и релевантной информации о рисках, возможностях и потенциальных эффектах устойчивого развития для применения наилучших мировых практик в области регулирования финансового рынка в России с учетом национальных особенностей экономики и менталитета<sup>1)</sup>.

---

<sup>1)</sup> Модельная методология ESG-рейтингов. Доклад для общественных консультаций, М., 2023. С. 4–9.

## **2.2 Экономико-математический анализ факторов, влияющих на компоненты ESG-рейтинга компаний-эмитентов развивающихся рынков**

Повестка по устойчивому развитию активно расширяется и повсеместно внедряется не только в России, но также и во всем мире. Довольно быстрое распространение повестки по устойчивому развитию наблюдается в развивающихся странах, входящих либо в БРИКС, либо в Азиатско-Тихоокеанский регион (АТР). Некоторые академические исследования пытаются ответить на вопрос: «Нужно ли следовать курсу по устойчивому развитию?». Он является предметом обсуждения уже несколько десятков лет. В работах ученых исследуется зависимость показателей финансовой и инвестиционной привлекательности компаний от ESG-факторов<sup>1)</sup>.

Одними из наиболее распространенных показателей, которые используются в финансовых анализах компании, являются рентабельность активов (ROA) и рентабельность собственного капитала (ROE). Как правило, в качестве зависимых переменных на рынке выступают такие показатели, как стоимость заемного и собственного капитала, а также коэффициенты Тобина и Шарпа<sup>2)</sup>.

Также в академических трудах можно найти доказательства того, что руководители корпораций считают инвестиции в ESG одним из ключевых факторов повышения эффективности деятельности компании, в то время как прибыль от инвестиций в устойчивое развитие, которая является усредненной по многим стратегиям управления портфелем, не отличается от обычной. Потенциальный эффект от инвестиций в ESG-проекты появится не сразу, а через определенный промежуток времени.

---

<sup>1)</sup> Clark G.L., Feiner A., Viehs M. From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. SSRN Electronic Journal. 2015.

<sup>2)</sup> Melas D., Nagy Z., Kulkarni P. Factor investing and ESG integration. In: Jurczenko E., ed. Factor investing: From traditional to alternative risk premia. Amsterdam: Elsevier, 2017. P. 389–413.

Наиболее вероятным объяснением данного феномена представляется тот факт, что критерии оценки деятельности менеджеров и инвесторов различаются: менеджеры хотят рассчитывать на более высокие ожидаемые денежные потоки, в то время как инвесторы ожидают получить рыночную доходность. Иными словами, всегда можно наблюдать конфликт интересов между менеджерами, которые заинтересованы в увеличении прибыли компании, и акционерами, которые заинтересованы получать выгоду от управления активами<sup>1)</sup>.

Инвесторы, которые занимаются анализом компаний перед тем, как приобрести их акции в свои портфели, готовы получать доходность от ESG-инвестирования, которая будет ориентировочно на том же уровне, что и инвестиции без учета повестки по устойчивому развитию.

Следуя из предположения о том, что корпорации в долгосрочной перспективе смогут увеличить свои доходы за счет внедрения стратегии устойчивости, можно предположить, что это будет иметь место в стратегиях инвесторов<sup>2)</sup>.

В рамках данного исследования нами будет проведен корреляционный анализ – оценка зависимости ESG-компонентов по отраслям – и регрессионный анализ – оценка влияния ESG-повестки на показатели рентабельности и инвестиционной привлекательности компаний развивающихся рынков.

Для анализа авторами были собраны необходимые данные касательно ESG-рейтинга компаний на развивающихся рынках. Полученные данные включают в себя присвоенный ESG-рейтинг<sup>3)</sup> мировыми рейтинговыми агентствами, а также факторы, которые рассматривает агентство при оценке компаний и присвоения ей

---

<sup>1)</sup> Sinha R., Datta M., Ziolo M. Inclusion of ESG factors in investments and value addition: A meta-analysis of the relationship. In: Tarczyński W., Nermend K., eds. Effective investments on capital markets. Cham: Springer International Publishing, 2019. P. 93–109.

<sup>2)</sup> Whelan T., Atz U., Clark C. ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015–2020 [Electronic resource]. New York: NYU STERN Center for sustainable business; 2021. 19 p. URL: [https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM\\_ESG-Paper\\_2021.pdf](https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021.pdf).

<sup>3)</sup> ESG рейтингом, согласно определению агентства RAEX, является мнением агентства о том, в какой степени процесс принятия ключевых решений в компании (регионе, городском округе) ориентирован на устойчивое развитие в экологической, социальной сферах и в области управления.

определенного рейтинга. Полученные данные включают в себя более чем 200 компаний из 8 отраслей:

- химическая и нефтехимическая промышленность;
- электроэнергетика;
- транспортировка и хранение;
- обрабатывающее производство (металлургия);
- деятельность в сфере телекоммуникаций;
- нефтедобывающая отрасль;
- недвижимость;
- торговля оптовая и розничная.

Данные, с которыми велась работа, представлены в формате таблицы по каждой из 8 рассматриваемых отраслей. Каждая из таблиц по отраслям содержит следующие столбцы:

- Questions: вопрос, на который отвечала компания;
- Question\_type: тип вопроса (дополнительная информация по вопросам для рейтингования);
- Pillars: компонента, к которой относится вопрос E (Environmental), S (Social), G (Governance).

Таблицы содержат ответы компании на вопросы по критериям компонент для ESG-рейтингования. Каждая такая компонента состоит из нескольких разделов (например, в компоненте E есть раздел с вопросами по использованию ресурсов, эффективности использованию воды и другим). Таким образом, по каждой компании у нас есть данные по ее ответам на все вопросы, относящиеся к ESG-рейтингованию. Ответы по каждой компоненте агрегировались автором, в результате чего появились категориальные оценки для каждой компоненты по отдельным компаниям. Категории включали в себя оценки от D- до A+, и в первую очередь для работы с данными необходимо было перевести эти оценки из текстового формата в числовой, где были выбраны значения от 0 до 100, Распределение оценок по присвоению ESG-рейтинга в рамках исследования, проводимого авторами, представлено в таблице 2.1.

Таблица 2.1 – Таблица перевода категориальных оценок ESG-компонент по методологии Refinitiv

Текстовый формат	Числовой формат
D-	0.000000
D	9.090909
D+	18.181818
C-	27.272727
C	36.363636
C+	45.454545
B-	54.545455
B	63.636364
B+	72.727273
A-	81.818182
A	90.909091
A+	100.000000

Источник: составлено автором на основе Finogenova, Y.Y. Economic and mathematical analysis of factors influencing the ESG-rating components of the Companies on the Emerging Markets / Y.Y.Finogenova, E.A.Larkova // Rev. Gest. Soc. Ambient., Miami. – 2024. – Vol. 18, № 3. – P. 1-14. – ISSN 1981-982X. – Текст: непосредственный.

После всех ответов на вопросы по каждой компании был рассмотрен ряд показателей рентабельности и инвестиционной привлекательности компании:

- ROE – рентабельность собственного капитала;
- ROA – рентабельность активов;
- EV/EBITDA – мультипликатор стоимости компании к полученной прибыли;
- EPS – прибыль на акцию;
- P/E – коэффициент «цена/прибыль».

Именно эти показатели будут использоваться в качестве зависимых переменных в регрессионном анализе для выявления зависимостей между

оценками по компонентам и финансовым показателям компаний. Для осуществления анализа в качестве основного инструмента был выбран язык программирования Python, так как в нем можно использовать готовые библиотеки для реализации нужного вида анализа такие как:

- Pandas (библиотека для обработки и анализа данных);
- NumPy («Числовые расширения Python», используется для выполнения математических операций на высоком уровне);
- Statsmodels (библиотека, предоставляющая классы и функции для оценки различных статистических моделей, включая регрессионный анализ);
- Matplotlib и Seaborn (библиотеки для визуализации данных).

Для начала нужно посмотреть на взаимосвязи между независимыми компонентами, то есть на корреляцию между оценками по компонентам E, S, G (рисунок 2.3).

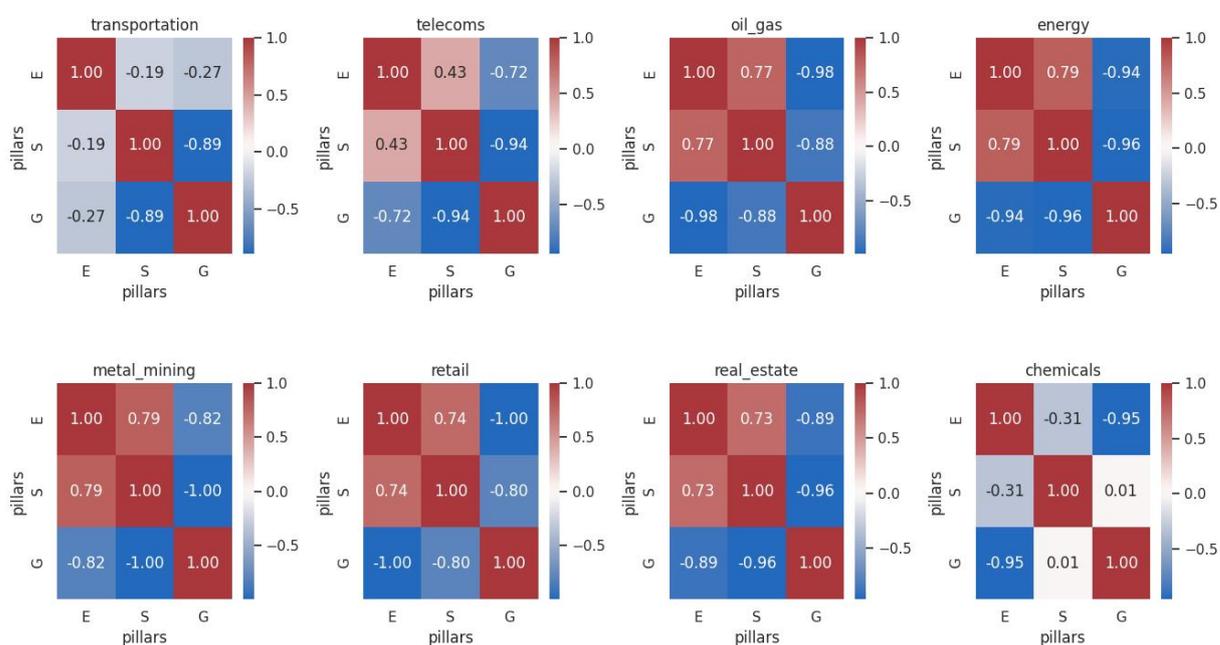


Рисунок 2.3 – Тепловые карты корреляций между компонентами ESG

Источник: Finogenova, Y.Y. Economic and mathematical analysis of factors influencing the ESG-rating components of the Companies on the Emerging Markets / Y.Y.Finogenova, E.A.Larkova // Rev. Gest. Soc. Ambient., Miami. – 2024. – Vol. 18, № 3. – P. 1-14. – ISSN 1981-982X. – Текст: непосредственный.

На «тепловой карте», изображенной на рисунке 2.3, можно проследить, в каких из анализируемых отраслях корреляция положительная (красный) и приближена к 1, а где корреляция либо низкая, либо вообще отсутствует (синий) и стремится к -1. Как видно из рисунка 2.3, в большей части рассматриваемых отраслей оценки компоненты сильно коррелируют друг с другом как прямо (красный цвет), так и обратно (синий цвет). Из-за такой сильной линейной взаимосвязи регрессионный анализ со всеми компонентами как с независимыми переменными может оказаться неэффективным. В таком случае появляется проблема мультиколлинеарности, из-за которой получается мало статистически значимых коэффициентов. Было принято решение разделить компании на две группы, которые будут рассматриваться отдельно в зависимости от силы взаимосвязей ее компонент.

Первая группа содержит отрасли с корреляцией больше 0,7. В эту группу входят нефтедобывающая отрасль, электроэнергетика, обрабатывающая отрасль (металлургия), розничная и оптовая торговля, недвижимость. Для этой группы будет выполнен анализ каждой отдельной компоненты с каждым показателем. Объясняется это тем, что коэффициент при независимых переменных в регрессионном анализе определяется как величина влияния этой переменной на зависимую переменную при условии неизменности всех остальных переменных. Так выявляется взаимосвязь независимой компоненты с зависимой. Но при имеющихся данных неизменность остальных переменных практически невозможно обеспечить из-за сильно линейной взаимосвязи. Из-за этого при составлении регрессионного уравнения, включающего все компоненты, не получится выявить все взаимосвязи из-за неподходящей структуры анализа.

Вторая группа состоит из транспортной, телеком и химической отраслей. Каждая из этих отраслей все равно имеет одну пару сильно скоррелированных компонент. С тем же объяснением, что было описано для первой группы, было принято решение рассматривать два вида регрессионных уравнений для каждой зависимой переменной: первое со всеми независимыми переменными за исключением одной из пары скоррелированных переменных, второе – за

исключением второй переменной из пары. Так мы избежим проблемы, что при сильной взаимосвязи переменных изменения одной при фиксации второй невозможны.

Для начала рассмотрим результаты, полученные при анализе регрессионных уравнений со всеми компонентами в качестве независимых переменных. Для отбора статистически значимых коэффициентов выбрано общепринятое значение уровня значимости p-value, равное 5%. Все коэффициенты с уровнем значимости менее выбранного порога собраны в общую таблицу, где столбец industry содержит информацию об отрасли; fin\_param – финансовом показателе (зависимая переменная); component – одна из компонент ESG (независимая переменная); coef – коэффициент, получившийся в результате регрессионного анализа при независимой переменной; p-value – соответствующий уровень значимости для полученного коэффициента (рисунок 2.4).

	industry	fin_param	component	coef	p-value
0	oil_gas	EV/EBITDA	G	0.133048	0.022663
1	oil_gas	P/E	E	2.752627	0.024395
2	energy	ROE	G	-0.581267	0.049819
3	energy	P/E	G	0.332337	0.008022
4	metal_mining	ROA	E	0.418771	0.016302
5	retail	EV/EBITDA	S	0.027442	0.033889
6	real_estate	ROA	E	-0.128123	0.023753
7	real_estate	ROA	S	0.143848	0.020246

Рисунок 2.4 – Статистически значимые коэффициенты при использовании всех компонент в регрессионном уравнении

Источник: Finogenova, Y.Y. Economic and mathematical analysis of factors influencing the ESG-rating components of the Companies on the Emerging Markets / Y.Y.Finogenova, E.A.Larkova // Rev. Gest. Soc. Ambient., Miami. – 2024. – Vol. 18, № 3. – P. 1-14. – ISSN 1981-982X. – Текст: непосредственный.

Из рисунка 2.4 следуют выводы: при увеличении значения компоненты S на 1 (к примеру, 89 при имеющемся значении 88) показатель EV/EBITDA увеличится на 0,027442 на примере первого полученного значения из таблицы.

Теперь необходимо провести анализ первой группы отраслей, в которых рассматривалась взаимосвязь каждой отдельной компоненты с каждым финансовым показателем (рисунок 2.5).

	industry	fin_param	component	coef	p-value
0	oil_gas	EV/EBITDA	G	0.133884	0.011805
1	oil_gas	EPS	S	0.025748	0.044944
2	energy	ROE	G	-0.601597	0.033621
3	energy	P/E	G	0.344585	0.004466
4	metal_mining	ROE	E	0.376358	0.017239
5	metal_mining	ROE	G	0.374877	0.045132
6	metal_mining	ROA	E	0.237244	0.005551
7	metal_mining	ROA	G	0.213406	0.038075
8	metal_mining	EPS	E	0.210035	0.047592
9	metal_mining	P/E	S	-0.800592	0.019507
10	retail	ROE	E	0.328503	0.002150
11	retail	ROE	S	0.262953	0.017215
12	retail	EV/EBITDA	E	0.019266	0.047630
13	retail	EV/EBITDA	S	0.023464	0.007020
14	real_estate	ROA	E	-0.128123	0.023753
15	real_estate	ROA	S	0.143848	0.020246

Рисунок 2.5 – Статистически значимые коэффициенты при покомпонентном регрессионном анализе

Источник: Finogenova, Y.Y. Economic and mathematical analysis of factors influencing the ESG-rating components of the Companies on the Emerging Markets / Y.Y.Finogenova, E.A.Larkova // Rev. Gest. Soc. Ambient., Miami. – 2024. – Vol. 18, № 3. – P. 1-14. – ISSN 1981-982X. – Текст: непосредственный.

В нефтедобывающей отрасли компонента G положительно влияет на показатель EV/EBITDA, компонента S – на показатель EPS. В электроэнергетической отрасли компонента G положительно влияет на P/E, но отрицательно на ROE. В обрабатывающей отрасли (металлургия) E положительно влияет на показатели ROE, ROA и EPS, G положительно влияет на ROA и ROE, S – отрицательно на P/E. В сфере розничной и оптовой торговли с увеличением E или S увеличатся и показатели ROE и EV/EBITDA. В отрасли недвижимости на показатель ROA положительно влияет оценка по компоненте S и отрицательно по компоненте E.

Далее необходимо рассмотреть результаты анализа отраслей второй группы, куда входили компании из телекоммуникационной, химической и транспортной

отраслей. По аналогии с первой группой анализируемых компаний скоррелированные переменные также по очереди исключались. Столбец participants, который можно найти на рисунке 2.6, указывает, какие переменные, включая свободный член, участвовали в регрессионном уравнении.

	industry	fin_param	component	participants	coef	p-value
0	telecoms	ROE	E	[const, E, S]	2.159934	0.047115
1	telecoms	EPS	E	[const, E, G]	0.031882	0.034148

Рисунок 2.6 – Статистически значимые коэффициенты при исключении одной из скоррелированных компонент

Источник: Finogenova, Y.Y. Economic and mathematical analysis of factors influencing the ESG-rating components of the Companies on the Emerging Markets / Y.Y.Finogenova, E.A.Larkova // Rev. Gest. Soc. Ambient., Miami. – 2024. – Vol. 18, № 3. – P. 1-14. – ISSN 1981-982X. – Текст: непосредственный.

Основываясь на данных, полученных на рисунке 2.6, можно сделать вывод, что статистически значимые коэффициенты выявлены только в телекоммуникационной отрасли. Оценка компоненты E влияет на показатели ROE и EPS в положительную сторону.

После проведенного регрессионного анализа и полученных результатов можно сделать более конкретные выводы и обобщить все полученные таблицы. Важно отметить, что делать какие-то заключения стоит в условиях одинаковых границ для целевой переменной, так как в ином случае коэффициенты будут несопоставимы. Именно поэтому имеет смысл анализировать результаты в разрезе рассматриваемых финансовых показателей, сгруппировав их.

Первым рассмотрим показатель EV/EBITDA. Статистически значимые коэффициенты выявлены в отрасли розничной и оптовой торговли, а также в нефтедобывающей промышленности. С наибольшей силой на этот показатель влияет компонента G нефтяной отрасли; коэффициент равен 0,134, что значит, что увеличение показателя по компоненте G на один процент приведет к увеличению

EV/EBITDA на значение коэффициента. Более слабо на данный финансовый показатель влияют компоненты S и E с коэффициентами 0,024 и 0,0193 соответственно.

Переходим к показателю EPS. На этот показатель имеет влияние компонент из таких отраслей: нефтедобывающая промышленность, обрабатывающая промышленность (металлургия) и деятельность в области информации и связи. В обрабатывающей промышленности (металлургии) и деятельности в области информации и связи на этот показатель влияет компонента, отвечающая за экологию, с коэффициентами 0,21 и 0,03 соответственно. А в нефтяной промышленности данный показатель имеет взаимосвязь с компонентой S с коэффициентом 0,026.

Далее рассмотрим ROE. Данный показатель достаточно часто встречается в таблицах. Он фигурирует в деятельности в области информации и связи, розничной и оптовой торговли, обрабатывающей промышленности (металлургии) и электроэнергетике. Наибольший коэффициент – в отрасли, связанной с деятельностью в области информации и связи, у компоненты E он равен 2,16.

В других отраслях у компонент E и S сферы розничных и оптовых продаж коэффициенты соответственно равны 0,329 и 0,263; в обрабатывающей сфере (металлодобыча) компоненты E и G имеют практически одинаковые коэффициенты – 0,376 и 0,375 соответственно; в нефтедобывающей отрасли компонента G имеет отрицательный коэффициент, что редко встречается в наших результатах, -0,602, это значит что увеличение оценки по данной компоненте приведет к уменьшению рассматриваемого финансового показателя.

Следующим финансовым показателем будет ROA. Он обнаружен в обрабатывающей сфере и недвижимости. В сфере недвижимости компонента S положительно влияет на показатель с коэффициентом 0,144, а компонента E отрицательно – с коэффициентом -0,128. В обрабатывающей сфере

(металлодобывающая промышленность) компоненты E и G положительно влияют на ROA с коэффициентами 0,237 и 0,213.

Последним показателем будет P/E. На него влияют только две компоненты из обрабатывающей и нефтедобывающей отраслей. Эти компоненты: S – в обрабатывающей с коэффициентом -0,801 и G – в энергетике с коэффициентом 0,345.

Делая еще более обобщенные выводы, большая часть коэффициентов, а именно 15 из 18, имеют положительные коэффициенты, что значит, что увеличение значений компонент ESG приводит к увеличению самих финансовых показателей. Самое большое влияние на финансовые показатели имеет компонента E исходя из частоты ее фигурирования в таблицах с коэффициентами, частота – 8 из 18, при этом оставшиеся компоненты G и E имеют одинаковую частоту — 5 из 18. В обрабатывающей отрасли больше всего статистически значимых коэффициентов перед компонентами, которые влияют на финансовые показатели.

Подводя итог, стоит отметить, что повестка по устойчивому развитию активно продвигается как глобально, так и внутри России. Однако в последний год прослеживается негативная тенденция в секторе устойчивого развития на западных рынках, в частности на рынках США и Европейского союза, где впервые за довольно долгий промежуток времени наблюдался отток денежных средств из ESG-фондов после многолетних притоков. Российский рынок столкнулся с серьезными вызовами, связанными с санкционным давлением и прекращением деятельности западных провайдеров ESG-рейтингов. Сегодня как перед эмитентами, так и перед Центральным банком Российской Федерации и Московской биржей остро стоит вопрос разработки собственных методологий для присвоения ESG-рейтинга эмитентам и продвижения «ответственных» инвестиций как для частных, так и для институциональных инвесторов.

Однако потенциал развития ESG-повестки на российском рынке огромен. Не только подрастающее поколение инвесторов, миллениалы и поколение «Z» выступают наиболее заинтересованными сторонами в развитии ESG-повестки, но

и сами эмитенты ценных бумаг стремятся вести свою деятельность максимально ответственно, так как следование ESG-повестке положительно влияет не только на инвестиционную привлекательность компании, но также и на ее стоимость. Этот тренд четко прослеживается на примерах российских компаний: чем выше средневзвешанный ESG-рейтинг, тем дороже компания. Как показало исследование, компании, имеющие наиболее высокий средневзвешанный ESG-рейтинг, также имеют и довольно высокую рыночную капитализацию. Это отчетливо видно на примере интегрированных нефтегазовых компаний.

Не менее важно отметить, что компоненты ESG-рейтинга могут повлиять на финансовые показатели компании, такие как рентабельность и инвестиционная привлекательность. Так, на коэффициент  $EV/EBITDA$  сильнее всего влияет компонент G в нефтегазовой отрасли и наименее – компоненты S и E. На показатель прибыли на акцию (EPS) имеет влияние компонента E в обрабатывающей отрасли и деятельности, связанной с информацией и связью. В нефтедобывающей отрасли этот показатель имеет взаимосвязь с компонентой S. На рентабельность собственного капитала (ROE) оказывают влияние компоненты ESG-рейтинга в таких отраслях, как телекоммуникации, розничные и оптовые продажи, обрабатывающая и нефтедобыча. Наибольшее влияние на ROE оказывает компонента E в отрасли телекоммуникации, в сфере розничных и оптовых продаж – компоненты E и S практически с равной силой, в обрабатывающей отрасли – компоненты E и G также с эквивалентной силой. В нефтяной сфере на ROE отрицательно влияет компонент G, что в целом не встречалось больше ни в какой другой сфере и ни с какими другими показателями. На рентабельность активов (ROA) влияет компонент S в отрасли недвижимости и компоненты E и G в обрабатывающей отрасли. Коэффициент P/E имеет взаимосвязь с компонентами S в обрабатывающей отрасли и G – в энергетической отрасли.

## 2.3 Критерии успешности внедрения ESG-повестки в российских компаниях-эмитентах

Инвестирование с учетом повестки по устойчивому развитию требует от потенциальных инвесторов отличного от традиционного подхода при принятии решения о покупке финансового инструмента, выпущенного определенным эмитентом. Помимо традиционных количественных оценок, таких как риск/доходность, дивидендная доходность (при условии, что эмитент придерживается дивидендной политики) и прибыль на акцию, необходимо включать ESG-факторы (экологические, социальные и управленческие) в оценку потенциальных инвестиций.

Сравнительные характеристики традиционного подхода к принятию инвестиционных решений и с учетом повестки по устойчивому развитию представлены в таблице 2.2. Основное различие этих двух подходов состоит в том, что при традиционном инвестор обращает внимание больше на финансовую составляющую эмитента, на финансовые мультипликаторы, а при принятии решения с учетом ESG-повестки большую роль играют нефинансовые показатели и социально ответственный статус компании.

Таблица 2.2 – Сравнение традиционного подхода к принятию инвестиционного решения и подхода с учетом повестки по устойчивому развитию

Традиционный подход принятия инвестиционного решения	Принятие инвестиционных решений с учетом повестки по устойчивому развитию
Доходные мультипликаторы (P/E <sup>1)</sup> , P/S <sup>2)</sup> , EV/EBITDA <sup>3)</sup> )	Комплексный ESG-рейтинг

<sup>1)</sup> Мультипликатор P/E показывает, сколько лет должна проработать компания, получая ту же прибыль, чтобы окупить акционерный капитал. Чем меньше значение этого мультипликатора, тем лучше.

<sup>2)</sup> Мультипликатор P/S равен капитализации компании к годовой выручке и показывает, сколько годовых выручек стоит компания.

<sup>3)</sup> EV/EBITDA - мультипликатор показывает, сколько прибыли до уплаты процентов, налогов и амортизации должна заработать компания, чтобы окупить реальную рыночную цену компании.

Традиционный подход принятия инвестиционного решения	Принятие инвестиционных решений с учетом повестки по устойчивому развитию
Балансовые мультипликаторы (P/BV <sup>1)</sup> )	– оценка по экологическим показателям (E-компонента)
Мультипликаторы рентабельности (ROE <sup>2)</sup> , ROA <sup>3)</sup> )	– оценка по социальным показателям (S-компонента)
Мультипликаторы финансовой устойчивости (D/E <sup>4)</sup> , Current ratio <sup>5)</sup> )	– оценка по управленческим показателям (G-компонента)

Источник: составлено автором

Если рассмотреть историю ответственного инвестирования, то можно сделать вывод, что она имеет тесную связь с институтом финансовых вложений в целом. Считается, что в деятельности религиозных движений XVIII века можно обнаружить первые системные элементы ответственного инвестирования<sup>6)</sup>.

Не прошло стороной и создание первого инвестиционного фонда в США в 1928 году – Pioneer Fund. Так как в то время в Америке активно лоббировался сухой закон, в основу деятельности фонда входили положения, полностью исключавшие возможность инвестирования в производство алкоголя и табака<sup>7)</sup>. Современные подходы к ответственному инвестированию были сформированы в условиях, доминирующих в 1960-х годах. В тот период времени инвесторы, стремившиеся относиться ответственно к своим вложениям, пытались каким-либо образом решить такие важные на тот период времени вопросы, как

<sup>1)</sup> P/BV - мультипликатор показывает отношение цены акции к ее балансовой стоимости.

<sup>2)</sup> ROE - как компания генерирует чистую прибыль за счет собственных средств, по которым компания не выплачивает проценты.

<sup>3)</sup> ROA - как компания использует все активы, в том числе и заемные для получения прибыли.

<sup>4)</sup> D/E - он показывает, сколько заемных средств приходится на каждый рубль собственного капитала.

<sup>5)</sup> Current ratio - коэффициент текущей ликвидности. Он показывает возможность компании платить по краткосрочным обязательствам (долги, которые нужно погасить в течение года) за счет оборотных активов: наличных денег, дебиторской задолженности, запасов.

<sup>6)</sup> Что такое ESG-инвестирование [Электронный ресурс]. Тинькофф Журнал 2021. URL: <https://journal.tinkoff.ru/esg/> (дата обращения: 20.03.2024).

<sup>7)</sup> Что такое ESG-инвестирование [Электронный ресурс]. Тинькофф Журнал 2021. URL: <https://journal.tinkoff.ru/esg/> (дата обращения: 20.03.2024).

эмансипация женщин, соблюдение гражданских прав чернокожих и улучшение социального положения трудящихся.

Профсоюзы и пенсионные фонды сыграли большую роль в развитии ответственного инвестирования. Для осуществления целевых инвестиций в начале 1900-х годов были использованы средства пенсионных фондов. Профсоюзы предпринимали попытки использовать пенсионные накопления для того, чтобы вовлечь акционеров в борьбу против руководства компаний и влиять на принимаемые ими решения. В начале девяностых годов тема ответственного подхода к инвестированию привлекла еще больше внимания, поскольку она касалась торговли табаком, а также раскрытия информации о фондах через третьих лиц.

В начале XXI столетия проблема важности ответственного инвестирования стала еще более актуальной. Лиссабонская декларация, принятая в этот период Европейским союзом, гласила: страны-участницы Союза должны преобразовать свою экономику к 2010 году, руководствуясь интеграцией социальных и экономических задач. Спустя некоторое время после окончания действия данной декларации Еврокомиссией была опубликована новая стратегия, в основу которой легли принципы Лиссабонской декларации. Приоритетами новой стратегии стали:

- минимизация воздействия на окружающую среду;
- переход к климатически нейтральной экономике;
- осуществление «справедливого» перехода, который смягчает социальные последствия трансформационных экономических изменений;
- разработка системы нормативного управления для внедрения устойчивости в управление промышленной базой ЕС, цепочками поставок и финансовыми рынками.

Тем не менее, хотя политика ЕС в области ESG горячо обсуждалась, ее геополитическому влиянию уделялось меньше внимания.

О необходимости ответственного инвестирования в России было заявлено впервые в контексте «Доклада о социальных инвестициях в Российской

Федерации: роль бизнеса в общественном развитии», подготовленного в рамках Программы развития ООН Ассоциацией менеджеров России в 2004 году<sup>1)</sup>.

Еще одной движущей силой, которая заставила многие страны более ответственно подходить к вопросу устойчивого развития, стало появление индустрии 4.0 (также известная как «четвертая промышленная революция»). Такое название было получено от инициативы 2011 года, когда в производство начали массово вводить «киберфизические системы» для повышения конкурентного преимущества. С одной стороны, новая промышленная революция способна значительно улучшить уровень и качество жизни, с другой — она несет риски повышения нестабильности и возможного коллапса мировой системы.

Появившиеся глобальные тренды в рамках индустрии 4.0 стали оказывать значимые изменения в структуре потребления. Линейная экономическая модель постепенно переходит к модели полного цикла. Такой тренд стал поддерживаться многими российскими компаниями как с государственным участием, так и частными. основополагающие аспекты данной повестки стали оцениваться с помощью ESG-факторов, а оценка компаний по данным факторам, как правило, осуществляется рейтинговыми агентствами. В связи с этим Центральный банк Российской Федерации опубликовал информационное письмо № ИН-06-28/96 от 16 декабря 2021 года «О рекомендациях по учету советом директоров публичного акционерного общества ESG-факторов, а также вопросов устойчивого развития». В этом документе ЦБ Российской Федерации дал свои рекомендации, как совет директоров и наблюдательный совет публичных акционерных обществ могут учитывать факторы, связанные с защитой окружающей среды, поддержкой социальных факторов и факторов корпоративного управления.

Многие инвесторы, особенно относящиеся к поколению Z, зачастую смотрят как раз на нефинансовую информацию, стараясь принять более взвешенные и ответственные инвестиционные решения. Также российский

---

<sup>1)</sup> Что такое ESG-инвестирование [Электронный ресурс]. Тинькофф Журнал. 2021. URL: <https://journal.tinkoff.ru/esg/> (дата обращения: 20.03.2024).

бизнес проявляет все больший интерес к ответственному инвестированию. Компании стремятся учитывать принципы экологической, социальной и управленческой устойчивости при реализации своей стратегии развития, а инструментом для оценки их усилий выступает рейтинг ESG, который включает в себя все озвученные параметры.

Рекомендации по присвоению ESG-рейтинга составляются ЦБ Российской Федерации. Согласно аннотации к последней опубликованной рекомендации, следование этим рекомендациям позволит сделать присвоение ESG-рейтингов более объективным, независимым, а сами рейтинги будут сопоставимы друг с другом. Так как фондовые рынки различных стран, в том числе и России, перенасыщены различными ESG-рейтингами, рэнкингами, оценками (по состоянию на 2020 год их насчитывалось порядка 800 во всем мире) и различными методиками присвоения этого рейтинга, перед ЦБ Российской Федерации стоит довольно сложная задача по гармонизации практик присвоения ESG-рейтингов.

В отличие от кредитного рейтинга у ESG-рейтинга есть один большой фундаментальный вопрос: «Что показывает рейтинг?» и «Что означает ESG-дефолт?». В этой связи довольно сложно через какое-то определенное время проверить, отражал ли присвоенный рейтинг устойчивого развития корректно ситуацию в компании или нет.

Еще одной проблемой является отсутствие разделения на запрошенные и незапрошенные оценки. К первым относятся договорные отношения между рейтингуемыми компаниями и провайдерами, а ко вторым — провайдер использует исключительно информацию из открытых источников без ведома самой компании. В мировой практике преобладает модель незапрошенных ESG-рейтингов, а в России – запрошенных. Безусловно, есть еще целый ряд проблем, которые описываются и в докладе Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO), документах ЦБ Российской Федерации и в большом количестве академических исследований.

Именно поэтому Центральный банк Российской Федерации по аналогии со своими зарубежными коллегами делает первые шаги для урегулирования рынка

ESG-рейтинга. Для российского рынка это является своего рода историческим событием, так как все процедуры присвоения ESG-рейтинга регулировались исключительно на уровне регламентов самих агентств.

В своих рекомендациях Центральный банк Российской Федерации предлагает распространить лучшие практики кредитных агентств на провайдеров ESG-рейтингов. В их число входят такие критерии, как прозрачность методик и процедур, требования к квалификации аналитиков, минимизация любых потенциальных конфликтов интересов между рейтингуемой компанией и провайдером.

Тем не менее какие-то рекомендации, вынесенные банком России, не могут быть внедрены рейтинговыми агентствами, так как некоторые предложения не могут быть выполнены рядом российских компаний. Например, такие показатели, как «Леса и биоразнообразие» и «Земледелие» публикуются ограниченным числом предприятий, поэтому провайдерам крайне тяжело создать достаточную выборку для составления эталонного показателя. Именно поэтому агентства рассматривают такую возможность как предоставление ESG-рейтинга, согласно либо методологии, разработанной самими рейтинговыми агентствами, либо предоставление рейтинга с учетом рекомендаций Центрального банка Российской Федерации.

На сегодняшний день на российском рынке ESG-рейтингов доминируют кредитные рейтинговые агентства – «Эксперт РА», АКРА, Национальное рейтинговое агентство (НРА). Однако на глобальном рынке ситуация выглядит иначе. Как на европейском, так и на американском рынках доминирование приходится на ведущие консалтинговые компании: MSCI, Sustainalytics, Vigea Eiris, Robeco Sum и другие. Однако за 2023 год и они претерпели изменения, став частью других финансовых компаний.

Безусловно российский фондовый рынок в разы меньше по капитализации, чем американский, европейский и китайский, и на нем намного меньше компаний, которые раскрывают свою нефинансовую информацию, для России все равно свойственно перенасыщение различными продуктами, связанными с

ESG: индексы, рэнкинги, скоринги. По разным оценкам, на российском рынке присутствует более двух десятков различных продуктов, связанных с оценкой ESG-компонентов. Часть из них имеет длинную историю и выверенную методологию, а другие появляются с определенной периодичностью, а потом и вовсе пропадают.

На российском рынке есть особенность, которая отличает отечественных провайдеров от зарубежных: российские рейтинговые агентства раскрывают свою методологию по присвоению ESG-рейтинга, чего не скажешь о зарубежных конкурентах. Более того, главный потребитель ESG-рейтинга в России и на западных рынках отличается. На европейском и на американском рынках ключевыми потребителями являются инвесторы, причем и институциональные (инвестиционные компании, банки, негосударственные пенсионные фонды), и частные. Именно это является основной причиной, почему на тех рынках более развиты незапрошенные оценки, когда количество компаний намного важнее глубины анализа. На отечественном рынке, напротив, класс «ответственных» инвесторов находится в самой начальной стадии формирования, поэтому зачастую запрос на присвоение ESG-рейтинга создают сами компании.

Как уже отмечалось, ESG-рейтинг компаний выставляется рейтинговыми агентствами, и каждое агентство разрабатывает свою собственную методологию с учетом требований Центрального банка Российской Федерации по методологии присвоения рейтинга, согласно которой идет оценка компании по трем компонентам – экологическим, социальным и корпоративному управлению. Оценка уровня ESG-рейтинга является довольно важной характеристикой деятельности компании. Спецификой российского рынка является также и то, что на рынке провайдеров рейтинга стали преобладать именно рейтинговые агентства, которые в основном специализируются на присвоении кредитных рейтингов. Это в свою очередь облегчило задачу регулятору с точки зрения надзора за процедурами и методиками.

Для того чтобы можно было эффективно оценить управление компании, а также спрогнозировать возможные социальные, экологические и корпоративные

риски, инвесторами используется ESG-рейтинг. Более высокий ESG-рейтинг эмитента может привлечь больше внимания как со стороны инвесторов, так и со стороны всех стейкхолдеров. Рассматривая каждый компонент рейтинга ESG, стоит отметить, что он состоит из ряда факторов, согласно рекомендациям по разработке методологии и присвоению ESG-рейтингов, опубликованных ЦБ РФ 30 июня 2023 года. Все эти факторы перечислены в таблице 2.3.

Таблица 2.3 – Факторы, входящие в ESG-рейтинг эмитента, согласно методологии Центрального банка Российской Федерации

Е-компонент	S-компонент	G-компонент
Климат	Система мотивации персонала	Структура собственности организации и реализация акционерами (участниками) прав
Энергопотребление и энергоэффективность	Политика равенства	Органы управления организации
Атмосфера	Охрана труда	Стратегическое управление
Водные ресурсы	Взаимодействие с обществом/третьими лицами	Система вознаграждения
Обращение с отходами производства и потребления	-	Управление рисками, осуществление внутреннего контроля и внутреннего аудита
Землепользование	-	Раскрытие информации
Леса и биоразнообразие	-	Политика ответственного инвестирования
Экологический менеджмент	-	-
Расходы на охрану окружающей среды	-	-
Цепочка поставок	-	-
Ответственное финансирование	-	-

Источник: составлено автором на основании рекомендаций ЦБ РФ по оценке ESG-факторов эмитентов

Так как разные агентства разрабатывают свою уникальную методологию для оценки компаний в разрезе ESG-параметров, в рамках нашего исследования имеет смысл провести сравнительный анализ методологий крупнейших российских

рейтинговых агентств, предоставляющих услуги по ESG-рейтингованию – АКРА, RAEX, Национальное рейтинговое агентство (также известного как НРА).

В данном разделе нами составлена сокращенная таблица, в которой будут сравнены основные факторы, которые включены в оценку компаний при выставлении ESG-рейтинга российским предприятиям тремя ведущими рейтинговыми агентствами на территории России (таблица 2.4). Важно отметить, что в каждый параметр ESG-рейтинга входит определенное количество факторов, которые были выведены на основе методологий рейтингования от ведущих агентств. Так, E-компонент включает в себя девять факторов, S-компонент – пять факторов, G-компонент – семь факторов. Таблица по всем компонентам ESG представлена в приложении Г.

Таблица 2.4 – Сравнительный анализ методологий присвоения ESG-рейтинга от RAEX, НРА и АКРА (сокращенная версия)

	RAEX	НРА	АКРА
Е-компонент (max 11)	9/11	7/11	0/11
S-компонент (max 4)	4/4	4/4	0/4
G-компонент (max 7)	7/7	7/7	0/7

Источник: составлено автором на основе методологий присвоения ESG-рейтинга от RAEX, НРА и АКРА и рекомендаций ЦБ Российской Федерации

Проведя сравнительный анализ методологий трех крупнейших рейтинговых агентств, оказывающих услуги по присвоению ESG-рейтинга, и сравнив каждую методологию с рекомендациями Центрального банка Российской Федерации, автором был сделан вывод, что наиболее приближенная к рекомендациям российского регулятора методология используется рейтинговым агентством RAEX.

Именно эта компания раскрывает полностью свою методологию по присвоению ESG-рейтинга, включая в E-, S- и G-компоненты наибольшее количество факторов. Так, в E-компоненты RAEX включает порядка 9/11 факторов.

Два фактора, которые не включены в методологию, — это «Земледелие» и «Леса и биоразнообразие». На практике ни одна из российских компаний, даже самая крупная и относящаяся к «голубым фишкам», не раскрывает эти два пункта в своей нефинансовой информации, поэтому включать эти два фактора для выставления рейтинга агентством в настоящее время является довольно проблематичным. В S-компонентах агентство рассматривает 4/4 рекомендованных Центральным банком фактора, так как практически все компании, имеющие листинг на бирже, довольно серьезно относятся к социальным вопросам и уделяют этому большое количество времени и ресурсов. Аналогичная ситуация наблюдается и при анализе G-компонентов, которые в настоящее время играют не менее важную роль, чем E- и S-факторы при оценке инвестиционной привлекательности компании.

С течением времени российские компании стараются следовать трендам и менять свой подход в корпоративном управлении в сторону более демократичного. Также RAEX ежемесячно обновляет свой ESG-рейтинг, что позволяет отслеживать развитие компаний с точки зрения устойчивой повестки более точно и эффективно.

Национальное рейтинговое агентство в своей методологии рассматривает меньшее количество факторов. Так, среди E-компонентов компанией рассматриваются 7 из 11 факторов, среди S- и G-компонентов - все факторы, рекомендованные ЦБ Российской Федерации для провайдеров ESG-рейтингов.

Отдельно стоит рассмотреть методологию АКРА, в которой не рассмотрен ни один фактор, рекомендованный регулятором. Агентство ссылается на то, что Банк России дает лишь рекомендации, а не обязательства, поэтому не видит смысла раскрывать свою методологию подробно, включая в нее лишь область применения методологии, источники информации, структуру анализа и рейтинговую шкалу. Именно поэтому в рамках данного диссертационного исследования нами не будет использован рейтинг агентства АКРА.

Благодаря присвоению рейтинга ESG любой компании появляется возможность увеличить интерес к ней с точки зрения инвестиций. Учет и классифицирование составляющих ESG-факторов дают инвестору представление о компании в процессе

принятия решения об инвестировании средств в ее капитал и минимизации возможных рисков в долгосрочной перспективе.

В начале 2022 года российский рынок столкнулся с беспрецедентным санкционным давлением со стороны стран «Большой семерки», что не могло не отразиться на повестке по устойчивому развитию, так как в российской экономике намечалась серьезная структурная трансформация. Привычные логистические и производственные цепочки разрушились, и у российской экономики появилась необходимость адаптироваться к новым условиям.

Помимо нарушения привычных цепочек поставок/производств, Центральный банк Российской Федерации также предпринимал агрессивные меры, чтобы стабилизировать уровень инфляции. Тем не менее, несмотря на агрессивную денежно-кредитную политику Центрального банка Российской Федерации, инфляционные ожидания населения остаются на высоком уровне, что учитывается ЦБ на каждом заседании и заставляет регулятора продолжать действовать жестко в плане денежно-кредитной политики. Это также является одним из факторов, оказывающим давление на компании, которым присваивается ESG-рейтинг.

Далее в рамках проводимого исследования необходимо проанализировать ESG-рэнкинг российских компаний за прошедший 2022 год, когда наиболее активно происходила трансформация российской экономики. В выборку вошли интегрированные нефтегазовые компании, металлургические компании и банки, представленные рейтинговым агентством RAEX. Такая выборка может быть объяснена тем, что именно на эту группу компаний, имеющих ESG-рейтинг от агентства RAEX, приходится наибольший объем капитализации российского рынка. Так, суммарная капитализация российских банков, имеющих ESG-рейтинг, по состоянию на 30 сентября 2022 года составила 79,3 млрд долларов США, интегрированных нефтегазовых компаний – 212,3 млрд долларов США, а металлургических компаний – 89 млрд долларов США.

Автором будет проанализирован ESG-рейтинг компаний от одного из ведущих российского рейтингового агентства, который предоставляет услугу по присвоению ESG-рейтинга - RAEX. Так как рейтинг постоянно обновляется, были

проанализированы усредненные рэнкинги компаний в указанных отраслях за 11 месяцев (с мая 2021 года по март 2022 года). Такой временной промежуток выбран для того, чтобы понять, насколько сильно вынужденная трансформация экономики России отразилась на ESG-рейтингах российских компаний. Перечень проанализированных компаний представлен в таблице 2.5. Также нами проанализирована капитализация выбранных компаний на протяжении указанного промежутка, чтобы проследить взаимосвязь между усредненными рейтингами компаний и их рыночной капитализацией и в дальнейшем сделать вывод о влиянии ESG-рейтинга на рыночную капитализацию компании.

Таблица 2.5 – Список анализируемых компаний в банковской, металлургической, нефтегазовой отраслях из рейтинга RAEX по рейтингу ESG

Банки	Интегрированные нефтегазовые компании	Металлургические компании
Московский кредитный банк	Лукойл	НЛМК
Сбер	Татнефть	Северсталь
Группа ВТБ	Роснефть	ММК
РОСБАНК	НОВАТЭК	Мечел
Банк «Санкт-Петербург»	Сахалин Энерджи	ТМК
Тинькофф банк	Группа Газпром	-
-	Башнефть	-
-	Сургутнефтегаз	-
-	РуссНефть	-
-	Славнефть	-
-	Газпром Нефть	-

Источник: составлено автором на основе данных ESG-рейтинга от RAEX по состоянию на декабрь 2023

Проведенный анализ усредненных ESG-рейтингов компаний, который представлен на рисунке 2.7, в трех отраслях российской экономики — банковской, нефтегазовой и металлургической – согласно представленному рейтингу RAEX в

период с мая 2021 года по март 2022 года, показывает, что наилучшую позицию занимают интегрированные нефтегазовые компании. Самый высокий рейтинг компании из данной индустрии занимали в мае 2021 года. В марте 2022 года показатели рейтинга представлены худшими позициями. Такая ситуация может быть объяснена политической ситуацией и изменением страновых рисков. Аналогичную динамику можно проследить и у интегрированных нефтегазовых компаний.

Тенденция ухудшения показателя рейтинга на протяжении 11 периодов представлена худшим положением в марте 2022 года (рисунок 2.7). Несмотря на то, что банковский сектор выглядит относительно стабильно, его показатели значительно хуже в рейтинге, если сравнивать с металлургической и нефтегазовой отраслями. Таким образом, можно подтвердить, что в соответствии с методикой, предлагаемой агентством RAEX, важную роль играют риски, связанные со страновыми и отраслевыми и которые в настоящее время имеют место, действительно снижают показатели компаний исследуемых сфер.

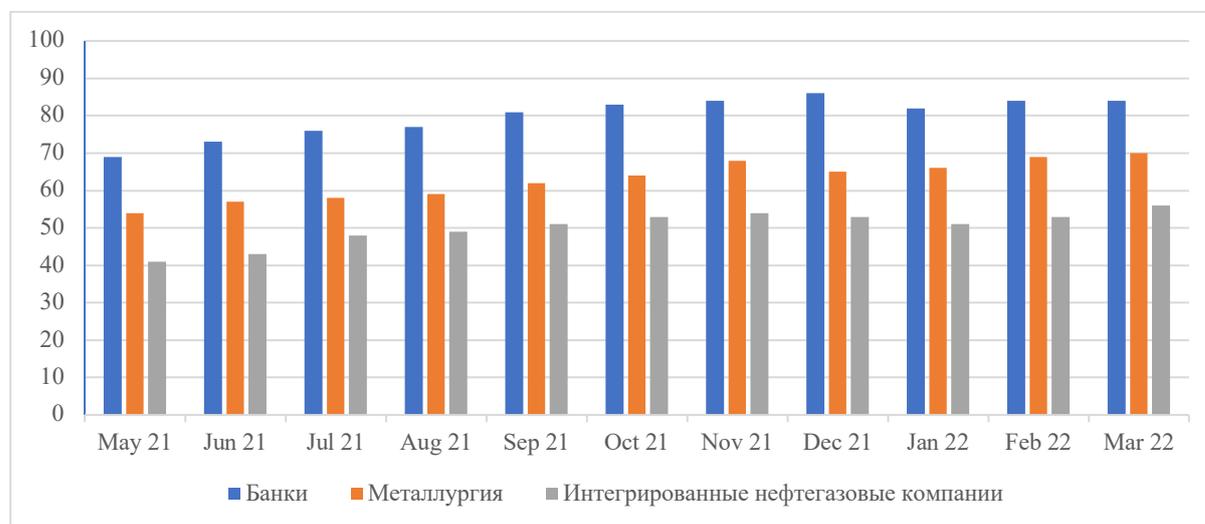


Рисунок 2.7 – Усредненный ESG-рейтинг банковских, энергетических и нефтегазовых компаний в рейтинге RAEX с мая 2021 г. по май 2022 г.

Источник: составлено автором на основе данных ESG-рейтинга от RAEX

Также важно отметить, что компании, которые имеют наиболее высокий усредненный ESG-рейтинг, имеют и высокую рыночную капитализацию.

Например, аналогично обстоят дела и с интегрированными нефтегазовыми компаниями. Ситуация с банковским сектором также подтверждает этот тезис: по сравнению с выбранными тремя секторами – нефтегазовые и металлургические компании и банки — именно последние имеют наименьшую рыночную капитализацию вместе с наихудшим усредненным ESG-рейтингом.

Подводя итог можно сказать, что ESG-повестка набирает все большую актуальность в современном мире. За последние 20 лет практически все страны нарастили свое вовлечение в повестку устойчивого развития, подписав ряд документов, изданных такими институтами, как ООН. Россия и российские компании, не взирая на серьезные проблемы, возникшие в 2022 году в связи с сильным санкционным давлением, все равно очень внимательно относятся к теме устойчивого развития, а российские рейтинговые агентства совместно с Банком России стремятся разрабатывать понятную методологию присвоения рейтинга по устойчивому развитию, чтобы и сами компании, и все заинтересованные стороны могли оценить предприятие с точки зрения ответственного подхода к ведению бизнеса.

Помимо деловой репутации ESG-рейтинг также имеет взаимосвязь с рыночной капитализацией компании. Так, анализ усредненных показателей ESG-рейтинга показал, что чем выше позиция в рейтинге ESG, тем больше будет рыночная капитализация выбранного предприятия. Это может иметь определяющее значение для инвесторов, желающих купить акцию компании.

## **2.4 Методические подходы к разработке авторского ESG-индекса для оценки эффективности инвестиционных фондов устойчивого развития**

Для поставленных задач в рамках данного раздела диссертации, а именно предложения методических подходов по разработке авторского ESG-индекса и сравнения его с оригинальной методикой расчета индекса от Московской биржи, в первую очередь нужно было ее изучить.

После изучения методики был определен необходимый набор данных. Для прогнозирования значений индекса потребовались исторические данные стоимости индекса, которые получены с сайта Московской биржи. Также для расчета значений индекса с собственными корректировками необходимы первичные данные по стоимостям каждого эмитента, входящего в состав индекса за каждый день, и коэффициенты для расчета индекса по каждому эмитенту, которые меняются при каждой ребалансировке.

Данные с необходимыми коэффициентами были получены с сайта Московской биржи, а для сбора ежедневных стоимостей каждого эмитента использовался парсинг<sup>1)</sup> на языке Python. После прогнозирования индекса нами построены методы прогнозирования по секторальному распределению активов в индексном ESG-фонде. Расчет индекса состоит из 9 этапов, которые представлены и описаны в таблице 2.6. Более детальная информация, какие входные данные необходимы для осуществления каждого этапа, какие выходные данные получаются после их выполнения, представлены в приложении Д.

Таблица 2.6 – Процесс расчета авторского ESG-индекса

Этап
Сбор данных по стоимостям эмитентов индекса
Скачивание данных по стоимостям индекса
Расчет новых коэффициентов, ограничивающих долю капитализации $i$ -ой акции
Расчет значений индекса с пересчитанными по новой стратегии весами для каждого эмитента индекса
Предобработка данных
Обучение модели для сравнения стратегий в долгосрочной перспективе
Создание визуализаций для анализа временных рядов
Создание визуализаций для отображения работы модели ARIMA
Создание визуализаций для сравнительного анализа двух стратегий расчета весовых коэффициентов для эмитентов индекса

Источник: составлено автором

<sup>1)</sup> Парсинг – сбор и структурирование информации с сайтов в соответствии с заданными параметрами.

Полная база расчета авторского индекса, включающая 50 наиболее ликвидных акций, представлена в приложении Е. Так как автором диссертационного исследования предлагается взять за основу методологию расчета индекса Московской биржи, внося корректировки в расчет коэффициента, ограничивающего долю капитализации  $i$ -ой акции ( $W_i$ ), то целесообразно сравнить авторскую и Московской Биржи методологии. Это сравнение двух методологий представлено в таблице 2.7.

Таблица 2.7 – Сравнение методологий расчета индексов Московской биржи и авторского ESG-индекса с учетом корректировки весового коэффициента  $W_i$

Индекс Московской биржи	Авторский ESG-индекс
Порядок расчета ценовых индексов	
$I_n = \frac{MC_n}{D_n}$ <p>где <math>I_n</math> – значение Индекса на <math>n</math>-ый момент расчета;  <math>MC_n</math> – рыночная капитализация всех Акции по состоянию на <math>n</math>-ый момент расчета,  <math>D_n</math> – значение Делителя<sup>1)</sup> на <math>n</math>-ый момент расчета Индекса;</p>	$I_{new} = \frac{MC_n}{D_n}$ <p>где <math>I_{new}</math> – значение авторского Индекса на <math>n</math>-ый момент расчета;  <math>MC_{new}</math> – рыночная капитализация всех Акции по состоянию на <math>n</math>-ый момент расчета,  <math>D_n</math> – значение Делителя<sup>1)</sup> на <math>n</math>-ый момент расчета Индекса;</p>
Суммарная стоимость всех акций на $n$ -ый момент расчета значения Индекса	
$MC_n = \sum_{i=1}^N MC_i,$ <p>где <math>N</math> – общее количество акций;  <math>MC_i</math> – капитализация <math>i</math>-той акции.</p>	$MC_n = \sum_{i=1}^N MC_{i\_new},$ <p>где <math>N</math> – общее количество акций;  <math>MC_{i\_new}</math> – капитализация <math>i</math>-той акции с учетом корректировок весового коэффициента.</p>
Формула стоимости (капитализации) $i$ -той акции	
$MC_i = \frac{P_i \cdot Q_i \cdot FF_i \cdot W_i}{K_n}$ <p>где <math>P_i</math> – цена <math>i</math>-той акции, выраженная в рублях;  <math>Q_i</math> – общее количество <math>i</math>-тых акций одной категории одного Эмитента;  <math>FF_i</math> – коэффициент free-float <math>i</math>-ой акции;</p>	$MC_i = \frac{P_i \cdot Q_i \cdot FF_i \cdot W_{i\_new}}{K_n}$ <p>где <math>P_i</math> – цена <math>i</math>-той акции, выраженная в рублях;  <math>Q_i</math> – общее количество <math>i</math>-тых акций одной категории одного Эмитента;  <math>FF_i</math> – коэффициент free-float <math>i</math>-ой акции;  <math>W_{i\_new}</math> – коэффициент, ограничивающий долю капитализации <math>i</math>-ой акции</p>

<sup>1)</sup> в свою очередь делитель представляет собой значение общей капитализации всех Акции на первый день расчета указанного индекса, скорректированное с учетом произошедших изменений Базы расчета и начального значения Индекса.

Индекс Московской биржи	Авторский ESG-индекс
Формула стоимости (капитализации) $i$ -той акции	
$W_i$ – коэффициент, ограничивающий долю капитализации $i$ -ой акции равен (максимальное значение – 1); $K_n$ – курс валюты на $n$ -ый момент расчета, равный Индикативному курсу, рассчитываемому ПАО Московская Биржа, если решением Биржи не установлено иное.	(максимальное значение – 1. Данный коэффициент обратен зависят от ESG-рейтинга эмитента, присвоенного RAEX: чем выше рейтинг, тем ниже коэффициент $W_{i\_new}$ ); $K_n$ – курс валюты на $n$ -ый момент расчета, равный Индикативному курсу, рассчитываемому ПАО Московская Биржа, если решением Биржи не установлено иное.

Источник: составлено автором на основе методологии расчета индекса Московской биржи

Важно также отметить, что для соблюдения лимита веса одного эмитента в индексе на уровне 15%, удельный вес акций одного эмитента будет рассчитываться весовой коэффициент ( $W_i$ ). Он определяется как сумма удельных весов акций всех категорий данного эмитента в индексе. Весовой коэффициент  $i$ -ой акции  $W_i$ , который используется при расчете индекса, рассчитывается по следующей формуле:

$$W_i = WW_i \cdot LW_i, \quad (1)$$

где  $WW_i$  — коэффициент, ограничивающий долю капитализации  $i$ -ой акции в зависимости от удельного веса  $i$ -ых акций;

$LW_i$  — дополнительный коэффициент, ограничивающий долю капитализации  $i$ -ой акции.

Чтобы уменьшить уровень влияния акций каких-то определенных эмитентов на итоговое значение индекса, используется весовой коэффициент  $WW_i$ , который рассчитывается таким образом, чтобы удельный вес акции/эмитента не превышал требуемого значения (в рамках расчета данного индекса максимально допустимый вес на одного эмитента/акции составляет не более 15%).

Чтобы соблюдать установленные ограничения (не более 15% доля одной акции/эмитента в индексе), предлагается осуществлять процедуру корректировки

удельных весов эмитентов. Корректировка осуществляется по следующему принципу:

- если удельный вес эмитента или сумма удельных весов эмитентов в базе расчета индекса превышает 15%, то соответствующий удельный вес устанавливается равным этой величине;
- разница между удельными весами до и после ограничения пропорционально распределяется между эмитентами, удельные веса которых не были ограничены.

Для лучшего понимания алгоритма расчета авторского ESG-индекса, автором предлагается рассмотреть схему (рисунок 2.8), как рассчитываются новые значения индекса, предложенного нами исследованием.

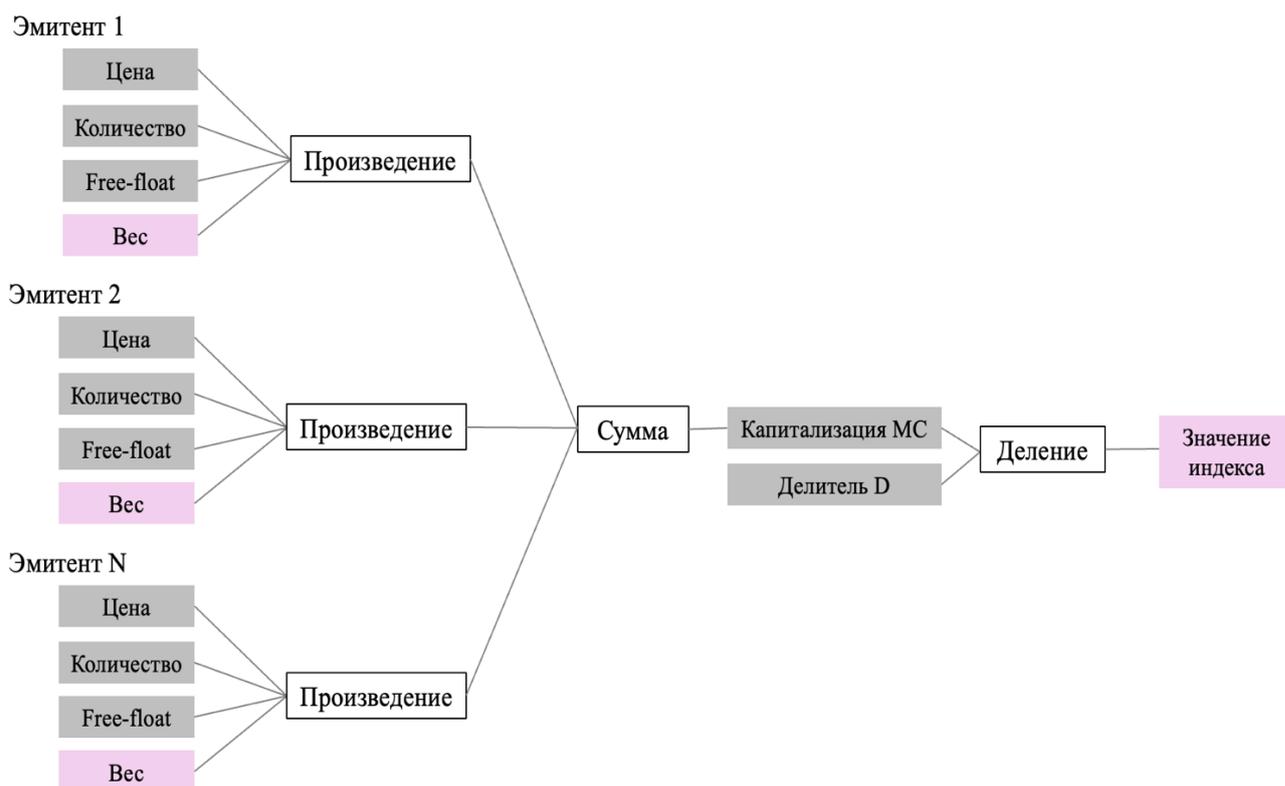


Рисунок 2.8 – Алгоритм расчета авторского ESG-индекса

Источник: составлено на основе авторской методологии по расчету ESG-индекса

Одной из целей данного исследования является создание биржевого паевого инвестиционного фонда. Нами предлагается использовать индексный фонд,

стоимость активов которого будет изменяться так же, как и котировки бенчмарка. В качестве бенчмарка предлагается использовать индекс, разработанный нами в рамках данного диссертационного исследования.

Немаловажным аспектом является и прогноз по секторальному распределению активов внутри фонда, так как от него зависит, как корректно распределить активы внутри предложенного фонда для максимизации инвестиционного дохода.

Процесс прогнозирования состоит из трех этапов, представленных в таблице 2.8. Детальная таблица с описанием каждого этапа прогнозирования представлена в приложении Ж.

Таблица 2.8 – Процесс расчета индексного ESG-фонда

Этап
Сбор данных по эмитентам, входящим в состав фонда
Формирование данных по весам эмитентам в фонде, сгруппированным по секторам
Обучение моделей для предсказания доли эмитентов в авторском фонде посекторно

Источник: составлено автором

#### *Прогнозирование секторального распределения активов в авторском ESG-фонде*

Для прогнозирования весов для фонда была выбрана следующая стратегия:

- все эмитенты, бумаги которых куплены в фонд, были сгруппированы по 11 секторам: нефть и газ, финансы, металлургия и горная добыча, информационные технологии, потребительский сектор, телекоммуникации, химия и нефтехимия, электроэнергетика, строительство, транспорт и прочее;
- предсказания будут делаться по историческим данным о весах в фонде перечисленных секторов. Так как фонд, предложенный нами, является индексным, то метод предсказания весов схож с часто используемым предсказанием весов эмитентов в индексе за счет прогнозирования доходности и риска каждого из эмитентов и последующим переводом этих значений в веса, иногда дополнительно включаются различные ограничения. Подход с предсказаниями не по доходностям

и рискованности эмитентов, а по предыдущим весам секторов отличается тем, что, во-первых, эмитенты сгруппированы по секторам, а во-вторых, вместо отслеживания изменения доходностей и риска используется отслеживание изменений весов сектора, которые можно интерпретировать как изменение доходности и риска группы эмитентов (так как на этой основе распределяются веса в индексных фондах), что позволяет строить предсказания только на основе предыдущих весов.

Таким образом, в рамках диссертационного исследования автором предлагается рассчитать ESG-индекс с использованием методики расчета индекса МосБиржи, внося корректировки в коэффициент, ограничивающий долю капитализации  $i$ -ой акции (максимальное значение — 1. Данный коэффициент обратно зависят от ESG-рейтинга эмитента, присвоенного RAEX: чем выше рейтинг, тем ниже коэффициент  $W_{i\_new}$ ). Также на основании рассчитанного индекса предложен индексный ESG-фонд, который имеет идентичный состав по эмитентам, однако вес каждого эмитента в фонде отличается. Затем с использованием языка программирования Python и модели ARIMA составлены прогнозы на ближайший квартал, показывающие динамику авторского ESG-индекса и секторального распределения активов в индексном фонде.

Подводя итог, стоит отметить, что повестка по устойчивому развитию активно продвигается как глобально, так и внутри России. Однако в последний год прослеживается негативная тенденция в секторе устойчивого развития на западных рынках, в частности на рынках США и Европейского союза, где впервые за довольно долгий промежуток времени наблюдался отток денежных средств из ESG-фондов после многолетних притоков. Российский рынок столкнулся с серьезными вызовами, связанными с санкционным давлением и прекращением деятельности западных провайдеров ESG-рейтингов. Сегодня как перед эмитентами, так и перед Центральным банком Российской Федерации и Московской биржей остро стоит вопрос разработки собственных методологий для присвоения ESG-рейтинга эмитентам и продвижения «ответственных» инвестиций как для частных, так и для институциональных инвесторов.

Этот тренд четко прослеживается на примерах российских компаний: чем выше средневзвешенный ESG-рейтинг, тем дороже компания. Как показало исследование, компании, имеющие наиболее высокий средневзвешенный ESG-рейтинг, также имеют и довольно высокую рыночную капитализацию. Это отчетливо видно на примере интегрированных нефтегазовых компаний.

Не менее важно отметить, что компоненты ESG-рейтинга могут повлиять на финансовые показатели компании, такие как рентабельность и инвестиционная привлекательность. Так, на коэффициент EV/EBITDA сильнее всего влияет компонент G в нефтегазовой отрасли и наименее — компоненты S и E. На показатель прибыли на акцию (EPS) имеет влияние компонента E в обрабатывающей отрасли и деятельности, связанной с информацией и связью. В нефтедобывающей отрасли этот показатель имеет взаимосвязь с компонентой S. На рентабельность собственного капитала (ROE) оказывают влияние компоненты ESG-рейтинга в таких отраслях, как телекоммуникации, розничные и оптовые продажи, обрабатывающая и нефтедобыча. Наибольшее влияние на ROE оказывает компонента E в отрасли телекоммуникации, в сфере розничных и оптовых продаж — компоненты E и S практически с равной силой, в обрабатывающей отрасли — компоненты E и G также с эквивалентной силой. В нефтяной сфере на ROE отрицательно влияет компонент G, что в целом не встречалось больше ни в какой другой сфере и ни с какими другими показателями. На рентабельность активов (ROA) влияет компонент S в отрасли недвижимости и компоненты E и G в обрабатывающей отрасли.

## **Глава 3 Предложения по развитию биржевых паевых инвестиционных фондов устойчивого развития в Российской Федерации**

### **3.1 Моделирование стратегии управления биржевыми паевыми инвестиционными ESG-фондами на основе индексной стратегии**

Сегодня паевые инвестиционные фонды (ПИФы) позволяют наиболее эффективно решать проблемы как сохранения, так и капитализации средств частных и крупных институциональных инвесторов. Временно свободные средства населения и инвесторов, которые могут быть вложены в ПИФы, также могут повысить инвестиционный спрос на рынке ценных бумаг, увеличить ликвидность обращающихся акций и в конечном счете создать условия для того, чтобы обеспечить приток инвестиционных ресурсов не только на фондовый рынок, но и в экономику страны. Инвестиционные фонды, которые создаются для коллективного инвестирования, также являются наиболее подходящими институтами для получения инвестиционного дохода. Несмотря на то, что ПИФы присутствуют на фондовом рынке России уже на протяжении 20 лет, их активное формирование, использование и широкое обращение началось только в последние 3-5 лет. Без сомнений можно сказать, что одним из самых перспективных инструментов для коллективного инвестирования являются биржевые паевые фонды российских компаний (БПИФ). В настоящий момент БПИФы являются одним из самых перспективных и быстро развивающихся видов финансового инструмента, который доступен на фондовом рынке и который может иметь повышенный спрос как среди частных, так и среди институциональных инвесторов<sup>1)</sup>.

---

<sup>1)</sup> Положение Банка России от 24 февраля 2016 г. № 534-П «О допуске ценных бумаг к организованным торгам» [Электронный ресурс]. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_197599](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_197599) (дата обращения: 14.04.2024).

Есть различие между классическим ПИФ и БПИФ: паи второго обращаются на фондовой бирже. Подобная форма обращения паев обеспечивается заключением договора биржи с управляющей компанией и внесением в правила доверительного управления фондом положения о том, что держатели пая имеют возможность требовать от управляющей компании, которая создала фонд для инвестирования средств, выкупить их пай или продать его на бирже в любой торговый день. С целью поддержания спроса и предложения на паи биржевых инвестиционных фондов, которые обращаются на бирже, необходимо поддерживать их спрос и предложение. Кроме того, необходимо обеспечивать стабильную динамику цен и объема торгов инвестиционными паями с маркет-мейкерами.

В соответствии с законодательством Российской Федерации (ФЗ «Об инвестиционных фондах»)<sup>1)</sup> допуск паев биржевого паевого инвестиционного фонда к организованным торгам, проводимым биржей, осуществляется на основании соглашения этой биржи с управляющей компанией и уполномоченным лицом, а также при условии, что эта биржа заключает договор с маркет-мейкером биржевого фонда договора о соблюдении им обязательных условий, таких как объем заявок спроса и предложения, заданного спреда цен и времени выполнения.

К маркет-мейкерам, котирующим паи биржевых фондов на первом уровне листинга биржи, имеется ряд требований, необходимых к выполнению. Среди них основными являются<sup>2)</sup>:

- объем сделок с инвестиционными паями на торгах Биржи, совершаемых маркет-мейкером биржевого фонда в течение основной торговой сессии (торгового периода) одного торгового дня, по достижении которого его обязанность маркет-мейкера в этот день прекращается, составляет не менее 50 млн р.;

- либо период исполнения в течение основной торговой сессии (торгового периода) одного торгового дня маркет-мейкером биржевого фонда

---

<sup>1)</sup> Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» [Электронный ресурс]. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_34237/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_34237/) (дата обращения: 14.04.2024).

<sup>2)</sup> Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) [Электронный ресурс]. URL: <https://naufor.ru/> (дата обращения: 14.04.2024).

обязанности маркет-мейкера составляет не менее трех четвертей времени проведения торгов этого дня.

Маркет-мейкеры играют одну из определяющих ролей при торговле паями фондов, так как они способствуют улучшению торговой среды для фондов на бирже. Они способны сформировать первичную ликвидность инструмента, уплотнить «стакан» заявок, контролировать ценовой спред. Как итог привлекательность биржевых инвестиционных фондов довольно сильно растет для инвесторов.

БПИФы по своей сути являются уникальными инвестиционными продуктами: при сравнительно низком пороге входа они имеют высокий уровень диверсификации. За счет того, что фонд инвестирует средства своих клиентов, он имеет больше возможностей для получения прибыли в сравнении с частным инвестором. Как правило, фонд вкладывает средства в акции, которые формируют определенный индекс. Данный способ позволяет получить наиболее благоприятный уровень риска и доходности для портфеля. Покупая долю в фонде, инвестор также получает пропорциональную часть индекса.

На фондовом рынке России количество БПИФов за последние годы существенно увеличилось. Согласно данным МосБиржи, на начало 2021 года на ней торговалось 58 БПИФов, в то время как к началу 2023 года их число увеличилось практически в два раза и составило 115. Такой результат не может не впечатлить, так как российский фондовый рынок оперирует в условиях сильного санкционного давления.

Говоря об управляющих компаниях, которые занимаются доверительным управлением паевыми инвестиционными фондами, на конец 2022 года их количество составляло 264, а 18 из них занимались управлением биржевыми паевыми инвестиционными фондами. Лидерами по количеству биржевых инвестиционных фондов под управлением являются:

- «Тинькофф Капитал»;
- «Первая»;
- «Альфа Капитал»;

- «ВИМ инвестиции»;
- «Райффайзен Капитал»;
- «РСХБ Управление активами».

На Московской бирже представлена довольно широкая линейка БПИФов в зависимости от класса актива. Так, есть БПИФы с экспозицией на рынок акций/облигаций, денежный рынок, рынок драгоценных металлов, а также смешанные инвестиции. Классификация всех торгуемых на Московской бирже БПИФов по базовому активу представлена на рисунке 3.1.

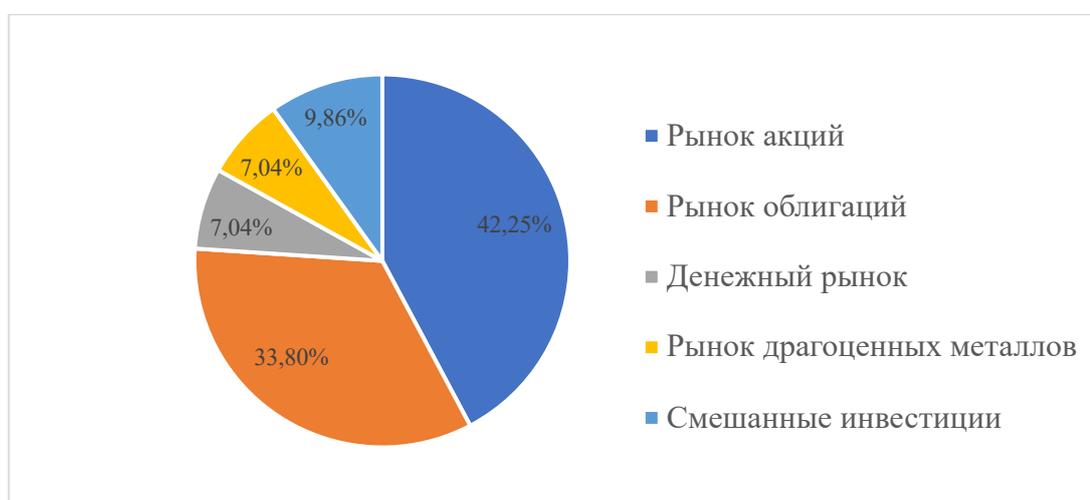


Рисунок 3.1 – Классификация торгуемых БПИФов на Московской бирже

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

Проанализировав диаграмму на рисунке 3.1, можно сделать вывод, что большая часть фондов (42,25%), торгуемых на Московской бирже, отслеживает индексы, базовым активом которых являются акции. Несколько меньшая доля – 33,80% – приходится на рынок облигаций, 9,86% – на смешанные инвестиции и равные доли – по 7,04% – приходятся на денежный рынок и рынок товаров (включая золото).

В зависимости от ситуации, сложившейся в экономике страны, управляющие фондами выбирают разные стратегии. В период восстановления мировой экономики после пандемии COVID-19 индексы широкого рынка как российского, так и американского демонстрировали активный рост, что может быть объяснено

политикой центральных банков, в результате чего наблюдается растущий спрос на новые инструменты среди ряда инвесторов. Это также связано как с развитием рыночной инфраструктуры, так и с законодательными инициативами по расширению классов активов, доступных инвесторам<sup>1)</sup>.

В соответствии с законами, регулирующими деятельность управляющих компаний, можно отметить, что они не имеют ограничений в выборе индикаторов для отслеживания эффективности управления своими финансами. На первом месте стоит условие об указании конкретного индикатора (индекса) в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а если это индекс, то указание его названия или тикера на бирже и полного наименования лица, которое его рассчитывает<sup>2)</sup>. Также важно обратить внимание на динамику стоимости чистых активов (СЧА) биржевых паевых инвестиционных фондов, представленная на рисунке 3.2.

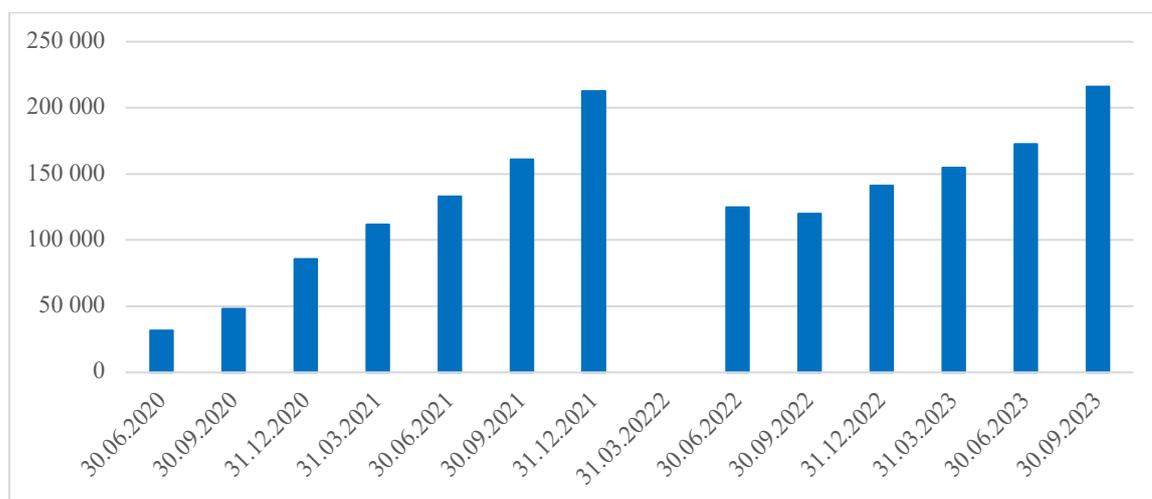


Рисунок 3.2 – Динамика СЧА БПИФов с июня 2020 г. по сентябрь 2023 г., млн р.<sup>3)</sup>

Источник: составлено автором на основе данных ЦБ РФ

<sup>1)</sup> Apostolos T. The European ETF Market: What can be done better? / T. Apostolos // ECMI Commentary. 2018. № 52. P. 23–28.

<sup>2)</sup> Фрайс В.Э. Биржевые паевые инвестиционные фонды как индексные финансовые инструменты [Электронный ресурс]. Журнал прикладных исследований. С. 243–247, апрель 2020. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/birzhevye-paevye-investitsionnye-fondy-kak-indeksnye-finansovye-instrumenty> (дата обращения: 23.03.2024).

<sup>3)</sup> Ввиду остановки биржевых торгов в марте 2022, оценить динамику СЧА БПИФов в этот период невозможно.

Исходя из данных, представленных на рисунке 3.2, можно заметить, что стоимость чистых активов биржевых фондов стремительно росла в период с III квартала 2020 года до конца 2021 года. Именно на этом временном интервале биржевые паевые инвестиционные фонды набирали популярность среди российских инвесторов. Следующий год, 2022-й, напротив, стал неординарным для российского фондового рынка. На представленном рисунке 3.2 отсутствуют данные за I квартал 2022 года, так как практически все управляющие компании прекратили расчет стоимости чистых активов (СЧА). Приостановка расчетов была связана с тем, что в силу внешних обстоятельств 28 февраля 2022 г. было приостановлено биржевое обращение инвестиционных паев и других финансовых инструментов.

В конце марта 2022 года на Московской бирже возобновились торги паями биржевых паевых инвестиционных фондов, однако количество торгуемых фондов было ограничено. В этот период регулятор допустил к торгам самые ликвидные инструменты. На первых торгах после их приостановления были доступны операции с паями 12 фондов, далее Банк России постепенно расширял список фондов, доступных для торговли на Московской бирже. К концу II квартала 2022 года функционировало примерно 60% биржевых паевых инвестиционных фондов, в то время как в марте этого же года данный показатель составлял 20%. С 24 октября 2022 г. Московская биржа возобновила торги всеми биржевыми фондами на российские активы. Невзирая на постепенное восстановление рынка после резкого падения в 2022 года, ключевые показатели деятельности фондов оставались неудовлетворительными до конца года. Как итог в конце 2022 года СЧА биржевых ПИФов была на уровне II квартала 2021 года, что свидетельствует о явном ухудшении состояния рынка биржевых паевых инвестиционных фондов. Такое резкое падение в размере СЧА может быть также объяснено и тем фактом, что ряд биржевых ПИФов были ликвидированы из-за сильного санкционного давления. Однако в 2023 году наблюдается восходящий тренд в увеличении стоимости чистых активов. Это может быть объяснено как восстановлением российской экономики, так и появлением новых фондов на отечественном рынке.

В последнее время как частные, так и институциональные инвесторы на отечественном фондовом рынке стали активно принимать участие в индексном инвестировании. Это стало своего рода трендом. Такую стратегию можно описать как инвестирование денежных средств в финансовые инструменты, которые реплицируют различные фондовые индексы. Инвестирование в данном случае имеет исключительно пассивный характер, так как оно не предполагает активного участия инвестора в управлении инвестиционными средствами, которые были вложены в конкретные активы. Обращаем внимание на то, что индексное инвестирование осуществляется в основном с помощью биржевых паевых инвестиционных фондов. В первую очередь это обусловлено высокой степенью диверсификации, которая обеспечивается БПИФаами благодаря коллективному инвестированию в активы, объединенные в каком-либо индексе, и также благодаря широкому охвату фонда, он может обеспечить доходность, которая будет соответствовать конкретному финансовому индексу. Стоимость паев любого БПИФа находится в прямой зависимости от отслеживаемого индекса и не должна отклоняться от него более чем на 3%.

В рамках данного раздела диссертационного исследования имеет смысл рассмотреть индексные стратегии БПИФов, созданные в 2018–2022 гг., базовым активом которых являются акции, облигации, а также смешанные стратегии. Важно, что будут проанализированы не все БПИФы, представленные на торговой площадке Московской биржи, поскольку ряд БПИФов, включающих в себя иностранные активы, так и не были допущены к торгам после их приостановки в феврале 2022 года.

Среди БПИФов для анализа, которые берут экспозицией на рынок акций, будут включены отслеживающие индексы:

МОЕХ-15 – композитный индекс российского фондового рынка, рассчитываемый Биржей на основе цен сделок, совершаемых с наиболее ликвидными и капитализированными акциями, допущенными к обращению на бирже;

IMOEX – один из двух основных индексов российского фондового рынка. Рассчитывается Московской биржей по специальной формуле на основании цены акций, коэффициента free-float и рыночной капитализации компаний, входящих в его состав;

MRSVRT – ESG-индекс акций полной доходности, в базу расчета которого входят акции российских эмитентов, имеющие лучшую динамику показателей в сфере устойчивого развития и корпоративной социальной ответственности.

В таблице 3.1 будет сравнена доходность 3 фонда: БПИФ «Райф Индекс МосБиржи 15», БПИФ «Первая Топ Российские акции» и БПИФ «Первая Ответственные инвестиции». Также проанализирована доходность отслеживаемых индексов, чтобы можно было понять, насколько лучше/хуже широкого рынка чувствовали себя выбранные фонды в 2020–2022 годах.

Таблица 3.1 – Сравнительный анализ БПИФов с экспозицией на акции

Фонд	Доходность за 3 года, %	Доходность за 1 год, %	Доходность за 6 мес., %	Индекс	Доходность за 3 года, %	Доходность за 1 год, %	Доходность за 6 мес., %
БПИФ «Райф Индекс МосБиржи 15»	13,69	46,18	23,25	MOEX-15	-2	42	21,4
БПИФ «Топ Российских акций»	23,79	55,57	24,86	IMOEX	4	48,23	21,91
БПИФ «Первая ответственные инвестиции»	19,69	40,5	17,63	MRSVRT	6	43,5	19,6

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

Из полученного анализа можно сделать выводы о том, что стратегии фондов, берущих экспозицию на акции, превзошли отслеживаемые индексы за 3 года. Невзирая на серьезные вызовы, с которыми столкнулся российский фондовый рынок, 2 из 3 стратегии фондов продемонстрировали лучшую доходность, чем

отслеживаемые индексы. Доходность БПИФ «Первая Ответственные инвестиции» отстала за 1 год от отслеживаемого индекса на 3%, а за полгода сократила свое отставание до 2 процентов. Самое существенное опережение индекса за 3 года продемонстрировал БПИФ «Топ Российских акций» от УК «Первая» (фонд обогнал индекс Московской биржи на 13,79%). За прошедшие полгода БПИФ «Райф Индекс» Московской Биржи и БПИФ «Топ Российские акции» демонстрируют доходность выше рынка, а «Ответственные инвестиции» немного отстают, хотя и сокращают свое отставание.

Также необходимо провести аналогичный сравнительный анализ фондов с экспозицией на рынок облигаций. Рассмотрены фонды с экспозицией на облигации федерального займа (ОФЗ), корпоративные рублевые облигации, облигации российских компаний, номинированные в юанях, и высокодоходные облигации (ВДО). Стоит отметить, что так как облигации, номинированные в юанях — новый инструмент на российском рынке, появившийся в 2022 году, сравнительный анализ ограничен лишь 6 месяцами. Аналогичная ситуация наблюдается и с фондами с экспозицией на высокодоходные облигации — доходность фондов будет оцениваться в разрезе полугода-года. По аналогии с БПИФами, берущими экспозицию на акции, облигационные биржевые фонды также отслеживают определенный индекс, с которым и сравнивается доходность фондов. Среди индексов, которые были выбраны для сравнительного анализа облигационных БПИФов, есть следующие:

- RGBITR – основной индикатор рынка российского государственного долга. Он включает наиболее ликвидные облигации федерального займа с дюрацией более одного года, рассчитывается в режиме реального времени по методам совокупного дохода и чистых цен;
- АКСВІ — индикатор «Альфа-Капитал. Облигации»;
- RUCNYTR — индекс облигаций, выпущенных российскими эмитентами и номинированных в китайских юанях;
- RUEYBCSTR — кастомизированный индикатор рынка корпоративных облигаций с рейтингом не менее BBB(RU), но не более A+(RU) по национальной рейтинговой шкале или без рейтинга. В базу расчета индекса допускается

включение облигаций из Сектора повышенного инвестиционного риска. Индекс рассчитывается методами совокупного дохода и чистых цен (таблица 3.2).

Таблица 3.2 – Сравнительный анализ БПИФов с экспозицией на облигации

Фонд	Доход за 3 года, %	Доход за 1 год, %	Доход за 6 мес., %	Индекс	Доход за 3 года, %	Доход за 1 год, %	Доход за 6 мес., %
БПИФ «Первая Гос облигации»	-2,87	0,74	-2,24	RGBITR	-1,12	1,16	-2,17
БПИФ «Альфа управляем облигациями»	27,59	11,36	3,98	АКСВИ	12,38	5,95	1,01
БПИФ «Фонд облигаций в юанях»	-	-	10,08	RUCNYTR	-	0,17	0,73
БПИФ «БКС Облигации повышенный доход»	-	8,59	0,88	RUEYBCSTR	1,34	8,52	1,34

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

Проанализировав таблицу 3.2, можно сделать вывод, что из всех облигационных фондов лишь фонды, состоящие из корпоративных облигаций, продемонстрировали достаточный уровень доходности, способный обогнать и отслеживаемый индекс, и уровень инфляции. Также неплохо себя показали юаневые облигационные фонды, которые обгоняют отслеживаемый индекс на 9,35% на горизонте полугода. Фонды, держащие в своем составе высокодоходные облигации, демонстрируют практически такую же динамику, что и индекс высокодоходных облигаций.

В начале 2021 года на российском фондовом рынке наблюдалось заметное снижение доходности многих облигационных фондов. Большинство из них демонстрировали даже отрицательную динамику, что существенно уменьшало привлекательность данного продукта для потенциальных инвесторов, вследствие чего у них не было желания вкладывать средства в эти инструменты на протяжении

долгого времени. Снижение ставок по депозитам и массовый возврат частных инвесторов в БПИФы являются одной из причин восстановления привлекательности коллективных инвестиций и роста их доходности в 2022 году.

Еще одна категория фондов, которую также необходимо проанализировать — это фонды смешанных инвестиций, то есть в своем портфеле управляющие компании держат и акции, и облигации. Наиболее широкая линейка таких продуктов представлена управляющей компанией «Тинькофф» — БПИФ «Тинькофф вечный портфель (в российских рублях)», БПИФ «Тинькофф вечный портфель (в евро)», БПИФ «Тинькофф вечный портфель (в долларах США)». Такие фонды номинированы в разных валютах — рубль, доллар и евро. Соответственно фонд в рублях берет экспозицию на российские акции/облигации, фонд в долларах — на американскую экономику, а в евро — на экономику еврозоны.

«Тинькофф Капитал», являющаяся управляющей компанией, создала фонды, которые придерживаются концепции «вечного портфеля». Основываясь на работах Гарри Брауна, который является ведущим американским финансовым аналитиком, были созданы рассматриваемые фонды. В соответствии с его теорией, доходное долгосрочное инвестирование основано на создании инвестиционного портфеля, который состоит из 4 классов активов, где на каждый класс активов приходится по 25% от портфеля: акции, облигации, краткосрочные ценные бумаги и товары. Участник рынка должен иметь возможность один раз сформировать портфель из этих четырех активов и затем ежегодно проводить ребалансировку, чтобы привести их веса к одинаковым долям – 25% на каждый класс активов<sup>1)</sup>.

Смысл стратегии «вечных портфелей» заключается в том, что при различных условиях функционирования рынка и экономики эти четыре класса активов могут вести себя по-разному. В период экономического подъема наиболее выгодными оказываются акции, в период спада — облигации. В периоды высокой инфляции и риска рецессии возрастает спрос на золото, а когда начинается период снижения процентных ставок интересны для покупки длинные облигации.

---

<sup>1)</sup> Тинькофф Инвестиции [Электронный ресурс]. URL: <https://www.tinkoff.ru/invest/> (дата обращения: 13.03.2024).

Чтобы оценить, насколько эффективно происходит управление фондами управляющей компанией Тинькофф, имеет смысл сравнить доходность каждого фонда (в рублях, долларах США и евро) с ключевыми индексами российского, американского и европейского рынков – индекс Московской Биржи, S&P500 и EUROSTOXX 50 Index.

На рисунках 3.3, 3.4 и 3.5 представлено сравнение доходности ключевых индексов рынков США, Еврозоны и России и смешанных фондов от УК «Тинькофф Капитал», номинированные в долларах США, евро и российских рублях.

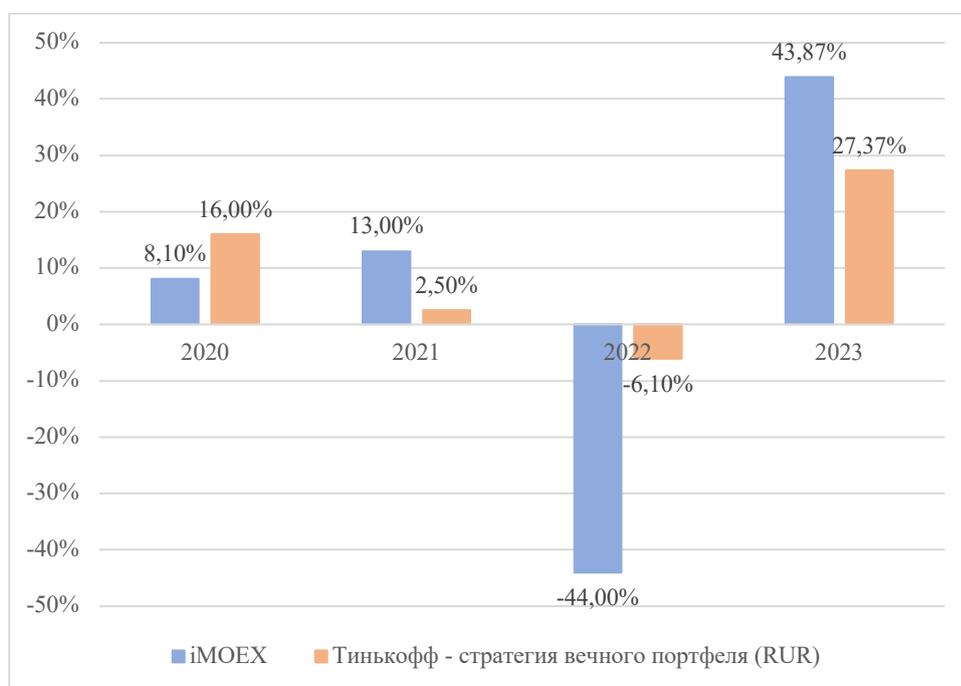


Рисунок 3.3 – Сравнение доходностей индекса iMOEX и фонда «Тинькофф – стратегия вечного портфеля (RUR)»

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

В год запуска фонд Тинькофф продемонстрировал впечатляющую доходность, обогнав индекс широкого рынка практически в два раза. Однако годом позже, в 2021-м, фонд показал доходность хуже, чем рынок, что могло быть вызвано нарастающими геополитическими рисками, которые реализовались уже в 2022 году. Однако в год серьезных потрясений, в 2022-м, фонд чувствовал себя

намного лучше, чем весь российский рынок, хотя доходность так и осталась отрицательной, а в 2023 году фонд хоть и показал впечатляющую доходность на уровне 27,23%, однако так и не смог обойти индекс широкого рынка по доходности.

Далее проведен аналогичный сравнительный анализ фонда «Тинькофф – стратегия вечного портфеля», номинированная в долларах США. Так как в состав фонда помимо золота и денежных средств входят финансовые инструменты американского фондового рынка – ETF на краткосрочные корпоративные облигации и казначейские облигации США, а также акции крупнейших компаний США, таких как Goldman Sachs, Salesforce Inc, Netflix – доходность такого фонда имеет смысл сравнивать с ключевым индексом фондового рынка США – S&P500.

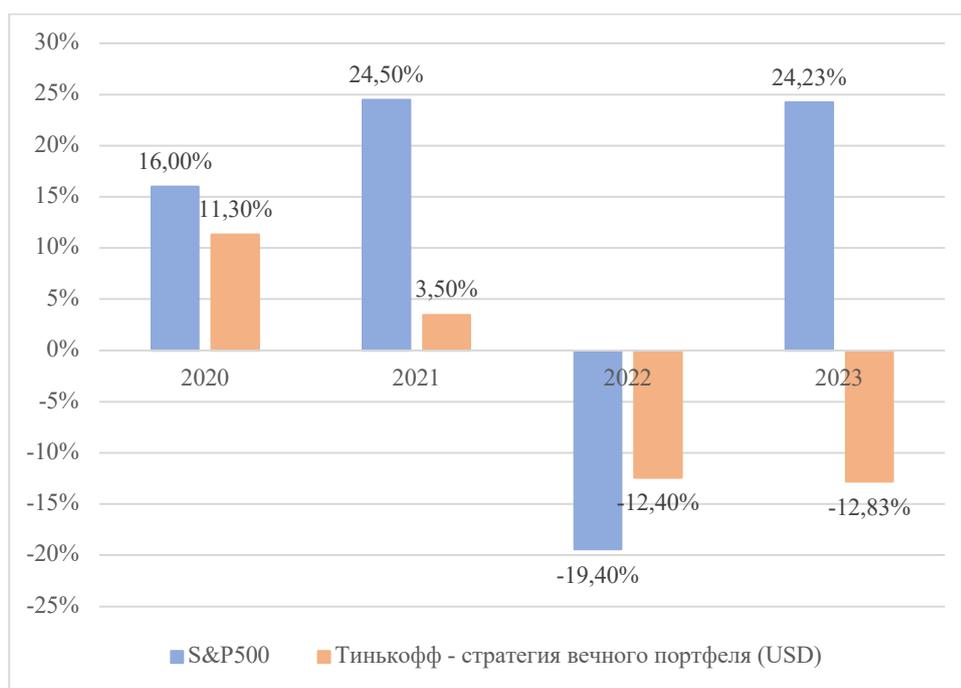


Рисунок 3.4 – Сравнение доходностей индекса S&P500 и фонда «Тинькофф – стратегия вечного портфеля (USD)»

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

Из полученного анализа можно сделать вывод, что фонд Тинькофф даже в момент запуска чувствовал себя хуже, чем индекс широкого рынка США, что

значительно снижало его привлекательность для инвесторов, когда еще была техническая возможность покупать акции американских эмитентов на брокерские счета. Следующий год, 2021-й, оказался практически провальным для российского фонда, хотя он и демонстрировал положительную доходность.

Однако в 2022 году, несмотря на отрицательную доходность, фонд оказался более устойчив, чем американский рынок. Такой результат мог иметь место как раз благодаря стратегии «вечного портфеля», который берет экспозицию на разные классы активов в равных долях. В 2023 году наблюдалась довольно сильная просадка в доходности фонда, несмотря на сильный рост индекса широкого рынка. Такая ситуация вероятно связана с сильным санкционным давлением как в отношении Тинькофф-Банка, так и в отношении СПБ-Бирже, где и происходила торговля этим финансовым инструментом. Еще одно сравнение нужно провести между фондом «Тинькофф – стратегия вечного портфеля (EUR)» и индексом EURO STOXX 50. По аналогии с фондом в евро берет экспозицию на рынок еврозоны.

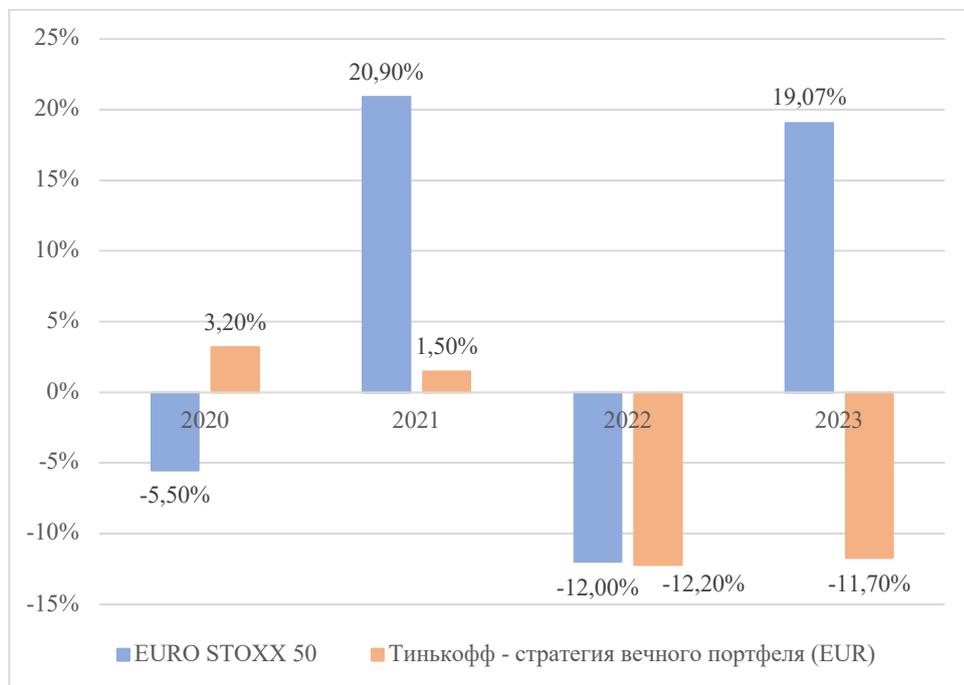


Рисунок 3.5 – Сравнение доходностей индекса S&P500 и фонда «Тинькофф – стратегия вечного портфеля (USD)»

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

Фонд в евро как и рублевый продемонстрировал впечатляющую доходность в год запуска, а в 2021 году, когда мировая экономика начала восстанавливаться, фонд УК «Тинькофф» значительно отставал от европейского индекса, однако в 2022-м он чувствовал себя практически так же, как и европейский индекс, отставая всего на 0,2%. Как и с фондом «Тинькофф – стратегия вечного портфеля», номинированном в долларах США, фонд в евро также показал противоположную динамику в сравнении с европейским индексом широкого рынка, что было также связано с рядом инфраструктурных рисков, которые во многом играли ключевую роль на протяжении 2022–2023 годов.

С помощью сравнительного анализа трех российских фондов можно сделать вывод, что индексные стратегии Тинькофф являются достаточно эффективными, и это проявляется в их устойчивости к резким колебаниям рынка благодаря оптимальному соотношению риска и доходности. Так как БПИФы представляют собой хорошо диверсифицированный продукт, у инвестора есть возможность одной сделкой сразу сформировать наиболее эффективный портфель по соотношению риск/доходность, который будет чувствовать себя уверенно в любом макроэкономическом цикле. Такой портфель не только поможет защищать сбережения от инфляции в долгосрочной перспективе, но и сможет сохранить большую их часть в периоды серьезных экономических вызовов.

Индексные фонды также пользуются спросом и со стороны рядовых граждан. Нами было проведено анкетирование среди 50 человек в возрасте от 21 до 55 лет, в котором респондентам были заданы вопросы:

- есть ли у респондента инвестиционный счет индивидуального инвестора;
- влияет ли повестка по устойчивому развитию на принятие инвестиционных решений;
- интересны ли были инвестиции в инструменты, связанные с повесткой по устойчивому развитию;
- было бы важно знать, эмитенты из каких отраслей экономики России включены в состав фонда.

Согласно полученным результатам, можно сделать вывод, что практически для 60% респондентов повестка по устойчивому развитию играет важную роль при повседневном образе жизни. Также у практически 45% опрошенных имеется брокерский счет, а также 72,3% было бы интересно инвестировать свои сбережения в инструменты, связанные с повесткой по устойчивому развитию (индексы или индексные фонды). Также 74,5% опрошенных было бы интересно, компании из каких отраслей российской экономики включены в биржевой ESG-фонд.

Таким образом, проведенный автором опрос также свидетельствует о том, что повестка по устойчивому развитию на сегодняшний день играет немаловажную роль и среди непрофессиональных участников фондового рынка.

Российские БПИФы как инструмент, появившийся относительно недавно — в 2018 году, развивается довольно быстрыми темпами. Как и любой новый инструмент на рынке, он имеет ряд недостатков, которые требуют комплексного подхода в их решении. Лишь после успешного решения всех таких вопросов можно будет говорить о надежном и доходном инструменте коллективного инвестирования. Основные проблемы, с которыми сталкиваются российские биржевые фонды, а также пути их решения представлены в приложении И.

Подводя итог, можно сказать, что главной целью БПИФов является преобразование сбережений населения в инвестиции, поэтому недостаточное развитие некоторых функциональных элементов системы БПИФ негативно влияет на привлечение средств инвесторов.

Проблемы, которые нами выявлены, являются причиной недостаточной инвестиционной привлекательности БПИФов как финансового инструмента, что свидетельствует о недоверии инвесторов к рынку биржевых ПИФов и ограничивает таким образом приток денежных средств.

Однако приобретение паев биржевых фондов было и остается по сей день наиболее удобной и относительно дешевой возможностью диверсифицировать свой портфель как по классам активов, так и по отраслям/странам. Такая возможность играет особо важную роль в нынешних условиях, когда высок уровень неопределенности и волатильности. Инвестирование капитала в БПИФы

поможет минимизировать возможные риски, связанные с экономическими циклами. Несомненно есть необходимость в изменении российской практики использования биржевых паевых инвестиционных фондов по аналогии с зарубежными ETF, для того чтобы повысить качество инфраструктуры БПИФов. Ключевым элементом инфраструктуры фонда на российском фондовом рынке принято считать менеджера, в то время как в индексных ETF его функция является очень незначительной. При управлении индексным фондом большая часть работы возлагается на депозитарный банк, который осуществляет хранение ценных бумаг и иных финансовых активов клиента, а также управление этими ценными бумагами. Также он должен отслеживать все изменения в составе фонда и следить за тем, чтобы туда могли попасть только те активы, которые соответствуют заявленному индексу.

### **3.2 Оценка эффективности разработанного ESG-индекса и формирование структуры индексного инвестиционного ESG-фонда**

В рамках исследования нами были определены параметры ESG-индекса, а также база его расчета. В состав индекса вошли акции, эмитенты которых в полной мере раскрывают информацию по вопросам устойчивого развития и корпоративной социальной ответственности.

Также стоит отметить, что ESG-индекс и ESG-фонд, предложенные нами в данном диссертационном исследовании, будут рассчитаны с учетом перспектив развития экономики России на ближайшие 2–3 года, так как целесообразно выбирать веса определенных компаний, исходя из прогнозов по развитию экономики Российской Федерации.

#### *Макроэкономический прогноз.*

Для прогноза будут использованы данные, представленные как Министерством экономического развития Российской Федерации, так и

Всемирным банком. Для начала рассмотрим прогноз структуры ВВП России с 2021 года до 2025 года по данным Минэкономразвития (полная таблица с данными представлены в таблице К.1 в приложении К). Ниже дана сокращенная таблица 3.3, где представлены сектора, вклад которых в ВВП России будет наиболее значим до 2025 года, а также те отрасли, доля в ВВП которых будет расти наиболее быстрыми темпами.

Таблица 3.3 – Структура ВВП России с 2021–2025 гг. (сокращенная таблица)

Отрасли	2021, %	2022, %	2023 прогноз, %	2024 прогноз, %	2025 прогноз, %
Добыча полезных ископаемых	11,50	11,90	10,40	10,10	9,80
Обрабатывающее производство	14,40	14,40	14,60	14,60	14,50
Финансы и страхование	4,10	4,50	4,60	4,60	4,70

Источник: составлено автором на основе данных Минэкономразвития

Из таблицы 3.3 видно, что на горизонте следующих нескольких лет ключевую роль в ВВП России будут играть такие отрасли, как добыча полезных ископаемых, а также обрабатывающее производство. Важно также отметить, что роль «финансов и страхования» в ВВП России будет увеличиваться опережающими темпами (с 4,10% до 4,70%), а общий прирост ВВП к 2025 году составит 2,2%–2,3% в год в базовом сценарии. Немаловажно отметить, что, согласно рейтингу устойчивого развития от RAEX, интегрированные нефтегазовые компании и банки, которые входят в отрасли «добыча полезных ископаемых» и «финансы и страхование» имеют одни из лучших средневзвешенных рейтингов устойчивого развития и одну из самых крупных рыночных капитализаций на рынке Российской Федерации.

Помимо прогнозируемой динамики ВВП необходимо также рассмотреть несколько важных элементов, которые способны оказать серьезное воздействие на экономику России. В частности, цена на нефть марки Brent, среднегодовой курс

доллара, индекс потребительских цен (ИПЦ), инвестиции в основной капитал, промышленное производство, а также реальные располагаемые доходы населения. Прогнозы, сделанные автором, будут ссылаться на оценку Министерства экономического развития Российской Федерации и Международного валютного фонда.

В 2023 году не только российская, но и глобальная экономика столкнулись с рядом серьезных вызовов — разогнавшаяся инфляция, общее замедление экономики и жесткая риторика мировых центральных банков в плане выстраивания дальнейшей денежно-кредитной политики. В прогнозах Международного валютного фонда базовый прогноз предполагает замедление темпов роста мировой экономики с 3,5% в 2022 году до 3,0% в 2023 году и 2,9% в 2024 году, что значительно ниже исторического среднего показателя (2000–2019 гг.).

По мнению Международного валютного фонда, мировая экономика продолжает медленно восстанавливаться после ударов пандемии коронавируса, российско-украинского конфликта и кризиса, вызванного разогнавшейся инфляцией. Тем не менее экономический рост остается медленным и неравномерным.

Говоря о дальнейших перспективах развития экономики России, целесообразно рассмотреть несколько сценариев: базовый и консервативный. Более подробные детали каждого сценария социально-экономического развития России до 2025 представлены в приложении Л. В базовом сценарии учитываются такие тенденции, как:

- более высокий уровень мировых цен на нефть по сравнению с началом 2023 года;
- ослабление рубля по отношению к иностранным валютам;
- сохранение низкого уровня безработицы и рост реальных доходов населения;
- ускоренный рост инвестиционной активности;
- опережающий рост выпуска в обрабатывающей промышленности в основном благодаря отраслям машиностроительного комплекса.

По мнению Министерства экономического развития Российской Федерации, все эти факторы окажут положительное влияние на ВВП России. При реализации базового сценария показатель может продемонстрировать рост до уровня 10%. Также при базовом сценарии мировая конъюнктура будет благоприятно складываться для российской экономики: дисконт между экспортной нефтью марки Urals сократится по отношению к Brent, а российский экспорт вырастет до 2,6% год к году, а к 2025-му будет на уровне в 2,4%. Курс национальной валюты в 2024–2025 годах прогнозируется на уровне 90–92 рубля за доллар США, причем этот уровень взят в среднем за год. В 2023 году уровень инфляции значительно превышает целевой показатель (7,5% при целевом показателе 4,0%), однако в последующие годы инфляция, по прогнозам Министерства экономического развития, составит сначала 4,5% в 2024 году, а в 2025-м уже будет на целевом уровне. Рынок труда также будет оставаться сильным до 2025 года, что позволит в значительной степени повысить уровень реальных располагаемых денежных доходов населения. Средний темп прироста реальных располагаемых доходов населения до 2025 года будет составлять 2,6% в год. Промышленное производство в России также будет демонстрировать рост в основном за счет роста инвестиций в основной капитал.

Во многом огромное влияние на развитие экономики Российской Федерации в 2024–2025 году будет играть реализация мер экономической политики, направленной на содействие структурной перестройки экономики. Президент Российской Федерации поставил 6 приоритетных задач, в рамках которых должна происходить реализация всех этих мер. Они включают в себя:

- расширение внешнеэкономического взаимодействия с перспективными партнерами из дружественных государств и развитие необходимых для такого сотрудничества инфраструктур, в т. ч. транспортной и платежной;
- укрепление технологического суверенитета;
- обеспечение финансового суверенитета;
- опережающее развитие транспортной, коммунальной и социальной инфраструктур;

- повышение благосостояния граждан;
- обеспечение народосбережения, защита материнства и детства, поддержка семей, имеющих детей.

Безусловно такой сценарий также имеет ряд рисков, которые необходимо принимать во внимание. Они разделены на внешние и внутренние. К внешним относится замедление мировой экономики, что может негативно сказаться на экспорте энергоресурсов, которые будут играть ключевую роль в экономике России еще не один год. К внутренним относятся недостаток квалифицированного персонала, а также дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики со стороны Центрального банка Российской Федерации. Все эти риски максимально заложены в консервативном сценарии развития экономики России.

При консервативном варианте развития событий закладывается более сильное, чем в базовом сценарии, замедление роста мировой экономики, а также дальнейшее усиление санкционного давления на Россию, в том числе благодаря вторичным санкциям на третьи страны, которые являются либо «дружественными» для Российской Федерации, либо занимают нейтральную позицию. Эти факторы негативно скажутся на экспортные цены сырья, в частности из-за большего дисконта между марками Urals и Brent. Также в консервативном сценарии закладывается реализация проинфляционных факторов, таких как более сильное ослабление курса национальной валюты по отношению к доллару.

Также в этом случае ожидается более жесткая политика Центрального Банка Российской Федерации, что приведет к еще более дорогому кредитованию, и это в свою очередь отразится на инвестиционной активности как граждан, так и бизнеса. При реализации данного сценария рост ВВП по итогам 2023 года оценивается в 2,6% год к году, а в последующие 2 года в среднем на уровне 1,5%.

Проанализировав макроэкономические прогнозы по экономике России, можно представить базу расчета ESG-индекса. За основу будет взят индекс МосБиржи, так как все эмитенты, входящие в базу расчета индекса, также имеют ESG-рейтинг, присвоенный RAEX, однако с измененным параметром весового коэффициента, так как в индекс, предложенный автором в рамках данной работы,

большее внимание будет уделено компаниям с высоким агрегированным рейтингом по устойчивому развитию. Ребалансировка индекса будет проводиться ежеквартально. Такой интервал был выбран авторами, так как именно с этой периодичностью большее количество эмитентов раскрывают свою управленческую отчетность, в которой также есть и раскрытие нефинансовой отчетности, включающей в основном информацию по экологической, социальной и управленческой деятельности.

Для расчета авторского ESG-индекса будет использована методология, описанная в пункте 2.4 данного диссертационного исследования. Полная база расчета авторского индекса представлена в приложении Е.

Для парсинга был выбран такой инструмент, как CURL (Client URL). Curl — это библиотека и инструмент командной строки для передачи данных по различным протоколам с использованием URL-синтаксиса. Она поддерживает передачу данных через протоколы HTTP, HTTPS, FTP, SFTP. С помощью этого инструмента делались GET-запросы на каждую дату из рассматриваемого промежутка (начиная с 2 сентября 2013 года и 5 января 2024 года) на динамические части сайта Московской биржи, а ответы были получены в формате json со стоимостями всех эмитентов индекса. Далее эти данные преобразовывались в файлы csv формата. Таким образом были собраны все необходимые данные.

Корректировки в расчете индекса вводились за счет изменения ограничивающего коэффициента в расчете весового коэффициента, которые используются в расчете капитализации каждой акции по методике Московской биржи. Так, у эмитентов с наивысшим ESG-рейтингом от агентства RAEX ограничивающий коэффициент был ниже, чем у эмитентов с более низким агрегированным рейтингом по устойчивому развитию. Однако на каждого эмитента приходится не более 15% веса в предложенном новом индексе, по аналогии и с изначальной методологией Московской биржи по расчету индекса. Такой показатель был выбран для минимизации влияния одного эмитента на целый индекс.

Формулы, по которым производились расчеты, указаны в пункте 2.4 данного диссертационного исследования в таблице 2.7. Полученный результат сравнения индексов – авторского и оригинального (рассчитанного в соответствии с методологией Московской биржи)– дан на рисунке 3.6.



Рисунок 3.6 – Сравнительный график доходностей оригинальных значений индекса Московской биржи и рассчитанных с корректировками

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

Определение значений индекса на определенную дату происходило поэтапно:

- формирование pandas датафрейма со всеми эмитентами индекса с их стоимостями на дату расчета  $P_i$ , их количествами в индексе  $Q_i$ , коэффициентами Free Float  $FF_i$ ; и скорректированными весовыми коэффициентами  $W_i$ ;
- путем перемножения всех перечисленных значений датафрейма была получена капитализация по каждому из эмитентов  $MC_i$  и после суммирования всех полученных значений капитализаций рассчитывалось общее значение капитализации индекса;
- полученное значение капитализации делилось на значение знаменателя  $D_n$ , которое едино для каждой даты внутри периода одной ребалансировки.

Таким образом, на каждую дату из промежутка с мая 2021 года по январь 2024 года были рассчитаны значения индекса с учетом измененных весов.

И по новым, и по оригинальным значениям индекса были рассчитаны их доходности, которые представлены на рисунке 3.6. Для более наглядного вида график был построен на значениях 200-дневной скользящей средней. Также серым цветом выделены промежутки, где значения по старой методике расчета выше, чем по новой.

Практически на всем промежутке доходность по новым значениям индекса выше доходности оригинальных значений, а именно 2589 дней из 2771.

Прогнозирование значения индекса проводилось с помощью языка Python и соответствующих библиотек для работы с временными рядами (statsmodel, pandas, numpy) и визуализации данных (matplotlib). Данный этап проводится для прогнозирования значения индекса, согласно двум стратегиям: первая – оригинальная методика расчета значений индекса МосБиржи, вторая – стратегия с пересчетом весов эмитентов индекса, предложенная в предыдущем пункте. По результатам прогнозов можно будет сделать вывод по сравнению данных стратегий с учетом перспективы на будущее.

Описание построения модели будет приведено на примере методики МосБиржи. Все описанные этапы были проделаны и для стратегии с весовыми

корректировками. Для начала рассмотрим временной ряд индекса МосБиржи (рисунок 3.7).

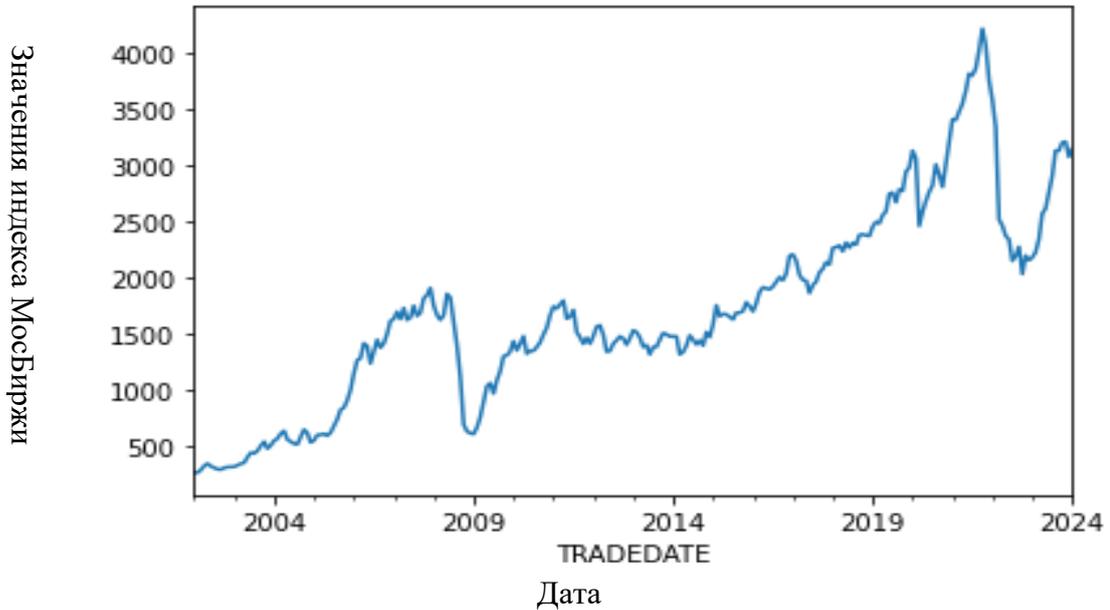


Рисунок 3.7 – Исходный временной ряд индекса Московской биржи

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

Также для работы с временным рядом важно понимать, как он раскладывается на тренд, периодичность и шум:

- тренд представляет собой долгосрочное изменение во временном ряде. Он может быть восходящим (положительным), нисходящим (отрицательным) или отсутствовать вовсе. Тренд позволяет определить общую тенденцию данных и может быть полезным для прогнозирования будущих значений временного ряда;
- периодичность отражает периодические колебания во временном ряду, которые повторяются с определенной частотой;
- шум или случайная компонента представляет собой непредсказуемую и случайную вариацию во временном ряду. Шум может быть вызван случайными факторами, ошибками измерений или другими непредсказуемыми событиями.

Для этого ряд был декомпозирован на 3 перечисленные компоненты и построен соответствующий график по ним. Декомпозиция была проведена с помощью STL – это популярный метод декомпозиции временных рядов на основе

модели локальной регрессии Loess и соответствующей реализации данного метода в библиотеке statsmodel (рисунок 3.8).

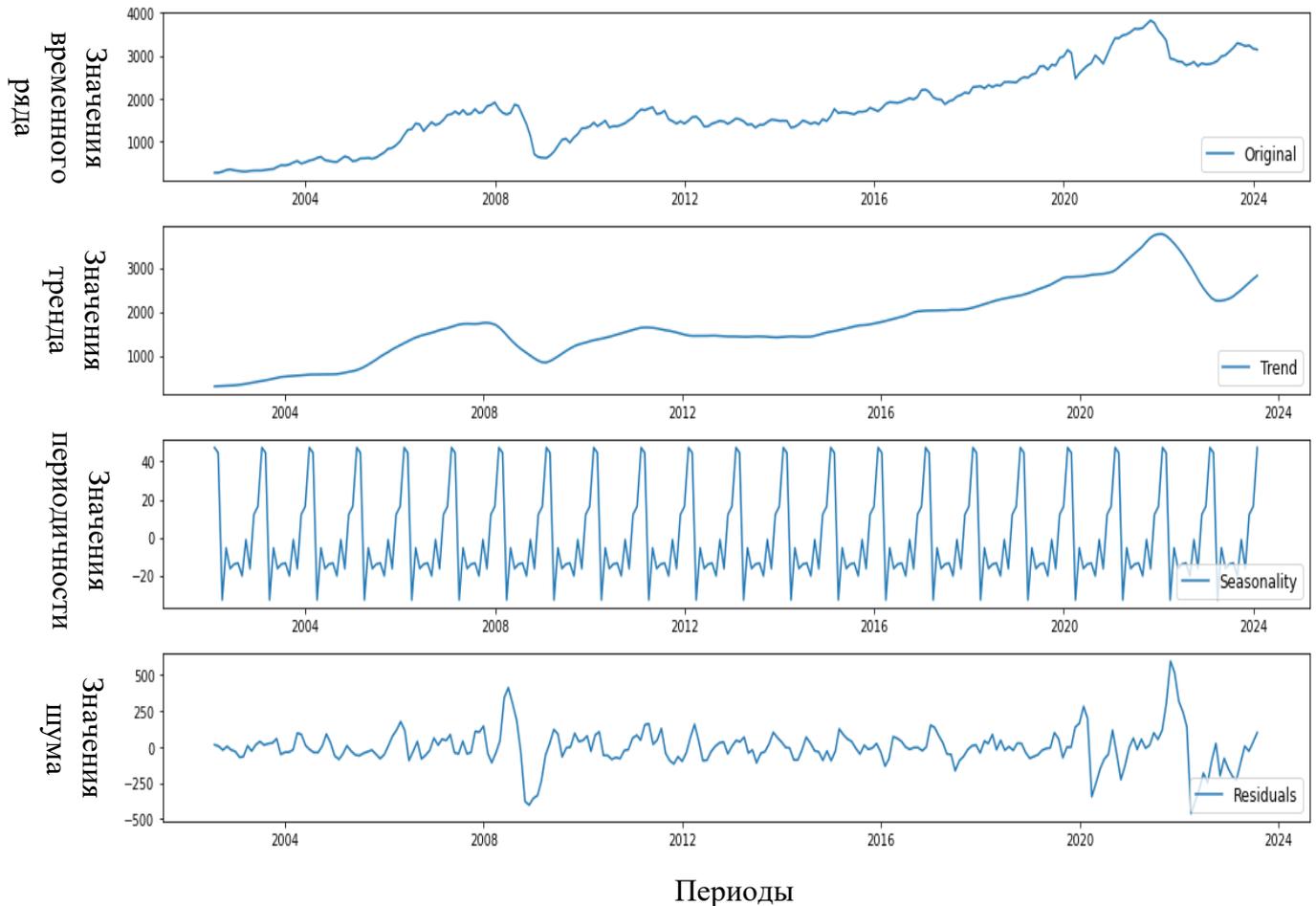


Рисунок 3.8 – Декомпозиция временного ряда индекса Московской биржи  
 Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

Можно заметить, что в целом значения стоимости индекса имеют восходящий тренд, а также достаточно выраженную периодичность с большими колебаниями.

Следующим этапом нужно было подобрать модель для прогнозирования временного ряда. Выбор пал на модель ARIMA (AutoRegressive Integrated Moving Average). Данная модель была выбрана по нескольким причинам.

Во-первых, данная модель сочетает в себе влияние предыдущих значений временного ряда (авторегрессионная составляющая) и недавней прошлой ошибки

модели (скользящая составляющая), что позволяет учесть как тренд, так и случайные колебания в данных. Это особенно важно при прогнозировании временных рядов с явно выраженными трендами или сезонностью.

Во-вторых, модель ARIMA может быть использована для моделирования рядов с нестационарным поведением, то есть рядов, в которых средние значения и дисперсия меняются со временем. ARIMA может быть применена к подобным рядам после их преобразования в стационарный вид с помощью дифференцирования.

Для работы с данной моделью нужно правильно подобрать гиперпараметры  $p$ ,  $d$  и  $q$ , которые отвечают за определенные настройки компонент модели:

- гиперпараметр  $p$  обозначает порядок авторегрессионной компоненты модели. Он указывает, сколько предыдущих значений временного ряда нужно учитывать для прогнозирования текущего значения. Чем выше значение  $p$ , тем больше предыдущих значений учитывается;
- гиперпараметр  $d$  обозначает порядок интегрированной компоненты модели. Он указывает, сколько раз нужно применить дифференцирование для приведения временного ряда к стационарному виду;
- гиперпараметр  $q$  обозначает порядок скользящего среднего компоненты модели. Он указывает, сколько предыдущих ошибок прогноза нужно учитывать для прогнозирования текущего значения. Чем выше значение  $q$ , тем больше предыдущих ошибок учитывается.

Для подбора этих гиперпараметров существуют соответствующие тесты.

Для подбора гиперпараметра  $d$  используется расширенный тест Дики-Фуллера. Это тест, который широко используется в эконометрике и финансовой аналитике для проверки временных рядов на стационарность. Он основан на рассмотрении гипотезы о наличии единичных корней (то есть о наличии тренда или сезонности, которые не исчезают со временем). Если данная гипотеза отвергается, то это означает, что временной ряд стационарен и может быть использован для прогнозирования (рисунки 3.9, 3.10). Для подтверждения или опровержения этих гипотез используются  $p$ -values значения.  $P$ -values — это наименьшее значение

уровня значимости (то есть вероятности отказа от справедливой гипотезы). Если  $p$ -values больше 5%, то нулевая гипотеза отвергается, следовательно, ряд является стационарным, у него есть определенная периодичность, которую можно выявить.

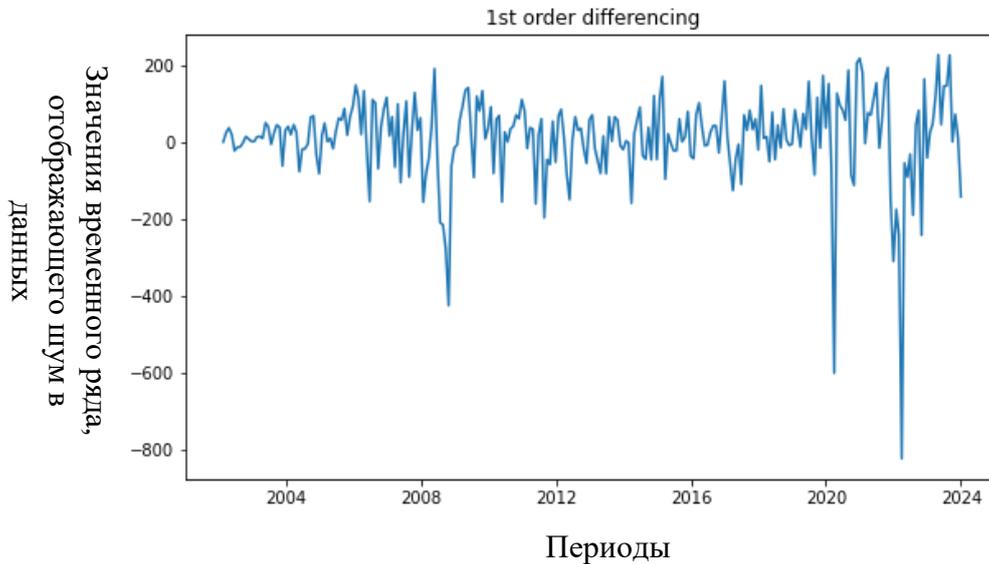


Рисунок 3.9 – Временной ряд после первого дифференцирования

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

```
ADF Statistic: -5.451100006149583
p-value: 2.6432895046376077e-06
Critical Values: {'1%': -3.4562572510874396, '5%': -2.8729420379793598, '10%': -2.5728461399461744}
Is the time series stationary? True
```

Рисунок 3.10 – Вывод статистик по тесту Дики-Фуллера

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

С помощью данного теста было определено достаточное количество дифференцирования для приведения временного ряда к стационарному виду. Это количество – 1, так как значение  $p$ -value гипотезы о наличии единичных корней равно  $2,6432895046376077e-06$ , что значительно меньше общепринятого уровня значимости в 5% и, как видно по выводу критических точек, даже значительно меньше уровня значимости в 0,01. Так, мы определили, что значение гиперпараметра  $d$  равно 1.

Выбор оптимальных значений гиперпараметров  $p$  и  $q$  для модели ARIMA выполняется на основе графиков ACF (автокорреляционной функции) и PACF (частичной автокорреляционной функции).

График ACF отображает корреляцию между текущим значением временного ряда и его предыдущими значениями, кумулятивно учитывая все предыдущие лаги. А график PACF показывает корреляцию между текущим значением временного ряда и его предыдущими значениями, исключая влияние промежуточных лагов. Значения автокорреляций считаются статистически значимыми, если они выходят за пределы синей области с графика (рисунок 3.11).

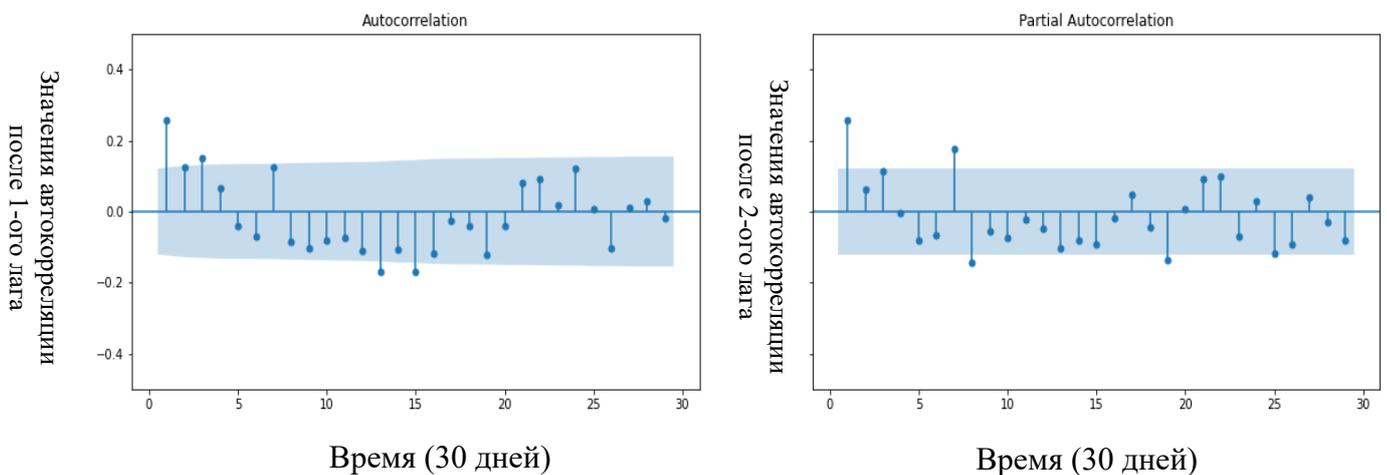


Рисунок 3.11 – Графики ACF и PACF, начиная со вторых лагов

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

Для выбора оптимального значения гиперпараметра  $p$  анализируется график PACF, а для гиперпараметра  $q$  – ACF. Значение данных гиперпараметров определяется номером последнего статистически значимого лага. Для  $p$  это значение равно 15, а для  $q$  – 19.

По данным значениям гиперпараметров нами была обучена модель на тренировочной выборке с января 2002 года по декабрь 2022 года, а данные с декабря 2022 года по декабрь 2023 года оставим как тестовую выборку для оценки прогностических свойств модели (рисунок 3.12).



Рисунок 3.12 – Сравнение прогноза модели с тестовыми данными  
индекса Московской биржи

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

Как мы видим по графику, предсказания хорошо моделируют временной ряд. Модель сделала правдоподобный прогноз, даже учитывая сложность тестового набора данных, так как в начале тестового периода не видна ни восходящая, ни нисходящая тенденции и достаточно неочевидно, что график резко пойдет вверх.

Теперь количественно оценим модель и подсчитаем метрики. Первая метрика – MAPE (Mean Absolute Percentage Error), которая показывает процентное отклонение предсказанных значений от реальных, данная метрика равна 0,020937607285968742, что означает что отклонения близки ко всего 2 процентам.

Также подсчитаем коэффициент детерминации R-squared – это доля дисперсии, которая может быть предсказана моделью и интерпретируется как прогностическая способность модели. Данная метрика равна 0,9395737019370755, что тоже является очень хорошим значением для модели.

Теперь рассмотрим получившуюся модель для стратегии с весовыми корректировками. Для данной модели были обновлены значения индекса за период расчета новых значений, то есть с 3 сентября 2013 года по 5 января 2024 года. Согласно графикам ACF, PACF и тесту Дики-Фуллера, гиперпараметры для модели

были подобраны следующие:  $p = 7$ ,  $d = 1$ ,  $q = 26$ . На графике ниже представлены предсказания модели на тестовом наборе данных (рисунок 3.13).

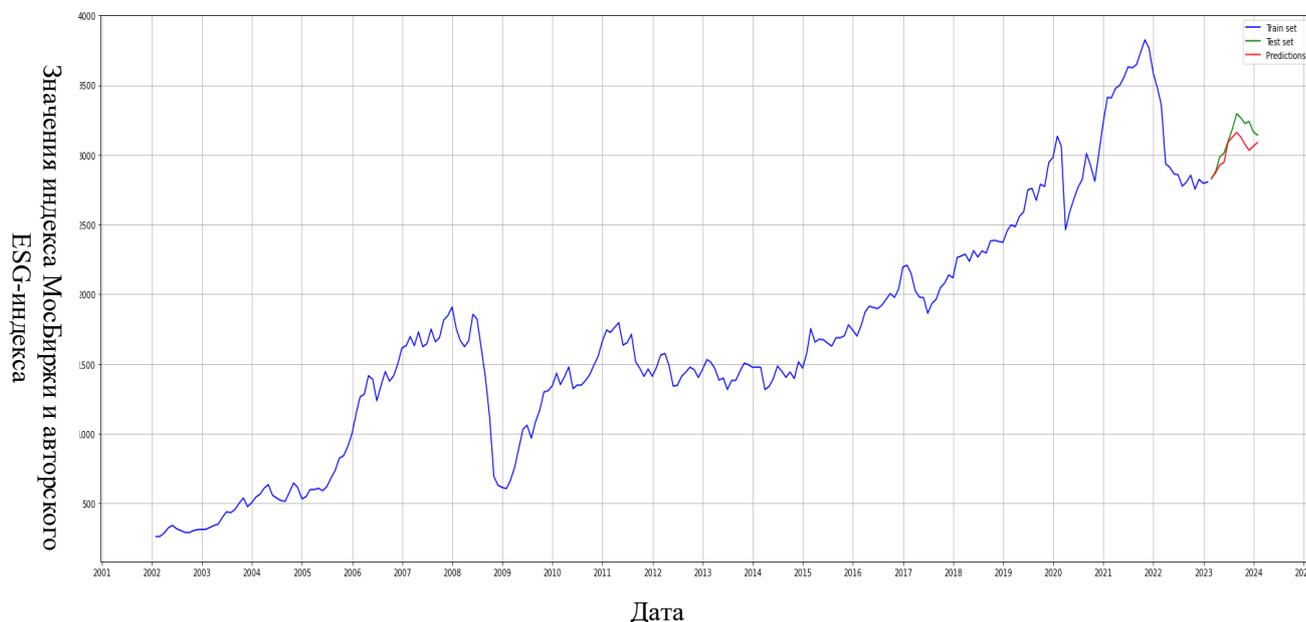


Рисунок 3.13 – Сравнение прогноза модели с тестовыми данными индекса с весовыми корректировками

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

По данной модели также были просчитаны метрики.  $MARE = 0,025581116812461373$ ,  $R\text{-squared} = 0,5015983616066221$ . Данные показатели не отклоняются значительно от метрик предыдущей модели. На основе полученных данных можно сделать вывод, что модели имеют схожую прогностическую способность и, как следствие, в таком случае их прогнозы могут сравниваться, так как уровень достоверности их предсказаний довольно схож. Теперь есть возможность обучить обе модели на полном наборе имеющихся данных и сделать прогнозирование на будущий период.

Прогнозирование будет делаться на 12 месяцев вперед, то есть на весь 2024 год. Для начала сделаем предсказания по оригинальным значениям индекса Московской биржи (рисунок 3.14), а затем и по значениям авторского индекса (рисунок 3.16).



Рисунок 3.14 – Предсказания значений оригинального индекса Московской биржи  
 Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

Из графика видно, что моделью предсказана нисходящая тенденция, что достаточно логично после резкого роста стоимости индекса. Более детально предсказания можно рассмотреть на графике ниже (рисунок 3.15).



Рисунок 3.15 – Приближенный график предсказаний значений оригинального индекса Московской биржи, февраль 2024 года – январь 2025 года  
 Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

По графику видно, что значение стоимости индекса будет падать на протяжении всего 2024 года с 3127,58 до 2847,29. Предсказания по новой стратегии выглядят следующим образом (рисунки 3.16, 3.17).



Рисунок 3.16 – Предсказания значений авторского ESG-индекса

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

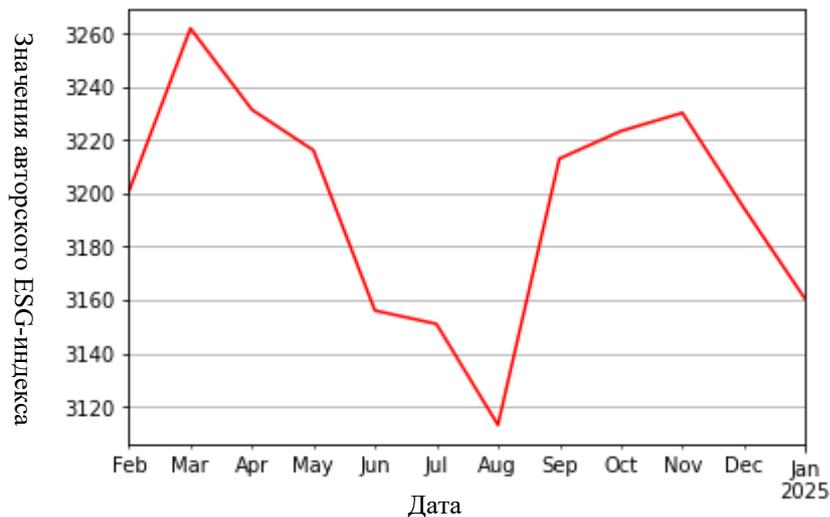


Рисунок 3.17 – Приближенный график предсказаний авторского ESG-индекса

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

Также были определены средние доходности каждого индекса. Из значений гистограммы (рисунок 3.18) видно, что при расчете весов по предложенной стратегии доходность значительно выше. Для оригинальных значений это

0,000105, а для рассчитанных по скорректированным весам – 0,000157. Это говорит о том, что предложенная стратегия имеет доходность выше на 49,29%.

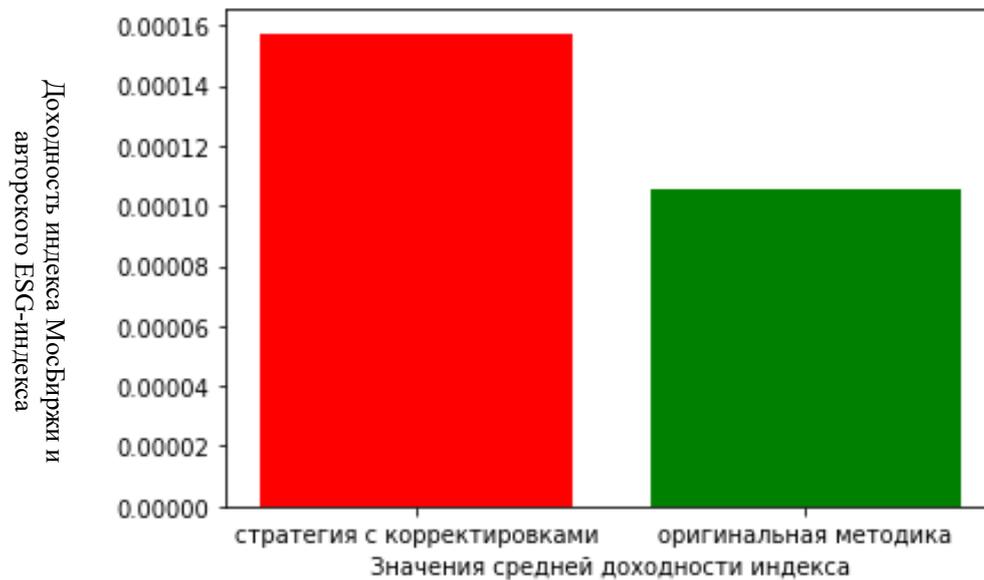


Рисунок 3.18 – Гистограмма доходностей индексов с разными стратегиями назначения весов

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

Так как автором предлагается использовать индексный фонд, который отражает динамику авторского ESG-индекса, то формирование фонда происходило намного проще: список эмитентов, входящий в состав фонда, идентичен списку эмитентов авторского ESG-индекса. Также необходимо спрогнозировать распределение активов фонда по секторам экономики на следующий период ребалансировки, согласно методологии, представленной автором в пункте 2.4 исследования. Полный состав биржевого паевого инвестиционного фонда, предлагаемого автором, представлен в приложении М.

Для построения прогнозов распределения активов фонда по секторам для начала рассмотрим исторические данные по весам секторов в фонде за период с января 2020 года по декабрь 2023 года (16 периодов ребалансировки фонда, которые происходили с той же периодичностью, как и ребалансировка

отслеживаемого индекса — авторский ESG-индекс). Можно заметить, что веса достаточно непостоянны и часто колеблются.

Теперь рассмотрим круговые диаграммы, отражающие соотношения каждого из секторов в индексе. Большую часть в индексе, как правило, занимает сектор «Нефть и газ», следующие по величине – «Финансы и металлургия» и «Горная добыча».

Затем перейдем к главному – предсказаниям. Они будут выполняться с помощью уже описанной в данном разделе модели ARIMA по следующему принципу: для каждого сектора будет обучена индивидуальная модель для предсказания веса на следующий период ребалансировки, затем все полученные веса по секторам будут отмасштабированы так, что в сумме они дадут 100%, при этом сохраняя соотношение всех весов. Полученные предсказания представлены на рисунке 3.19.

```
{'Нефть и газ': 0.44584144917245466,
'Финансы': 0.19765802183889042,
'Металлургия и горная добыча ': 0.1856996499109057,
'Информационные технологии': 0.024365869196331668,
'Потребительский сектор ': 0.025535128460196913,
'Телекоммуникации ': 0.01835794291035464,
'Химия и нефтехимия': 0.016365678085068478,
'Электроэнергетика ': 0.028132435040463276,
'Строительство': 0.025350895985962036,
'Транспорт ': 0.014399999382777699,
'Прочее': 0.0025738191512636763}
```

Рисунок 3.19 – Предсказанные значения весов для секторов моделью ARIMA

Источник: составлено автором

Сумма полученных весов получилась близка к единице, а именно 0,98428, поэтому корректировки в связи с масштабированием будут незначительные. Сделанные корректировки представлены на рисунке 3.20.

```
{ 'Нефть и газ': 0.4529616028249987,
  'Финансы': 0.20081464957900536,
  'Металлургия и горная добыча ': 0.1886653006888751,
  'Информационные технологии': 0.024754995718501583,
  'Потребительский сектор ': 0.025942928225139193,
  'Телекоммуникации ': 0.01865112196427387,
  'Химия и нефтехимия': 0.01662704037610277,
  'Электроэнергетика ': 0.02858171417429014,
  'Строительство': 0.02575575353113813,
  'Транспорт ': 0.014629969495229619,
  'Прочее': 0.002614923422445446}
```

Рисунок 3.20 – Веса секторов после масштабирования

Источник: составлено автором

Теперь по отдельности рассмотрим каждый сектор. Прогнозы по ребалансировке по секторам представлены в приложении Н. На временном ряде оранжевым цветом подсвечены предсказанные значения, а синим отмечены уже известные данные. Изменение весов в меньшую сторону по предсказаниям произойдет у данных секторов:

- «металлургия и горная добыча»;
- «информационные технологии»;
- «потребительский сектор»;
- «телекоммуникации»;
- «электроэнергетика».

Соответственно, у остальных секторов веса по прогнозу ARIMA станут выше. При анализе полученных соотношений с помощью круговой диаграммы можно заметить, что выявленная в начале закономерность по весовым доминированиям трех секторов («Нефть и газ», «Финансы» и «Металлургия и горная добыча») вероятно сохраняется и на прогнозном промежутке времени.

Автором предлагается использовать индексный фонд, стоимость активов которого будет изменяться так, как и котировки бенчмарка. В качестве бенчмарка предлагается использовать индекс, разработанный автором в рамках

данного диссертационного исследования. Состав фонда (топ-10 позиций) представлен в таблице 3.4, с полным составом фонда можно ознакомиться в приложении М в таблице М.1.

Таблица 3.4 – Топ-10 позиций фонда, предлагаемого автором

Тикер	Наименование компании	Доля в портфеле, %	ESG-рейтинг <sup>1)</sup>
LKOH	ПАО «ЛУКОЙЛ», ао <sup>2)</sup>	14,13	10
SBER	ПАО Сбербанк, ао	12,38	1
GMKN	ПАО «ГМК «Норильский никель», ао	6,81	8
TATN	ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина, ао	5,70	4
NVTK	ПАО «НОВАТЭК», ао	3,37	18
SNGS	ПАО «Сургутнефтегаз», ао	3,15	34
SNGSP	ПАО «Сургутнефтегаз», ап <sup>3)</sup>	2,65	34
ROSN	ПАО «НК «Роснефть», ао	2,41	5
SBERP	ПАО Сбербанк, ап	2,40	1
POLY	ПАО «Полюс», ао	2,29	3

Источник: составлено автором

Предложенные автором компании имеют не только оптимальное соотношение уровня риска/доходности<sup>4)</sup> для инвесторов, но также и высокий ESG-рейтинг, согласно методологии агентства RAEX.

Для того чтобы понять, насколько предложенный автором фонд будет интересен с инвестиционной точки зрения, необходимо составить карту соотношения риска/доходность топ-10 бумаг, входящих в состав фонда (рисунок 3.21).

<sup>1)</sup> По состоянию на январь 2024 г., согласно рейтинговому агентству RAEX.

<sup>2)</sup> ао – акция обыкновенная, прим. автора

<sup>3)</sup> ап – акция привилегированная, прим. автора

<sup>4)</sup> Под уровнем риска подразумевается волатильность в % от отклонения индекса МосБиржи.

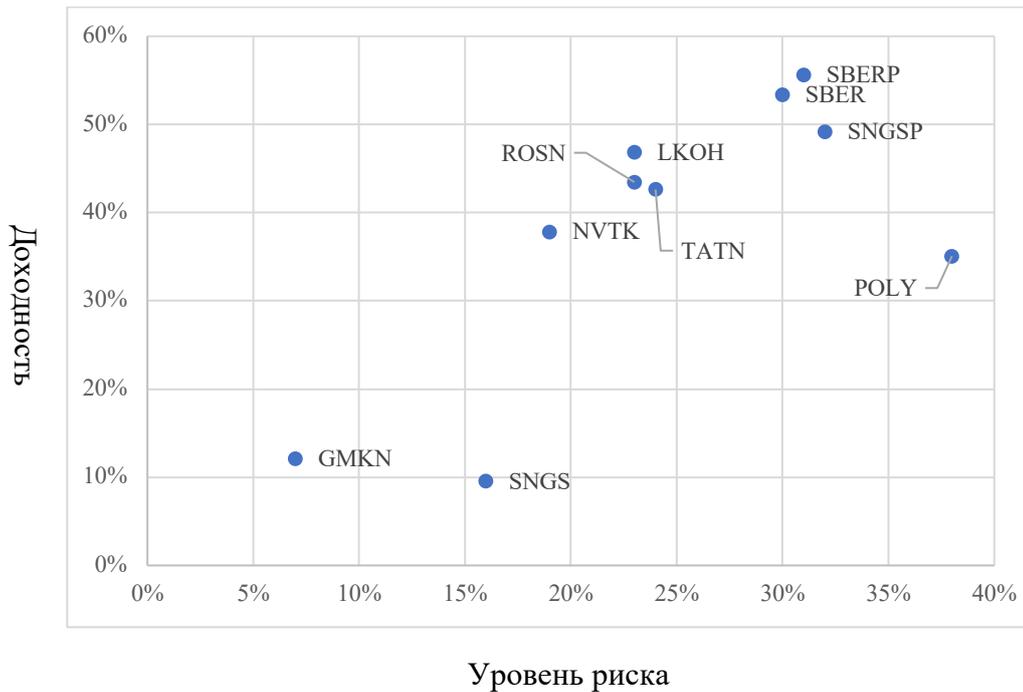


Рисунок 3.21 – Соотношения риска/доходности топ-10 позиций фонда за 2023 г., в %

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

Исходя из рисунка 3.21, можно сделать вывод, что основные позиции фонда предлагают большую доходность, чем потенциальный уровень риска, что позволяет в своей совокупности повысить инвестиционную привлекательность предлагаемого фонда как финансового инструмента как для частного, так и для институционального инвестора.

Предложенный автором фонд является индексным, поэтому его состав реплицирует состав индекса (в данном случае индекса, разработанного автором в рамках данного исследования), однако вес одного эмитента, входящего в фонд, не должен превышать максимально допустимое значение в индексе — 15%, а доля 10 крупнейших позиций не должна превышать 55% от общего объема.

Безоговорочно довольно сложно спрогнозировать дальнейшее развитие экономики России, так как и внешние вызовы — введение дополнительных ограничительных мер в отношении России или же введение вторичных санкций в адрес «дружественных» Российской Федерации государств — и внутренние —

жесткая монетарная политика Банка России, разогнавшаяся инфляционная спираль, девальвация национальной валюты, контроль оттока капитала будут иметь свое отражение на экономическом развитии страны. Однако все вызовы также дают уникальные возможности для российских инвесторов на локальном рынке. В этой связи появляется необходимость в создании новых инструментов для российских частных и институциональных инвесторов, отвечающих всем сегодняшним вызовам и которые следуют стратегии фондового рынка, принятого правительством России. Предложенный автором фонд составлен таким образом, чтобы учитывались и сегодняшние вызовы, с которыми сталкиваются российские инвесторы, и повестка по устойчивому развитию.

Еще одним немаловажным аспектом является и то, что, пайщики предложенного фонда в определенной степени «защищены» от прогрессивной шкалы налогообложения, которая вступает в силу с 1 января 2025 года, так как доход, получаемый на фондовом рынке, продолжит облагаться по текущим ставкам. Более того, если инвестор будет владеть паями такого фонда более трех лет или в рамках программы долгосрочных сбережений граждан, то инвестор сможет воспользоваться льготой долгосрочного владения финансовых инструментов. Льгота на долгосрочное владение ценными бумагами (ЛДВ) — это вид инвестиционного налогового вычета для частных инвесторов, зарабатывающих на фондовой бирже. Льгота рассчитана на долгосрочные инвестиции и предполагает существенное снижение налоговой нагрузки или полное освобождение от уплаты НДФЛ с инвестиционной прибыли, полученной на брокерском счете. Это позволяет инвестору более свободно распоряжаться своими деньгами.

Можно сделать вывод, что в предсказаниях, подготовленных автором с использованием ARIMA и предложенными корректировками по доли каждого эмитента в индексе, есть существенные различия в финальных значениях по сравнению с предсказаниями по оригинальной стратегии расчета значений индекса, отсутствует нисходящий тренд. Минимальной значение за весь

предсказанный период равно 3113,05, что значительно выше минимального значения предсказаний по оригинальной стратегии МосБиржи.

В конечном счете предложенная стратегия с корректировками весов эмитентов в сравнении с оригинальной методикой расчет значений индекса от МосБиржи:

- имеет более высокую доходность практически на всем промежутке расчета и более высокую среднюю доходность;
- имеет более положительную тенденцию на будущий год, согласно предсказаниям модели ARIMA.

Говоря о прогнозах секторального распределения активов, можно сделать вывод, что в следующий период ребалансировки (через 1 квартал) также будет наблюдаться доминирование в таких секторах экономики, как «Нефть и газ», «Финансы» и «Металлургия и горная добыча». Нисходящий тренд будет наблюдаться в таких секторах, как «Информационные технологии», «Потребительский сектор», «Телекоммуникации» и «Электроэнергетика».

### **3.3 Разработка рекомендаций на макро-, мезо- и микроуровне по эффективному формированию биржевого паевого инвестиционного фонда с учетом требований по устойчивому развитию на российском рынке**

Повестка по устойчивому развитию в России находится на начальном этапе, однако можно отметить существенный потенциал для применения данной практики в контексте всей российской экономики. Стремительный рост внимания к ESG-повестке в России свидетельствует о соответствии данного тренда вектору развития многих отраслей экономики, в том числе и фондового рынка. Стоит также отметить, что российская экономика и финансовый рынок столкнулись с широким спектром вызовов в условиях беспрецедентного санкционного давления со стороны стран Запада. Именно это и послужило

началом структурной трансформации российской экономики, где роль финансового рынка будет весьма существенна.

Критически важным в текущих условиях является обеспечение финансовой стабильности, а также восстановление доверия граждан к инвестициям на рынке капитала. Это приобретает особое значение, учитывая повышение роли внутренних источников финансирования экономики в условиях, когда приток иностранного капитала из недружественных стран практически прекратился. В связи с этим развитие инструментов долгосрочных сбережений и инвестиций для граждан и расширение вклада финансового рынка в достижение целей устойчивого развития и ESG-трансформации российской экономики будут являться приоритетными направлениями для развития в ближайшей перспективе.

Не менее важным в данном контексте остается вопрос повышения финансовой грамотности, постоянного информирования населения обо всех изменениях финансовой системы с учетом текущих вызовов, что будет способствовать принятию гражданами правильных финансовых решений и снизит риски спонтанных, необдуманных действий, влияющих на их благосостояние в долгосрочной перспективе. При этом в условиях структурных изменений важно сохранение и расширение финансовой доступности, то есть доступности различных инструментов финансового рынка, необходимых для удовлетворения потребностей граждан и бизнеса, реализации личных и деловых планов.

Для более эффективного развития фондового рынка в условиях масштабной трансформации экономики России необходимо, чтобы все участники на всех уровнях — макро-, мезо- и микро- — следовали рекомендациям, предложенным нами в рамках данного диссертационного исследования.

На *макроуровне* автором предлагается внести изменения в федеральный закон № 75 «О негосударственных пенсионных фондах» от 07.05.1998 г. в статью 25 «Управление пенсионными резервами и инвестирование средств пенсионных накоплений». В текущей версии закона установлены ограничение на:

- долю акций — не более 70% в составе пенсионных резервов;

- долю облигаций — не более 70% в составе пенсионных резервов;
- долю инвестиционных паев, выпущенных открытыми/закрытыми/биржевыми паевыми инвестиционными фондами в соответствии с законами Российской Федерации, — не более 50% в составе пенсионных резервов.

Автором же предлагается изменить пропорциональное соотношение классов активов, которые могли бы быть включены в состав пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов. Так как у каждого НПФ есть своя определенная инвестиционная политика, то в связи с сужением возможностей инвестирования средств пенсионных резервов в облигации, удовлетворяющие критериям по ограничению рисков, высвобождаемые денежные средства, полученные от процентных выплат по облигациям, депозитам, погашения и/или продажи активов и иных источников формирования денежных средств, составляющих пенсионные резервы, могут быть размещены в большей пропорции в биржевые паевые инвестиционные фонды.

Так, предлагаемые пропорции в рамках изменения в законодательстве будут выглядеть следующим образом:

- долю акций – не более 60% в составе пенсионных резервов;
- долю облигаций – не более 60% в составе пенсионных резервов;
- долю инвестиционных паев, выпущенных открытыми/закрытыми/биржевыми паевыми инвестиционными фондами в соответствии с законами Российской Федерации – не более 65% в составе пенсионных резервов.

Предложенные пропорции классов активов, с одной стороны, позволят повысить доходность от вложенных средств пенсионных резервов, а с другой стороны, минимизировать риск вложения в определенные акции, а также минимизировать издержки на приобретение отдельных акций.

На *мезоуровне* имеет смысл рассмотреть как рекомендации для управляющей компании, которая будет выпускать ESG-фонд, предложенный автором, с точки зрения как текущего, так и прогнозируемого распределения активов по секторам на

период следующей ребалансировки, а также рекомендации для Московской биржи как основного организатора торгов.

– для управляющей компании

Секторальное распределение активов в предложенном нами фонде на текущий момент представлено в таблице 3.5.

Таблица 3.5 – Секторальное распределение активов предлагаемого фонда

Отрасли в портфеле	Доля в портфеле, %
Нефть и газ	44,52
Финансы	18,71
Металлургия и горная добыча	18,89
Информационные технологии	3,44
Потребительский сектор	2,77
Телекоммуникации	2,01
Химия и нефтехимия	1,64
Электроэнергетика	3,41
Строительство	2,08
Транспорт	1,44
Прочее	0,25

Источник: составлено автором на основе социально-экономических прогнозов Минэкономразвития и данных Московской биржи

С использованием прогнозной модели, разработанной в рамках исследования, на период следующей ребалансировки, секторальное распределение активов будет выглядеть следующим образом (рисунок 3.22). Авторская методика поможет ежеквартально пересматривать состав фонда управляющих компаний, которые готовы будут запустить такой фонд, таким образом, чтобы он наиболее точно соответствовал текущим условиям экономики России.

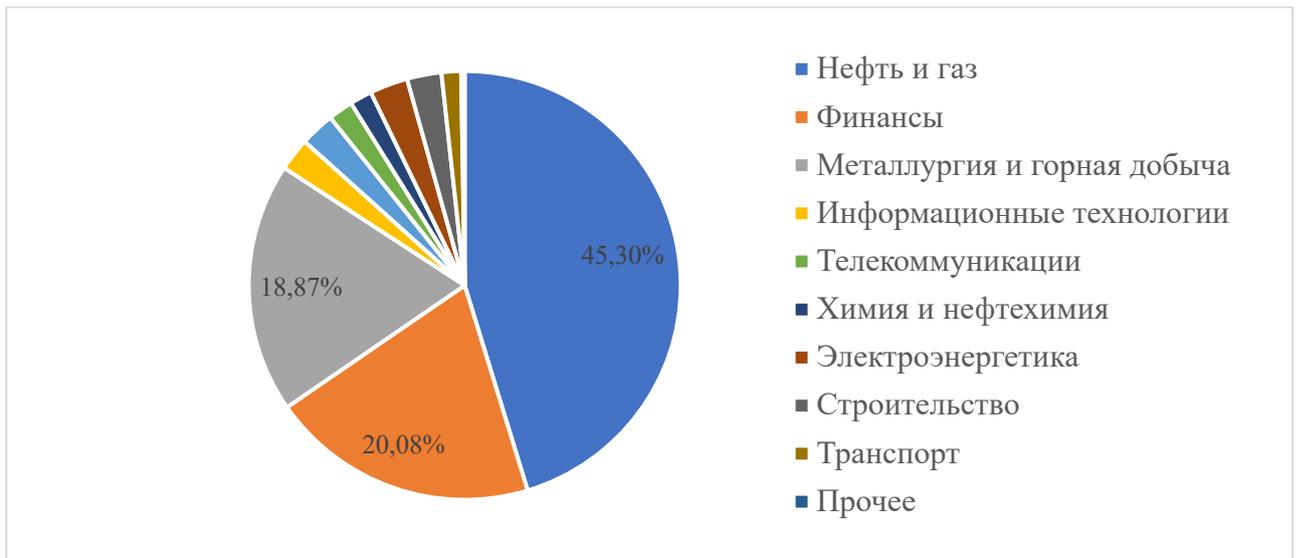


Рисунок 3.22 – Круговая диаграмма, отражающая соотношение весов секторов в следующий период ребалансировки

Источник: составлено автором на основе социально-экономических прогнозов Минэкономразвития и данных Московской биржи

– для Московской биржи

Являясь организатором торгов на российском фондовом рынке, МосБиржа может пересмотреть свои комиссионные вознаграждения на покупку предложенного ESG-фонда для инвесторов. На сегодняшний день комиссия биржи за совершение сделки по рынку составляет 0,03%. Для фонда устойчивого развития организатор торгов может пересмотреть комиссию до уровня в 0,0175% в период основной торговой сессии, а в период вечерней сессии оставить на уровне в 0,03%. Такое решение поможет увеличить спрос на покупку паев ESG-фонда, а также повысит ликвидность рынка устойчивого инвестирования.

На *микроуровне* нами предлагается индексный ESG-фонд, который позволит как частным неквалифицированным инвесторам в индивидуальном порядке, так и в рамках программы долгосрочных сбережений граждан при государственной поддержке приобретать в свои портфели акции компаний, придерживающихся повестки по устойчивому развитию. Таким образом, инвесторы будут не только сохранять и преумножать свой капитал, но также и активно участвовать в трансформации экономики Российской Федерации и развивать российский

фондовый рынок путем повышения его ликвидности. Так как разработанный ESG-фонд является индексным, а в качестве бенчмарка используется авторский ESG-индекс, то можно предположить, что доходность фонда будет превышать доходность рынка акций минимум на 49,29% (именно на эту величину авторский ESG-индекс превосходит индекс широкого рынка акций России). Минимум такую доходность инвесторы смогут получать, принимая на себя не больший риск, чем от инвестиций в широкий рынок акций России, и приобретая в свой портфель акции наиболее надежных компаний-эмитентов.

Также для более рискованных инвесторов, имеющих подтвержденный статус квалифицированного инвестора, разработанный авторский ESG-индекс тоже может быть одним из способов преумножения своего благосостояния. По аналогии и с инвестициями в биржевой паевой инвестиционный ESG-фонд инвесторы не будут принимать на себя больше риска, чем при инвестировании в обычный индекс Московской биржи.

Подводя более обобщенный вывод по всей главе, стоит отметить, что несмотря на большое количество вызовов, с которыми сталкивается российский фондовый рынок в текущих условиях, биржевые инвестиционные фонды (БПИФы) как один из финансовых инструментов продолжают набирать популярность как у институциональных, так и у частных инвесторов, о чем свидетельствует вышедшая на докризисный уровень стоимость чистых активов под управлением фондов. С одной стороны, большое количество инфраструктурных рисков оказало негативное влияние на фонды, номинированные в валюте недружественных стран, но, с другой стороны, появились новые возможности для других БПИФов, которые активно набирают популярность.

Банк России как мегарегулятор фондового рынка России должен обращать особое внимание на развитие и совершенствование инфраструктуры БПИФов. В то же время необходимо повышать квалификации управляющих компаний. Развитие в этих двух направлениях позволит повысить привлекательность как биржевых фондов, так и в целом индустрии коллективных инвестиций на территории России,

особенно в период, когда развитие рынка капитала является одной из приоритетных задач в период структурной трансформации экономики.

Долгосрочное прогнозирование развития экономики России затрудняется вследствие как внешних, так и внутренних факторов, среди которых введение дополнительных ограничительных мер в отношении России, введение вторичных санкций в адрес «дружественных» Российской Федерации государств, жесткая монетарная политика ЦБ РФ, разогнавшаяся инфляция, девальвация национальной валюты, контроль оттока капитала. Все это в свою очередь будет иметь свое отражение на экономическом развитии страны. Однако все вызовы также дают уникальные возможности для российских инвесторов на локальном рынке, и новая стратегия развития российского фондового рынка составлена таким образом, чтобы вызвать интерес у локального инвестора, делая особый акцент на повестке по устойчивому развитию и внедряя программы софинансирования граждан с помощью заключения договора с негосударственными пенсионными фондами (НПФ). В этой связи появляется необходимость в создании новых инструментов для российских инвесторов, отвечающих всем сегодняшним вызовам.

Нами было предложено два инструмента — индекс устойчивого развития и биржевой паевой с экспозиций на компании, имеющие не только наиболее привлекательную доходность, но и наивысший ESG-рейтинг от агентства RAEX — которые могут быть востребованы на российском фондовом рынке. Предложенный автором индекс на прогнозном горизонте, вероятно, сможет обогнать индекс МосБиржи по доходности на 49,29% (с учетом дивидендов). Также с использованием аналогичной модели ARIMA нами были спрогнозированы тренды в секторальном распределении активов в предложенном фонде на горизонте одного квартала — периода следующей ребалансировки. Согласно построенной модели, также будет наблюдаться доминирование в таких секторах экономики, как «Нефть и газ», «Финансы» и «Металлургия и горная добыча». Меньшая доля в секторальном распределении будет приходиться на такие секторы, как «Информационные технологии», «Потребительский сектор», «Телекоммуникации» и «Электроэнергетика».

## Заключение

Проведенное исследование позволяет сформулировать следующие выводы и рекомендации:

- Выявлены роль институциональных инвесторов на примере негосударственных пенсионных фондов в реализации новой стратегии развития фондового рынка России и степень их влияния на развитие «ответственного» инвестирования в условиях трансформации российской экономики. Так, в рамках новой стратегии развития фондового рынка России Правительством была принята программа долгосрочных сбережений граждан, в которой ключевую роль будут играть НПФ. Эта программа поможет как гражданам сохранить и преумножить капитал, так и обеспечить государство денежными притоками на протяжении следующих 15 лет. Более того, особое внимание будет уделяться развитию повестки по устойчивому развитию, поэтому финансовые продукты и активы (акции и облигации), имеющие высокий ESG-рейтинг, будут пользоваться повышенным спросом со стороны как частных, так и институциональных инвесторов.

- Установлена взаимосвязь между компонентами ESG-рейтинга и финансовыми показателями компаний различных секторов на развивающихся рынках из 8 различных секторов: нефть и газ, энергетика, металлургия, розничная торговля, недвижимость, транспорт и телекоммуникации. Важно отметить, что статистически важные коэффициенты при покомпонентном регрессионном анализе ESG-рейтинга и финансовых показателей были выявлены во всех отраслях, кроме транспортной. Так, на коэффициент  $EV/EBITDA$  сильнее всего влияет компонент G в нефтегазовой отрасли и наименее — компоненты S и E. На показатель прибыли на акцию (EPS) имеет влияние компонента E в отраслях металлодобычи и телекоме. В нефтяной отрасли этот показатель имеет взаимосвязь с компонентой S. На рентабельность собственного капитала (ROE) оказывают влияние компоненты ESG-рейтинга в таких отраслях, как телекоммуникации,

розничные продажи, металлодобыча и энергетика. Наибольшее влияние на ROE оказывает компонента E в отрасли телекоммуникации, в сфере розничных продаж — компоненты E и S практически с равной силой, в отрасли металлодобычи — компоненты E и G также с эквивалентной силой. В нефтяной сфере на ROE отрицательно влияет компонент G, что в целом не встречалось больше ни в какой другой сфере и ни с какими другими показателями. На рентабельность активов (ROA) влияет компонент S в отрасли недвижимости и компоненты E и G в сфере металлодобычи. Коэффициент P/E имеет взаимосвязь с компонентами S в металлодобыче и G в энергетической отрасли.

- Разработаны методические подходы к формированию авторского ESG-индекса, позволяющего оценить целесообразность инвестиций в ESG-активы на российском рынке. Данный индекс разработан на основе методологии расчета индекса МосБиржи, однако веса эмитентов в индексе были скорректированы автором таким образом, чтобы он не только соответствовал прогнозам по развитию экономики России, но также чтобы компании, имеющие более высокий ESG-Рейтинг от RAEX, имели также и более высокий вес в индексе, однако, чтобы и доля одного эмитента не превышала 15% для минимизации волатильности.

- Разработана методика оценки ESG-активов БПИФов, которая позволит заинтересованным сторонам (Банку России, институциональным и частным инвесторам) контролировать динамику доходности при инвестировании в активы эмитентов с высоким ESG-рейтингом. В предсказаниях, подготовленных нами с использованием ARIMA и предложенными корректировками по доли каждого эмитента в индексе, есть существенные различия в финальных значениях по сравнению с предсказаниями по оригинальной стратегии расчета значений индекса, отсутствует нисходящий тренд. Минимальной значение за весь предсказанный период равно 3113,05, что значительно выше минимального значения предсказаний по методологии, разработанной Московской биржей. В конечном счете предложенная стратегия с корректировками весов эмитентов в сравнении с оригинальной методикой расчета значений индекса от МосБиржи имеет более высокую доходность практически на всем промежутке расчета и более

высокую среднюю доходность (на более, чем 40%) и также имеет более положительную тенденцию на будущий год, согласно предсказаниям модели ARIMA.

- Разработана модель с использованием машинного обучения, способная предсказать секторальное распределение ESG-активов БПИФов с учетом прогнозов социально-экономического развития России. В следующий период ребалансировки (через 1 квартал) также будет наблюдаться доминирование в таких секторах экономики, как «Нефть и газ», «Финансы» и «Металлургия и горная добыча», в то же время нисходящий тренд будет наблюдаться в таких секторах, как «Информационные технологии», «Потребительский сектор», «Телекоммуникации» и «Электроэнергетика». Еще одним важным аспектом является и то, что среди доминирующих секторов доля «Металлургии» на прогнозируемом горизонте сократится, чего нельзя сказать про другие доминирующие секторы. Автором также предложен биржевой паевой инвестиционный фонд, составленный с учетом повестки по устойчивому развитию

- Даны рекомендации по стратегии ESG-инвестирования для регулятора, институциональных инвесторов, Московской биржи и частных инвесторов наряду с рекомендациями по эффективному формированию БПИФа с учетом требований по устойчивому развитию на российском рынке. Для более эффективного выполнения целей, поставленных в рамках стратегии развития фондового рынка Российской Федерации, на всех уровнях необходимо ввести определенные требования:

1) на макроуровне – внести изменения в федеральный закон №75 «О негосударственных пенсионных фондах» от 07.05.1998 г., в статью 25 «Управление пенсионными резервами и инвестирование средств пенсионных накоплений»;

2) на мезоуровне – управляющие компании могут внедрить прогнозную модель по ребалансировке активов в фонде, разработанную автором в рамках данного исследования, чтобы наиболее точно предсказать, какие секторы экономики будут наиболее востребованы через квартал. На уровне Московской биржи как организатора торгов нами предлагается для фонда устойчивого развития

пересмотреть комиссию до уровня в 0,0175% в период основной торговой сессии, а в период вечерней сессии оставить на уровне в 0,03%;

3) на микроуровне – автором предлагается индексный ESG-фонд, который позволит как частным неквалифицированным инвесторам в индивидуальном порядке, так и в рамках программы долгосрочных сбережений граждан при государственной поддержке приобретать в свои портфели акции компаний, придерживающихся повестки по устойчивому развитию.

## Список сокращений и условных обозначений

ESG – англ. Environmental, Social, and Corporate Governance (рус. экологическое, социальное и корпоративное управление)

РСПП – Российский союз промышленников и предпринимателей

МосБиржа – Московская фондовая биржа

СПБ-Биржа – Санкт-Петербургская биржа

БПИФ – биржевой паевой инвестиционный фонд

ИИС-3 – индивидуальный инвестиционный счет третьего типа

ЛДВ – льгота долгосрочного владения

НДФЛ – налог на доходы физических лиц

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

ПАО – публичное акционерное общество

НИОКР – научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы

ао – акция обыкновенная

ап – акция привилегированная

КСО – корпоративная социальная ответственность

СЧА – стоимость чистых активов

ETF – англ. exchange traded funds (рус. биржевой паевой инвестиционный фонд)

УК – управляющая компания

ЦБ РФ – центральный банк Российской Федерации

P/E – англ. price to earnings (рус. соотношение «цена – прибыль»)

P/S – англ. price to sales (рус. соотношение «цена – выручка»)

EV/EBITDA – англ. enterprise value to earnings before income tax depreciation and amortization (рус. отношение стоимости компании к прибыли до вычета расходов)

P/BV – англ. price to book values (рус. отношение рыночной оценки компании к балансовой стоимости компании)

ROE – англ. return on equity (рус. рентабельность собственного капитала)

ROA – англ. return on assets (рус. рентабельность активов)

D/E – англ. debt to equity (рус. соотношение заемного капитала к собственному)

EPS – англ. earnings per share (рус. доход на акцию)

MAPE – англ. mean absolute percentage error (рус. средняя абсолютная ошибка в процентах)

ARIMA – англ. autoregressive integrated moving average (рус. модель авторегрессии скользящего среднего)

CURL – англ. client URL (рус. клиентский URL)

ACF – англ. autocorrelation function (рус. автокорреляционная функция)

PACF – англ. partial autocorrelation function (рус. частичная автокорреляционная функция)

## Список литературы

### Нормативно-правовые акты

1. Конституция Российской Федерации (с изменениями, одобренными в ходе общероссийского голосования 01.07.2020) – Текст: непосредственный // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2021. – № 31. – Ст. 4398.
2. Бюджетный кодекс Российской Федерации 1998 [принят Государственной Думой 17 июля 1998 года: одобрен Советом Федерации 17 июля 1998 года] – Ст. 96, п. 3. – Текст: электронный // Консультант Плюс: справочно-правовая система. – URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_19702/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19702/) (дата обращения: 04.05.2023). – Режим доступа: свободный.
3. Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» текст с изменениями и дополнениями: [принят Государственной Думой 20 марта 1996 года: одобрен Советом Федерации 11 апреля 1996 года] – Текст: непосредственный // Собрание законодательства Российской Федерации. – 1996. – № 17. – Ст. 1918.
4. Федеральный закон от 29 ноября 2001 года № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» текст с изменениями и дополнениями: [принят Государственной Думой 11 октября 2001 года: одобрен Советом Федерации 14 ноября 2001 года] – Текст: непосредственный // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2001. – № 49. – Ст. 4562.
5. Федеральный закон от 8 февраля 1998 года № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» текст с изменениями и дополнениями: [принят Государственной Думой 14 января 1998 года: одобрен Советом Федерации 28 января 1998 года] – Текст: непосредственный // Собрание законодательства Российской Федерации. – 1998. – № 7. – Ст. 785.
6. Федеральный закон от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»: текст с изменениями и дополнениями: [принят

Государственной Думой 24 ноября 1995 года] – Текст: непосредственный // Собрание законодательства Российской Федерации. – 1996. – № 1. – Ст. 1.

7. Федеральный закон от 28 ноября 2011 года № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» текст с изменениями и дополнениями: [принят Государственной Думой 21 ноября 2011 года: одобрен Советом Федерации 25 ноября 2011 года] – Текст: непосредственный // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2011. – № 49 (ч. 1). – Ст. 7013.

8. Федеральный закон от 7 мая 1998 года № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» текст с изменениями и дополнениями: [принят Государственной Думой 8 апреля 1998 года: одобрен Советом Федерации 22 апреля 1998 года] – Текст: электронный // Консультант Плюс: справочно-правовая система. – URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_18626/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_18626/) (дата обращения: 30.03.2023). – Режим доступа: свободный.

9. «Об утверждении комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров»: Указ Президента Российской Федерации от 21.03. 1996. — № 408 – Текст: электронный // Консультант Плюс: справочно-правовая система. — URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_9747/8a6f7c69566370e4c316c3c05e868aad3a816df2](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_9747/8a6f7c69566370e4c316c3c05e868aad3a816df2) (дата обращения: 04.02.2023). – Режим доступа: свободный.

10. «О типовых правилах доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом»: Постановление Правительства Российской Федерации от 27.08.2002 № 633 (ред. от 06.08.2013) – Текст: непосредственный // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2002. – № 35. – Ст. 3385.

11. «О типовых правилах доверительного управления интервальным паевым инвестиционным фондом»: Постановление Правительства Российской Федерации от 18.09.2002 № 684 (ред. от 06.08.2013). – Текст: непосредственный // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2002. – № 39. – Ст. 3788

12. «О типовых правилах доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом»: Постановление Правительства Российской Федерации

от 25.07.2002 № 564 (ред. от 18.04.2013) – Текст: непосредственный // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2002. – № 31. – Ст. 3113.

13. «Об утверждении типовых правил доверительного управления биржевым паевым инвестиционным фондом»: Постановление Правительства Российской Федерации от 15.07.2013 № 600 – Текст: непосредственный // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2013. – № 30 (часть II). – Ст. 4111.

14. «О Государственной программе защиты прав инвесторов»: Постановление Правительства Российской Федерации от 17.07.1998. № 785. – Текст: электронный // Консультант Плюс: справочно-правовая система. – URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_19501/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19501/) (дата обращения: 04.02.2023). – Режим доступа: свободный.

15. «О допуске ценных бумаг к организованным торгам»: Положение Банка России от 24 февраля 2016 г. № 534-П. – Текст: электронный // Консультант Плюс: справочно-правовая система. – URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_197599/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_197599/) (Дата обращения: 04.02.2023). – Режим доступа: свободный.

16. «О порядке открытия и ведения держателями реестров владельцев ценных бумаг лицевых и иных счетов и о внесении изменений в некоторые нормативные правовые акты Федеральной службы по финансовым рынкам»: Приказ ФСФР России от 30.07.2013 № 13–65/пз-н (ред. от 13.11.2015). – Текст: непосредственный // Российская газета. – 2013. – № 209/1.

17. «Об учете прав на инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов»: Приказ ФСФР России от 15.04.2008 № 08–17/пз-н (ред. от 24.04.2012) – Текст: непосредственный // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. – 2008. – № 31.

18. «Об утверждении Положения о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а также к содержанию раскрываемой информации»: Приказ ФСФР России от 22.06.2005 №

05-23/пз-н (ред. от 24.04.2012) – Текст: непосредственный // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. – 2005. – № 35.

19. «О принятии Парижского соглашения»: Постановление Правительства Российской Федерации № 1228 от 21.09.2019. – Текст: электронный // Правительство России: официальный сайт – URL: <http://static.government.ru/media/files/10US0FqDc05omQ1VgnC8rfL6PbY69AvA.pdf> (дата обращения: 30.04.2024). – Режим доступа: свободный.

20. Проект концепции Минэкономразвития Российской Федерации о российской системе обращения углеродных единиц: представлен к рассмотрению в 2020 г. – Текст: электронный // Минэкономразвития России: официальный сайт. – URL: [https://www.economy.gov.ru/material/file/c9bc041a79280702939e7c28c4862f15/proekt\\_konsercii.pdf](https://www.economy.gov.ru/material/file/c9bc041a79280702939e7c28c4862f15/proekt_konsercii.pdf) (дата обращения: 30.04.2024). – Режим доступа: свободный.

21. «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части создания системы возмещения стоимости имущества на индивидуальных инвестиционных счетах)»: Законопроект № 579984–8 от 20.03.2024 – Текст: электронный // Государственная Дума России: информационный ресурс. – URL: <https://sozd.duma.gov.ru/bill/579984-8> (дата обращения: 30.04.2024). – Режим доступа: свободный.

22. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации в период 2025–2026 годов – Текст: электронный // Банк России: официальный сайт. – URL: [https://www.cbr.ru/about\\_br/publ/onfinmarket/](https://www.cbr.ru/about_br/publ/onfinmarket/) (дата обращения: 30.04.2024). – Режим доступа: свободный.

### **Монографии, учебники, статьи, электронные ресурсы**

23. Боди, З. Инвестиции: пер. с англ. / З.Боди, А.Маркус. – М: Олимп-Бизнес. – 2013. – 355 с. – ISBN 978-0-077-148249. – Текст: непосредственный.

24. Бычкова, С.Г. Экологическая составляющая устойчивого развития: системы показателей, используемые в международной статистической практике / С.Г. Бычкова // Вестник университета. – 2012. – № 1. – С. 10–14. – ISSN 1816-4277. – Текст: непосредственный.

25. Доклад о социальных инвестициях в России за 2004 год / под общей редакцией С.Е. Литовченко – М: Ассоциация менеджеров. – 2004. – ISBN 5-902500-10-9

– URL: [https://www.academia.edu/30229831/%D0%94%D0%BE%D0%BA%D0%BB%D0%B0%D0%B4\\_%D0%BE\\_%D1%81%D0%BE%D1%86%D0%B8%D0%B0%D0%BB%D1%8C%D0%BD%D1%8B%D1%85\\_%D0%B8%D0%BD%D0%B2%D0%B5%D1%81%D1%82%D0%](https://www.academia.edu/30229831/%D0%94%D0%BE%D0%BA%D0%BB%D0%B0%D0%B4_%D0%BE_%D1%81%D0%BE%D1%86%D0%B8%D0%B0%D0%BB%D1%8C%D0%BD%D1%8B%D1%85_%D0%B8%D0%BD%D0%B2%D0%B5%D1%81%D1%82%D0%) (дата обращения: 24.03.2023). – Текст: электронный.

26. Жукова, Е.В. ESG-факторы и ответственное инвестирование в фокусе стратегического развития / Е.В.Жукова, О.Ю.Кириллова // Научные исследования и разработки. Экономика фирмы. – 2021. – Т. 10. – № 3. – С. 4–11. – ISSN 2587–6287. – Текст: непосредственный.

27. Кауракова, М.В. Трансграничный инвестиционный фонд как субъект инвестиционных отношений: автореф. дис. на соиск. учен. степ. канд. юр. наук / Мария Викторовна Кауракова. – М. – 2014. – С. 11. – Текст: непосредственный.

28. Костин, А.Е. Корпоративная ответственность и устойчивое развитие / А.Е. Каменский. – Москва: Институт устойчивого развития Общественной палаты Российской Федерации: Центр экологической политики России, 2013. – 80 с. – Текст: непосредственный.

29. Круглов, А.Ю. Акценты перехода: Цели в области устойчивого развития как проблемный подход в реализации Целей развития тысячелетия / А. Ю. Круглов // Устойчивое развитие: вызовы и возможности: сборник научных статей – СПб: Изд-во СПбГЭУ. – 2020. – С. 156–162. – ISBN 978-5-7310-5061-6. – Текст: непосредственный.

30. Ларькова, Е.А. Влияние «ответственного рейтинга» российских компаний на доходность их акций / Е.А. Ларькова // Сборник статей XII Международной научно-практической конференции. – Саратов, 2023. – С. 138–145. – Текст: непосредственный.

31. Ларькова, Е.А. Инвестиционные стратегии в условиях кризиса / Е.А. Ларькова // Научно-аналитический журнал «Финансовая экономика». – 2023. – № 6. – С. 127–133. – ISSN 2075–7786. – Текст: непосредственный.

32. Ларькова, Е.А. Разработка биржевых паевых инвестиционных фондов с учетом повестки по устойчивому развитию на российском рынке / Е.А. Ларькова // Финансовая жизнь. – 2024. – № 1. – ISSN 2218–4708. – Текст: непосредственный.

33. Ларькова, Е.А. Тренды на глобальных фондовых рынках в условиях кризиса 2022 (на примерах ETF) / Е.А. Ларькова // XXXVI Международная научно-практическая конференция «Международные плехановские чтения» (секция аспирантов и молодых ученых). – 2022. – Текст: непосредственный.

34. Никулин, А.Ю. Корпоративная социальная ответственность как форма диалога с властью с трансформирующейся России / А.Ю. Никулин // Историческая и социально-образовательная мысль. – 2012. – № 4. – С. 141–144. – ISSN 2075–9908. – Текст: непосредственный.

35. Пупынин, В. Суверенные инвестиционные фонды: определение и основы функционирования / В. Пупынин // Международная экономика. – М: Панорама. – 2008. – № 10. – С. 56. – ISSN 2074–6040 Текст: непосредственный.

36. Ремарчук, В.Н. Концепция устойчивого развития и формирование экологической парадигмы в общественном сознании / В.Н.Ремарчук, В.А.Иноземцев, Н.Д.Лепская // Экология человека и природы в информационно-технической среде (ЭкоМир-10): сб. статей 10-й Международной научной конференции. – М: МГТУ им. Н. Э. Баумана. – 2020. – С. 90–93. – ISBN 978-5-7038-5327-6 – Текст: непосредственный.

37. Рожкова, И.В. Организационно-правовые аспекты функционирования паевых инвестиционных фондов и общих фондов банковского управления / И.В. Рожкова // Финансы и кредит. – 2008. – №1 (289). – С. 38–41. – ISSN 2071–4688. – Текст: непосредственный.

38. Сахаров, А.Г. Перспективы реализации Целей устойчивого развития ООН в России / А.Г.Сахаров, О.И.Колмар // Вестник международных организаций: образование, наука, новая экономика. – 2019. – Т. 14. – № 1. – С. 189–206. – ISSN 1996–7845. – Текст: непосредственный.

39. Современные финансы: проблемы, тенденции, риски / Ю.Ю.Финогенова, Е.А.Ларькова и др. // Коллективная монография; Российский

экономический университет им. Г.В. Плеханова. – Минск: Лаборатория интеллекта. – 2023. – 264 с. – ISBN: 978-5-901640-39-5. – Текст: непосредственный

40. Финогенова, Ю.Ю. Влияние ESG-рейтинга компании на доходность ее акций на российском рынке / Ю.Ю.Финогенова, Е.А.Ларькова // Аудиторские ведомости. – 2023. – № 3. – С. 83–89. – ISSN 1727–8058. – Текст: непосредственный.

41. Финогенова, Ю.Ю. Инвестиционные продукты в условиях современных экосистем, «Современные финансовые рынки в условиях новой экономики» / Ю.Ю.Финогенова, Е.А.Ларькова // Материалы II Международной межвузовской научно-практической конференции, под редакцией д.э.н. И.П. Хоминич. – 2022. – ISBN 978-5-7307-1896-8. – Текст: непосредственный.

42. Фокина, О.М. Экологические, социальные и корпоративно-управленческие факторы в системе принципов ООН по ответственному инвестированию / О.М.Фокина, Е.А.Серебрякова // Финансы, экономика, стратегия. Серия «Инновационная экономика: человеческое измерение». – 2015. – № 6. – С. 25–27. – ISSN 1995–7637. – Текст: непосредственный.

43. Фрайс, В.Э. Биржевые паевые инвестиционные фонды как индексные финансовые инструменты / В.Э. Фрайс // Журнал прикладных исследований. – 2020. – С. 243–247. – ISSN 2712–7516. – Текст: непосредственный.

44. Фридман, А.И. Развитие инвестиционных фондов в мире и их место в экономике / А.И. Фридман // Экономический журнал. – 2015. – № 4 (40). – С. 69–70. – ISSN 2072–8220. – Текст: непосредственный.

45. Школик О. А., Князева Е. Г., Мокеева Н. Н., Юзвович Л. И. Коллективные инвестиции на мировых финансовых рынках: уч. пособие / О.А. Школик, Е.Г.Князева, Н.Н.Мокеева, Л.И.Юзвович; под общей редакцией О.А. Школика. Екатеринбург: Издательство Уральского университета. – 2017. – С. 16. – ISBN 978-5-7996-2144-5. – Текст: непосредственный.

46. Шнайдер, О.В. Устойчивое развитие: цель, задачи, условия, концепция / О.В. Шнайдер // Научный вектор Балкан. – 2019. – Т. 3. – № 3 (5). – С. 98–101. – ISSN 2603–4840. – Текст: непосредственный.

47. Абрамов А. Е., Косырев А. Г., Радыгин А. Д. Поведение частных инвесторов на фондовых рынках России и США – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/povedenie-chastnyh-investorov-na-fondovyh-rynках-rossii-i-ssha> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

48. Абрамов А. Е. Косырев А. Г., Радыгин А. Д., Чренова М. И. Российский рынок акций в 2021 г. и в начале 2022 г. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/rossiyskiy-rynok-aktsiy-v-2021-g-i-v-nachale-2022-g> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

49. Азнабавев Р. И. Биржевые инвестиционные фонды (EFT) и биржевые паевые инвестиционные фонды (БПИФ) как особая инновационная форма хозяйствующего субъекта в РФ и за рубежом: сравнительно-правовой анализ – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=48330543> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

50. Акопян, Э. Г., Мамий, Е. А. Роль НПФ в экономике РФ – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=44010779> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

51. Афанасьев, Е. В., Гарнов, А. П. Проблемы привлечения физических лиц на российский фондовый рынок – URL: <https://vest.rea.ru/jour/article/view/1530> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

52. Батаева, Б. С. Вавилина, А. В. Зарубежная практика развития социально ответственных инвестиций – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/zarubezhnaya-praktika-razvitiya-sotsialno-otvetstvennyh-investitsiy> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

53. Бакшеев В. В., Бурлаков И. Е., Костюрин В. В., Нарышева А. В., Поляков Д. И. Современные тенденции фондового рынка России: актуальные проблемы в условиях пандемии коронавируса – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sovremennye-tendentsii-fondovogo-rynka-rossii-aktualnye-problemy-v-usloviyah-pandemii-koronavirusa> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

54. Балакин И. А. Проблемы инвестиционной привлекательности инвестиционного пая биржевых паевых инвестиционных фондов – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=36960630> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

55. Буракова Е. В. Паевые инвестиционные фонды в России: современное состояние, проблемы и перспективы развития – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=44602703> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

56. Власова Е. Н., Семенкова Е. В. Причины, факторы и последствия деглобализации российского фондового рынка – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/prichiny-factory-i-posledstviya-deglobalizatsii-dlya-rossiyskogo-fondovogo-rynka> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

57. Володина, А. О., Траченко, М. Б. Доходность ESG-инвестирования на развитых и развивающихся рынках с учетом временного горизонта – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/dohodnost-esg-investirovaniya-na-razvityh-i-razvivayuschih-sya-rynках-s-uchetom-vremennogo-gorizonta> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

58. Воробьева А. В., Дикарева А. В. Фондовый рынок России в современных условиях: проблемы и перспективы развития – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/fondovyy-rynok-rossii-v-sovremennyh-usloviyah-problemy-i-perspektivy-razvitiya/viewer> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

59. Дедегкаев, В. Х. Камбердиева, С. С., Сопоева И. А. Биржевые инвестиционные (индексные) фонды инновационное направление коллективного инвестирования: классификация и виды – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/birzhevye-investitsionnye-indeksnye-fondy-innovatsionnoe-napravlenie-kollektivnogo-investirovaniya-klassifikatsiya-i-vidy> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

60. Евсин, М. Ю. Оценка влияния санкций на финансовый рынок России – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-vliyaniya-sanktsiy-na-finansovyy-rynok-rossii> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

61. Жилов, А. А., Трелоев, М. З. Доверительное управление пенсионными накоплениями ЧУП и НПФ – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=32322977> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

62. Зайцева, Е. В. Теоретические аспекты и международный опыт реализации инвестиционной политики в целях устойчивого развития – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=38533887> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

63. Иваницкий, В. П., Петренко, Л. Д. Развитие ответственных инвестиций в соответствии с концепцией устойчивых финансов – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/razvitie-otvetstvennyh-investitsiy-v-sootvetstvii-s-kontseptsiey-ustoychivyh-finansov> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

64. Катасонова, Ю. Будущее рынка устойчивого финансирования в Российской Федерации: банки формируют рынок – URL: [https://raexpert.ru/researches/sus\\_dev/esg2021/](https://raexpert.ru/researches/sus_dev/esg2021/) (дата обращения: 25.03.2024). – Текст: электронный.

65. Клочкова, Е. Н., Львова, Ю. Н., Радковская, Н. П. ESG-инвестиции и их влияние на развитие финансового рынка – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=47194552> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

66. Кобзева, А. И. Особенности функционирования и применения паевых инвестиционных фондов на современном финансовом рынке России – URL: <https://naukaip.ru/wp-content/uploads/2022/01/МК-1286.pdf#page=47> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

67. Комитет по инновационным технологиям и устойчивому развитию (ESG-трансформации) бизнеса – URL: <https://deloros-msk.ru/comitets/komitet-po>

innovatsionnym-tekhnologiyam-i-ustoychivomu-razvitiyu-esg-transformatsii-biznesa/ (дата обращения: 26.03.2023). — Текст: электронный.

68. Костин, А.Е. Интеграция КСО в корпоративное управление – URL: [http://www.urbanecomomics.ru/download.php?dl\\_id=2434](http://www.urbanecomomics.ru/download.php?dl_id=2434). (дата обращения: 20.06.2023). – Текст: электронный.

69. Кравченко, Е. В. Развитие системы негосударственного пенсионного обеспечения как фактор повышения устойчивости пенсионной системы – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/razvitie-sistemy-negosudarstvennogo-pensionnogo-obespecheniya-kak-faktor-povysheniya-ustoychivosti-pensionnoy-sistemy> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

70. Лысова, А. Н., Татьянников, В. А. Индексные стратегии биржевых паевых инвестиционных фондов – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/indeksnyye-strategii-birzhevyh-paevyh-investitsionnyh-fondov> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

71. Микенин, Д. В. Финансовые инструменты и средства для миллениалов по созданию пенсии в XXI веке без помощи государства – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=30152694> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

72. Минфин России и Банк России внесли в Правительство проект стратегии развития финансового рынка до 2030 года. – URL: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id\\_4=38273-minfin\\_rossii\\_i\\_bank\\_rossii\\_vnesli\\_v\\_pravitelstvo\\_proekt\\_strategii\\_razvitiya\\_finansovogo\\_rynka\\_do\\_2030\\_goda](https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=38273-minfin_rossii_i_bank_rossii_vnesli_v_pravitelstvo_proekt_strategii_razvitiya_finansovogo_rynka_do_2030_goda) (Дата обращения: 25.03.2023). – Текст: электронный.

73. Модельная методология ESG-рейтингов. – URL: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/144085/Consultation\\_Paper\\_17012023.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/144085/Consultation_Paper_17012023.pdf) (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

74. Мухина, А. В. Анализ современного состояния российского рынка ценных бумаг – URL: <https://applied-research.ru/ru/article/view?id=8294> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

75. Национальная ассоциация участников фондового рынка. – URL: <https://naufor.ru/> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

76. Никоненко, В. А. Паевые инвестиционные фонды как институт коллективного инвестирования – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/paevye-investitsionnye-fondy-kak-institut-kollektivnogo-investirovaniya> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

77. Обзор ключевых показателей негосударственных пенсионных фондов IV квартал 2022 года, информационно-аналитический материал ЦБ РФ. – URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43941/review\\_npf\\_22Q4.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43941/review_npf_22Q4.pdf) (дата обращения: 30.03.2023). – Текст: электронный.

78. Овечкин Д. В. Ответственные инвестиции: влияние ESG-рейтинга на рентабельность фирм и ожидаемую доходность на фондовом рынке – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/otvetstvennye-investitsii-vliyanie-esg-reytinga-na-rentabelnost-firm-i-ozhidaemuyu-dohodnost-na-fondovom-rynke> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

79. Первый зеленый кредит в рамках новой Политики зеленого финансирования. – URL: <https://www.polymetalinternational.com/ru/investors-and-media/news/press-releases/02-11-2020/> (дата обращения: 25.03.2023). – Текст: электронный.

80. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов. – URL: [https://economy.gov.ru/material/directions/makroec/prognozy\\_socialno\\_ekonomicheskogo\\_razvitiya/prognoz\\_socialno\\_ekonomicheskogo\\_razvitiya\\_rf\\_na\\_2024\\_god\\_i\\_na\\_planovyy\\_period\\_2025\\_i\\_2026\\_godov.html](https://economy.gov.ru/material/directions/makroec/prognozy_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya/prognoz_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya_rf_na_2024_god_i_na_planovyy_period_2025_i_2026_godov.html) (дата обращения: 20.03.2023). – Текст: электронный.

81. Разин Ю. А., Федорова Е. А. Управление пенсионными накоплениями негосударственными пенсионными фондами – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/upravlenie-pensionnymi-nakopleniyami-negosudarstvennymi-pensionnymi-fondami> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

82. Рамазанов, А. В. Показатели, влияющие на фондовый рынок в России, и регулирование его развития – URL: <https://scholar.archive.org/work/b4db3slupzhpdlqc5rqbvksihu/access/wayback/https://www.vektornaukieconomika.ru/jour/article/download/103/97> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

83. Руководство для эмитентов: как соответствовать лучшим практикам устойчивого развития. – URL: <https://fs.moex.com/f/16010/mosbirzha-esg-rus-book-1012.pdf> (дата обращения: 24.03.2023). – Текст: электронный.

84. Статистика рынка паевых инвестиционных фондов. – URL: <https://investfunds.ru/funds-statistics/> (дата обращения: 04.04.2023). – Текст: электронный.

85. Стратегия ЕС на 2011–2014 гг. в области корпоративной социальной ответственности. – URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0681:FIN:EN:PDF> (дата обращения: 24.03.2023). – Текст: электронный.

86. Тенденции сегмента индивидуальных инвестиционных счетов в IV квартале 2023 года. – URL: [https://www.cbr.ru/analytics/rcb/iis\\_4q\\_2023/](https://www.cbr.ru/analytics/rcb/iis_4q_2023/) (дата обращения: 20.03.2024). – Текст: электронный.

87. Тинькофф Инвестиции. – URL: <https://www.tinkoff.ru/invest/> (дата обращения: 20.03.2024). – Текст: электронный.

88. Чиркова, М. А., Чистяков, М. С., Шаповалова, А. В, Российский фондовый рынок в условиях специальной военной операции и эскалации санкционного давления англосаксонской коалиции – URL: [https://www.elibrary.ru/ip\\_restricted.asp?rpage=https%3A%2F%2Fwww%2Eelibrary%2Eru%2Fitem%2Easp%3Fid%3D54246488](https://www.elibrary.ru/ip_restricted.asp?rpage=https%3A%2F%2Fwww%2Eelibrary%2Eru%2Fitem%2Easp%3Fid%3D54246488) (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

89. Чистова А. Н. Репутационный портрет негосударственного пенсионного фонда, формируемый деловыми СМИ (эмпирическая оценка) – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/reputatsionnyu-portret-negosudarstvennogo->

pensionnogo-fonda-formiruemyu-delovymi-smi-empiricheskaya-otsenka (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

90. Что такое ESG-инвестирование. – URL: <https://journal.tinkoff.ru/esg/> (дата обращения: 20.03.2024). – Текст: электронный.

91. Яковенко Н. А. Негосударственные пенсионные фонды: перспективы развития в России – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/negosudarstvennye-pensionnye-fondy-perspektivu-razvitiya-v-rossii> (дата обращения: 20.04.2024). – Текст: электронный.

92. ESG (P) Эволюция — второй конгресс ответственного бизнеса. – URL: <https://esg.rbc.ru/> (дата обращения: 24.03.2023). – Текст: электронный.

### **Зарубежная литература**

93. Akgun, O.T. How company size bias in ESG scores impacts the small cap investor / O.T.Akgun, T.J.Mudge, B.Townsend // The Journal of Impact and ESG Investing. – 2021. – Vol. 1, № 4. – P. 31-44. – ISSN 2693-1982 Текст: непосредственный.

94. Anthropogenic climate change has slowed global agricultural productivity growth / A.Ortiz-Bobea // Nat. Clim. Chang. – 2021. – № 11. – P. 306-312. – ISSN 1758-678X. – Текст: непосредственный.

95. Apostolos, T. The European ETF Market: What can be done better? ECMI Commentary No 53 / T. Apostolos // Archive of European Integration. – 2018. – № 53. – P. 23. – ISSN 1855-9719. – Текст: непосредственный.

96. Aupperle, K.E. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability / K.E.Aupperle, A.B.Carroll, J.D.Hatfield. // The Academy of Management Journal. – 1985. – № 28 (2). – P. 446–463. – ISSN 0001-4273. – Текст: непосредственный.

97. Bahadori, N. Environmental, social, and governance factors in emerging markets: The impact on firm performance / N.Bahadori, T.Kaymak, M.Seraj // Business Strategy & Development. – 2021. – Vol. 4, № 4. – P. 411-422. – ISSN 2572-3170. – Текст: непосредственный.

98. Bataeva, B. The impact of ESG reporting on the Financial Performance of Russian Public Companies / B.Bataeva, A.Kokurina, N.Karpov // *Upravlenets*. – 2022. – Vol. 12, № 6. – P. 20-32. – ISSN 2218-5003. – Текст: непосредственный.
99. Becchetti, L. Corporate Social Responsibility, stakeholder risk, and idiosyncratic volatility / L.Becchetti, R.Ciciretti, I.Hasan // *Journal of Corporate Finance*. – 2015. – Vol. 35. – P. 297-309. – ISSN 0929-1199. – Текст: непосредственный.
100. Barnett, M.L. Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility / M.L. Barnett. // *Acad. Manage. Rev.* – 2007. - № 32 (3). – pp. 794–816. – ISSN 0363-7425. – Текст: непосредственный.
101. Barth, M. Cost of capital and earnings transparency / M.Barth, Y.Konchitchi, W.L.Landsman // *Journal of Accounting and Economics*. – 2013. – № 55 (2015). – 58 p. – ISSN: 0165-4101. – Текст : непосредственный.
102. Bhandari, A. Corporate social responsibility and capital allocation efficiency / A.Bhandari, D.Javakhadze // *Journal of Corporate Finance*. – 2017. – № 43. – P. 354-377. – ISSN 0929-1199. – Текст: непосредственный.
103. BofA Global Research, The Bear Hug. – URL: <https://business.bofa.com/en-us/content/market-strategies-insights.html> (дата обращения: 06.02.2022). — Текст: электронный.
104. Bodhanwala, S. Does corporate sustainability impact firm profitability? evidence from India / S.Bodhanwala, R.Bodhanwala // *Management Decision*. – 2018. – Vol. 56, № 8. – P. 1734-1747. – ISSN 0025-1747. – Текст: непосредственный.
105. Brooks, C. The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in Accounting and Finance / C.Brooks, I.Oikonomou // *The British Accounting Review*. – 2018. – Vol. 50, № 1. – P. 1-15. – ISSN 0890-8389. – Текст: непосредственный.
106. Buallay, A. Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector / A. Buallay // *Management of Environmental Quality*. – 2019. – Vol. 30, № 1. – P. 98-115. – ISSN 1477-7835. – Текст: непосредственный.

107. Chih, H.L. Corporate Social Responsibility, investor protection, and Earnings Management: Some international evidence / H.L.Chih, C.H.Shen, F.C. Kang // *Journal of Business Ethics*. – 2007. – Vol. 79, № 1-2. – P. 179-198. – ISSN: 1573-0697. – Текст: непосредственный.

108. Clark, G.L. From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance / G.L.Clark, A.Feiner, M.Viehs // *SSRN Electronic Journal*. – 2014. – ISSN 1556-5068. – Текст: непосредственный.

109. Cornell, B. Valuing ESG: doing good or sounding good? / B.Cornell, A.Damodaran // *The Journal of Impact and ESG Investing*. – 2020. – Vol. 1, № 1. – P. 76-93. – ISSN 2693-1982. – Текст: непосредственный.

110. Cornett, M. M. Greed or good deeds: An examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of U.S. commercial banks around the financial crisis / M. M. Cornett, O. Erhemjamts, H. Tehranian // *Journal of Banking & Finance*. – 2016. – № 70. – P. 137-159. – ISSN: 0378-4266. – Текст: непосредственный.

111. Corporate environmental responsibility and the cost of capital / S. El Ghouli // *Journal of Business Ethics*. – 2018. – № 149(2). – P. 335-361. – ISSN: 1573-0697. – Текст: непосредственный.

112. Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns / X. Luo [et al.] // *Strategic Manage J*. – 2015. – № 36(1). – P. 123-136. – ISSN 1821-3448. – Текст: непосредственный.

113. Dalal, K.K. ESG and corporate financial performance: a panel study of Indian companies / K.K.Dalal, N.A.Thaker // *IUP Journal of Corporate Governance*. – 2019. – Vol. 18 (1). – P. 44-59. – ISSN 1472-0701. – Текст: непосредственный.

114. Damodaran, A. Applied corporate finance. 4th edition / A. Damodaran. – 2015. – Wiley, USA. – P. 654-672. – ISBN 978-1-118-80893-1. – Текст: непосредственный.

115. Economic&Market Update by J. P. Morgan Asset Management // Jpmorgan. – URL: <https://am.com/us/en/asset-management/adv/insights/market-insights/guide-to->

the-markets/economic-and-market-update/ (дата обращения: 06.02.2022). — Текст: электронный.

116. El Ghouli, S. Does corporate social responsibility affect mutual fund performance and flows? / S.El Ghouli, A.Karoui // *Journal of Banking & Finance*. – 2017. – Vol. 77. – P. 53-63. – ISSN: 0378-4266. – Текст: непосредственный.

117. Engelhardt, N. ESG ratings and stock performance during the COVID-19 crisis / N.Engelhardt, J.Ekkenga, P.Posch // *Sustainability*. – 2021. – Vol. 13 (13). – P. 7133. – ISSN 2071-1050. – Текст: непосредственный.

118. Environmental Management [Electronic resource] // ISO 14000. – URL: <http://www.iso.org/iso/home/standards/management-standards/iso14000.htm> (дата обращения: 24.03.2023). – Текст: электронный.

119. ESG and financial performance: A qualitative comparative analysis in China's new energy companies / P. Liu [et al.] // *Journal of Cleaner Production*. – 2022. – № 379 (Part 1). – P. 134721. – ISSN: 0959-6526. – Текст: непосредственный.

120. ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015-2020 / T. Whelan // New York: NYU STERN Center for Sustainable Business. – 2021. – P. 19. – Текст: непосредственный.

121. ESG investing: A chance to reduce systemic risk / R. Cerqueti [et al.] // *Journal of Financial Stability*. – 2021. – Vol. 54. – P. 100887. – ISSN 15723089. – Текст: непосредственный.

122. ETF.com / Exchange-traded fund platform. – URL: <https://www.etf.com/> (дата обращения: 06.02.2022). – Текст: электронный.

123. European Commission Interim Study – Development of tools and mechanisms for the environmental, social and governance (ESG) factors into the EU banking prudential framework and into banks' business strategies and investment policies // European Commission. – 2020. – 208 p. – URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/201214-interim-study-esg-factors-banking\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/201214-interim-study-esg-factors-banking_en.pdf) (дата обращения: 25.08.2023). – Текст: электронный.

124. Environmental Management // ISO 14000. – URL: <http://www.iso.org/iso/home/standards/management-standards/iso14000.htm> (дата обращения: 24.03.2023). – Текст: электронный.

125. Exploring ESG: A Practitioner's Perspective / B. Novic // BlackRock. – 2016. – 14 p. – ISBN 978-1-782-72444-5. – URL: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-exploring-esg-a-practitioners-perspective-june-2016.pdf> (дата обращения: 25.08.2023). – Текст: электронный.

126. Fintech, financial inclusion and income inequality: A quantile regression approach / A. Demir // The European Journal of Finance. – 2022. – № 28(1). – P. 86-107. – ISSN 1351-847X. – Текст: непосредственный.

127. Finogenova, Y.Y. Economic and mathematical analysis of factors influencing the ESG-rating components of the Companies on the Emerging Markets / Y.Y.Finogenova, E.A.Larkova // Rev. Gest. Soc. Ambient., Miami. – 2024. – Vol. 18, № 3. – P. 1-14. – ISSN 1981-982X. – Текст: непосредственный.

128. Fisher-Vanden, K. Voluntary corporate environmental initiatives and shareholder wealth / K.Fisher-Vanden, K.S.Thorburn // Journal of Environmental Economics Management. – 2011. – Vol. 62 (3). – P. 430-445. – ISSN 0095-0696. – Текст: непосредственный.

129. FCA Enhancing climate-related disclosures by asset managers, life insurers and FCA-regulated pension providers Consultation Paper CP21/17 // Financial Conduct Authority. – 2021. – URL: <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp21-17.pdf> (дата обращения: 25.08.2023). — Текст: электронный.

130. Fiduciary Duty in the 21st Century. – 2015. – URL: <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/10/Fiduciary-duty-21st-century-final-report.pdf> (дата обращения: 25.08.2023). – Текст: электронный.

131. Financing a sustainable European economy. – 2018. – URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf) (дата обращения: 25.08.2021). – Текст: электронный.

132. Financing sustainable development and developing sustainable finance. – 2015. – URL: [https://www.un.org/en/development/desa/policy/untaskteam\\_undf/thinkpieces/21\\_think\\_piece\\_financing\\_development.pdf](https://www.un.org/en/development/desa/policy/untaskteam_undf/thinkpieces/21_think_piece_financing_development.pdf) (дата обращения: 25.08.2023). – Текст: электронный.

133. Frameworks for policy integration indicators, for sustainable development, and for evaluating complex scientific evidence / D. Stanners, A. Dom, D. Gee. // Sustainability indicators: a scientific assessment. – Island Press, 2007. – P.145-162. – ISBN 978-1-597-26131-9 Текст: электронный.

134. Flammer, C. Corporate social responsibility as an employee governance tool: Evidence from a quasi-experiment / C.Flammer, J.Luo // Strategic Manage J. – 2017. – № 38(2). – P. 163-183. – ISSN 1821-3448. – Текст: непосредственный.

135. 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. – № 5 (4). – P. 210-233. – ISSN 2043-0795. – Текст: непосредственный.

136. Friedman, M. Milton Friedman on Economics: Selected Papers / M.Friedman, G.S.Becker. // University of Chicago Press. – 2007. – 191 p. – ISBN 978-0-226-26349-6 Текст: непосредственный.

137. Gunnar, F. ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies / F. Gunnar // Journal of Sustainable Finance & Investment. – 2015. – № 5 (4). – P. 210-233. – ISSN 2043-0795. – Текст: непосредственный.

138. Huang, D. Z.-X. Environmental, social and governance factors and assessing firm value: Valuation, signalling and stakeholder perspectives / D. Z.-X. Huang // Account Finance. – 2022. – № 62(S1). – P. 1983-2010. – ISSN 1475-7702. – Текст: непосредственный.

139. Huang, D. Z.-X. An integrated theory of the firm approach to environmental, social and governance performance / D. Z.-X. Huang // Account Finance. – 2021. – № 62(S1). – P. 1567-1598. – ISSN 1475-7702. – Текст: непосредственный.

140. Hoepner, A. G. F. ESG shareholder engagement and downside risk. – 2019. – URL: <https://ssrn.com/abstract=2874252> (дата обращения: 25.08.2023). – Текст: электронный.
141. Holme, R. Corporate social responsibility: making good business sense. – 2000. – URL: <http://www.wbcsd.org/web/publications/csr2000.pdf> (дата обращения: 24.03.2023). – Текст: электронный.
142. Hubbard, T.D. Higher highs and lower lows: The role of corporate social responsibility in CEO dismissal / T.D.Hubbard, D.M.Christensen, S.D.Graffin // *Strategic Manage J.* – 2017. – № 38(11). – P. 2255-2265. – ISSN 1821-3448. – Текст: непосредственный.
143. Ilhan, E. Carbon tail risk. – URL: <https://ssrn.com/abstract=3204420>. – Текст: электронный.
144. Jain, D. Sustainable mobility indicators for Indian cities: Selection methodology and application / D.Jain, G.Tiwari. *Ecol // Indic.* – 2017. – № 79. – P. 310-322. – ISSN 1470-160X. – Текст: непосредственный.
145. Jensen, M.C. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure / M.C.Jensen, W.H.Meckling // *Journal of Financial Economics.* – 1976. – № 3 (4). – P. 305–360. – ISSN: 0304-405X. – Текст: непосредственный.
146. Jin, I. Systematic ESG risk and passive ESG investing / I. Jin // *The Journal of Portfolio Management.* – 2022. – № 48(5). – P. 71-86. – ISSN: 0095-4918. – Текст: непосредственный.
147. Jiraporn, P. How do powerful CEOs view corporate social responsibility (CSR)? An empirical note / P. Jiraporn, P. Chintrakarn // *Econ. Lett.* – 2013. – № 119 (3). – P. 344–347. – ISSN: 0165-1765. – Текст: непосредственный.
148. Jo, H. Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility / H.Jo, M.A.Harjoto // *J. Bus. Ethics.* – 2011. – № 103 (3). – P. 351–383. – ISSN: 0167-4544. – Текст: непосредственный.
149. Joliet, R. Equity SRI funds vacillate between ethics and money: An analysis of the funds' stock holding decisions / R.Joliet, Y.Titova // *Journal of Banking & Finance.* – 2018. – № 97. – P. 70-86. – ISSN: 0378-4266. – Текст: непосредственный.

150. Jones, T.M. Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics / T.M. Jones // Acad. Manage. Rev. – 1995. – № 20 (2) – P. 404–437. – ISSN 0001-4273. – Текст: непосредственный.

151. International Renewable Energy agency report. Global energy transformation: a roadmap to 2050. – 2018. – URL: [https://www.irena.org/-/media/Files/IRENA/Agency/Publication/2018/Apr/IRENA\\_Report\\_GET\\_2018.pdf](https://www.irena.org/-/media/Files/IRENA/Agency/Publication/2018/Apr/IRENA_Report_GET_2018.pdf) (дата обращения: 06.02.2022). – Текст: электронный.

152. iShares by BlackRock, iShares international ETFs. – URL: <https://www.ishares.com/us/strategies/international-etfs> (дата обращения: 04.04.2023). – Текст: электронный.

153. Khanna, T. Emerging market business groups, foreign intermediaries, and corporate governance / T.Khanna, K.Palepu // Concentrated corporate ownership. University of Chicago Press. – 2000. – P. 265-294. – ISBN 0-226-53678-5. – Текст: непосредственный.

154. Kritzman, M. Skulls, Financial Turbulence, and Risk Management / M.Kritzman, Y.Li // Financial Analysts Journal. – 2022. – № 66 (5). – P. 30-41. – ISSN: 0015-198X. – Текст: непосредственный.

155. Lee, K.-H. Environmental responsibility and firm performance: The application of an environmental, social and governance model / K.-H.Lee, B.C.Cin, E.Y.Lee // Business Strategy and the Environment. – 2016. – № 25(1). – P. 40-53. – ISSN 0964-4733. – Текст: непосредственный.

156. Love in the time of covid-19: The resiliency of environmental and social stocks / R.A. Albuquerque // SSRN Electronic Journal. – 2020. – ISSN 2304-7151. – Текст: непосредственный.

157. Melas, D. Factor investing and ESG integration / D.Melas, Z.Nagy, P.Kulkarni // Factor investing: From traditional to alternative risk premia. – Amsterdam: Elsevier, 2017. – P. 389-413. – ISBN 978-1-785-48201-4. – Текст: непосредственный.

158. Miller, M. Dividend Policy Growth and the Valuation of Shares / M.Miller, F.Modigliani // Journal of Business. – Chicago: The University of Chicago press, 1961. – P. 411-413. – ISSN 00219398. – Текст: непосредственный.

159. Nakai, M. Can SRI funds better resist global financial crisis? Evidence from Japan / M.Nakai, K.Yamaguchi, K.Takeuchi // *International Review of Financial Analysis*. – 2016. – № 48. – P. 12-20. – ISSN: 1057-5219. – Текст: непосредственный.

160. Narula, R. ESG scores and firm performance – Evidence from emerging market / R. Narula [et al.] // *International Review of Economics & Finance*. – 2024. – № 89(Part A). – P. 1170-1184. – ISSN: 1057-5219. – Текст: непосредственный.

161. Nofsinger, J. Socially responsible funds and market crises / J.Nofsinger, A.Varma // *Journal of Banking & Finance*. – 2014. – № 48. – P. 180-193. – ISSN: 0378-4266. – Текст: непосредственный.

162. Nollet, J. Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach / J.Nollet, G.Filis, E.Mitrokostas // *Economic Modelling*. – 2016. – № 52. – P. 400-407. – ISSN: 0264-9993. – Текст: непосредственный.

163. Rostow, W. W. The stages of economic growth / W.W.Rostow, F.A.Preger. – London: The syndics of the Cambridge University press, 1961. – P. 73-93. – ISBN 978-0-521-40928-5. – Текст: непосредственный.

164. Royal, J. Best Investment during a Recession. – URL: <https://www.bankrate.com/investing/investing-during-a-recession/> (дата обращения: 06.02.2022). – Текст: электронный.

165. Russia Renewable Energy Development Association (RREDA) report. The market of renewable sources of energy in Russia: trends and perspectives. – 2020. – URL: <https://rreda.ru/en/reports/annual-reports/2705/> (дата обращения: 06.02.2022). – Текст: электронный.

166. Shash, N.N. Impact of socially responsible investment on the company's financial performance and value / N.N.Shash, N.D.Dosaeva // *Progressive Science Journal*. – 2020. – № 3(2(4)). – P. 27-32. – ISSN 2509-0119. – Текст: непосредственный.

167. Silhavy, R. Analysis and selection of a regression model for the Use Case Points method using a stepwise approach / R.Silhavy, P.Silhavy, Z.Prokopova // *Journal*

of Systems and Software. – 2017. – № 125. – P. 1-14. – ISSN: 0164-1212. – Текст: непосредственный.

168. Sinha, R. Inclusion of ESG factors in investments and value addition: A meta-analysis of the relationship / R.Sinha, M.Datta, M.Ziolo // Springer proceedings in business and economics. – 2019. – P. 93-109. – ISSN: 2198-7246. – Текст: непосредственный.

169. Social capital, trust, and bank tail risk: The value of ESG rating and the effects of crisis shocks / V. Q. Trinh // Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. – 2023. – № 83. – P. 1-23. – ISSN: 1042-4431. – Текст: непосредственный.

170. Sokolnikova, I.V. Evolution of Investment Projects in Renewable Energy sources in Industry 4.0, Springer Books / I.V.Sokolnikova, E.A.Larkova // 2021. – P. 425-433. – ISBN 978-3-030-79496-5. – Текст: непосредственный.

171. Stowell, D. Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity / D. Stowell // Elsevier Science. – Kindle Edition, 2014. – P. 11. – ISBN 978-0-323-88451-8. – Текст: непосредственный.

172. Sustainability Reporting Guidelines. – URL: <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/G3-Guidelines-Incl-Technical-Protocol.pdf> (дата обращения: 24.03.2023). – Текст: электронный.

173. Sustainable Development Goals. – 2015. – URL: <https://sdgs.un.org/goals> (дата обращения: 25.03.2024). – Текст: электронный.

174. Teresiene, D. Portfolio Construction and Management During the Period of Financial Crisis. – URL: <https://www.ecoman.ktu.lt/index.php/Ekv/article/view/9300> (дата обращения: 25.03.2024).

175. The Equator Principles. – 2006. – URL: [http://www.equator-principles.com/resources/equator\\_principles.pdf](http://www.equator-principles.com/resources/equator_principles.pdf) (дата обращения: 24.03.2023).

176. The Paris Agreement. – 2015. – URL: <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement> (дата обращения: 25.03.2024). – Текст: электронный.

177. Total net assets of US-registered mutual funds worldwide from 1998-2021. – URL: <https://www.statista.com/statistics/255518/mutual-fund-assets-held-by-investment-companies-in-the-united-states/> (дата обращения: 04.04.2023). – Текст: электронный.
178. TradingView / Social media for traders and investors. – URL: <https://www.tradingview.com/> (дата обращения: 06.02.2022). – Текст: электронный.
179. Stulz, R. How Companies Can Use Hedging to Create Shareholder Value / R. Stulz // *J. Applied corporate finance*. – 2013. – № 34 (25). – P. 21-31. – ISSN 1078-1196. – Текст: непосредственный.
180. Taliento, M. Impact of environmental, social, and governance information on economic performance: Evidence of a corporate ‘sustainability advantage’ from Europe / M.Taliento, C.Favino, A.Netti // *Sustainability*. – 2019. – №11(6). – P. 1738. – Текст: непосредственный.
181. The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power / Y. Li // *The British Accounting Review*. – 2018. – № 50(1). – P. 60-75. – ISSN 0890-8389. –Текст: непосредственный.
182. The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from covid-19 in China / D. C. Broadstock [et al.] // *Finance Research Letters*. –2021. – Vol. 38. – P. 101716. – ISSN 1544-6123. – Текст: непосредственный.
183. U.S. Sustainable Funds See Outflows for the First Time in Five Years. – URL: <https://www.morningstar.com/sustainable-investing/us-sustainable-funds-see-outflows-first-time-five-years> (дата обращения: 23.04.2024). – Текст: электронный.
184. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting / D. S. Dhaliwal // *Account Rev.* – 2011. – № 86(1). – P. 59-100. – ISSN 00014826. – Текст: непосредственный.
185. Yoon, B. Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea / B. Yoon, J. H. Lee, R. Byun // *Sustainability*. – 2018. – № 10(10). – P. 3635. – ISSN: 2071-1050. – Текст: непосредственный.

186. Your Complete Guide to Fur-Free Fashion Designers and Retailers. – URL: <https://www.elle.com/fashion/a19702518/fashion-brands-that-are-going-fur-free/> (дата обращения: 23.03.2023). – Текст: электронный.

187. Yu, E. P. Environmental, social and governance transparency and firm value / E.P.Yu, C Q.Guo, B.V.Luu // *Business Strategy and the Environment*. – 2018. – № 27(7). – P. 987-1004. – ISSN 0964-4733. – Текст: непосредственный.

188. Zhou, D. ESG performance and stock price volatility in public health crisis: Evidence from COVID-19 pandemic / D.Zhou, R.Zhou // *International Journal of Environmental Research and Public Health*. – 2021. – № 19(1). – P. 3-15. – ISSN 1661-7827. – Текст: непосредственный.

## Приложение А (справочное) Динамика структуры активов

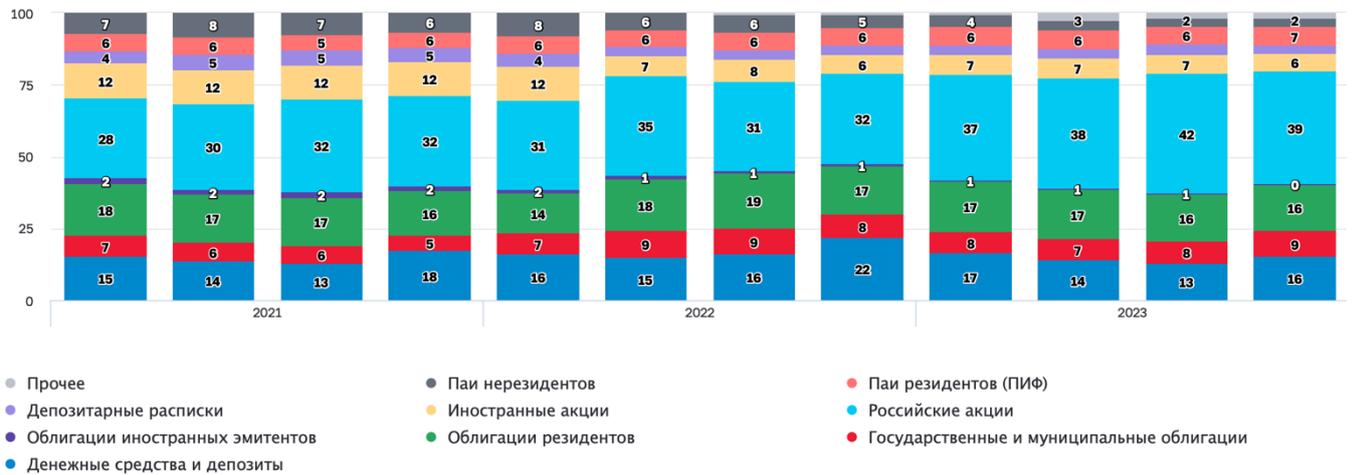


Рисунок А.1 – Динамика структуры активов на брокерских ИИС

Источник: Центральный банк Российской Федерации

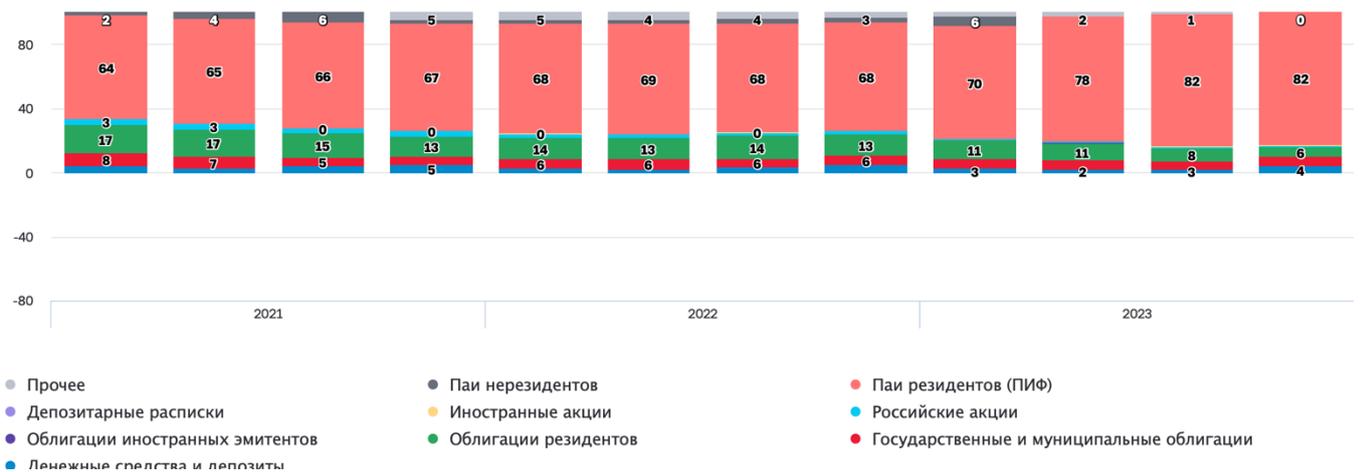


Рисунок А.2 – Динамика структуры активов на ИИС в рамках доверительного управления (ДУ)

Источник: Центральный банк Российской Федерации

**Приложение Б**  
(справочное)  
**Структура активов ИИС**

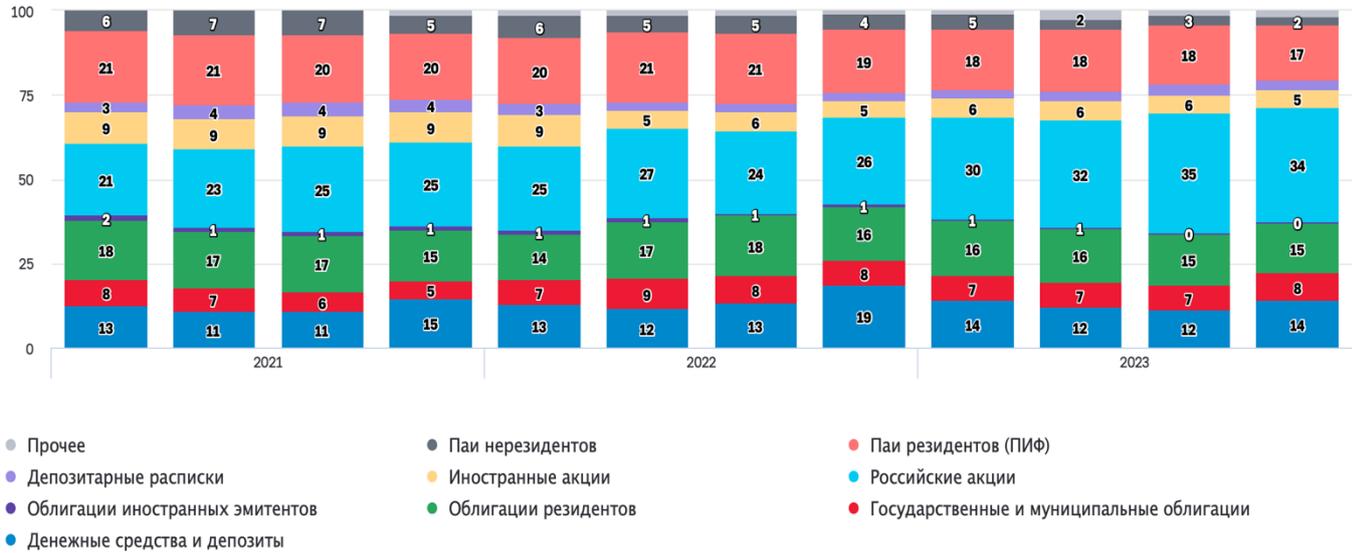


Рисунок Б.1 – Динамика структуры активов ИИС (в рамках брокерского обслуживания и в рамках доверительного управления)

Источник: Центральный банк Российской Федерации

**Приложение В**  
(справочное)  
**Обзор ESG-трендов**

Таблица В.1 – Обзор ESG-трендов и их регулирования

Страна	Тренд	Документ и его цель
Россия	Переход к низко-углеродной экономике	Распоряжение Правительства РФ «О сокращении выбросов парниковых газов» Цель: рассмотреть возможные сценарии снижения уровня выброса парниковых газов в РФ и сопутствующих им технологических достижений, структурных сдвигов, которые способствуют сокращению энергозатрат российской экономики, а также действий по реализации стратегии, направленных на обеспечение контроля за ходом ее осуществления
		Федеральный закон от 02.07.2021 г. № 296-ФЗ «Об ограничении выбросов парниковых газов»
		Постановление Правительства РФ от 21.09.2021 № 1587 «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации и требований к системе верификации проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации»
Европейский союз	Переход к низко-углеродной экономике	Приоритеты ЕС на 2019-2024 гг. в рамках Европейской зеленой сделки (European green deal, priorities 2019 – 2024) Цель: развитие Европейского союза в направлении формирования первого климатически нейтрального континента к 2050 г., для чего будут использованы программы, которые включают в себя план восстановления экономики после COVID-19 - NextGenerationEU (NGEU) и семилетний бюджет Евросоюза. Условия для осуществления инициативы предполагают инвестиции в размере 1 триллиона евро на проекты, которые соответствуют критериям устойчивого развития, предоставляемым Европейской комиссией
		Таксономия устойчивого финансирования ЕС от 18.06.2020 (Sustainable finance taxonomy – Regulation (EU) 2020/852) Цель: создание системы, которая будет способствовать инвестициям в устойчивые проекты, чтобы достичь целей в области климата и энергетики на 2030 год

Страна	Тренд	Документ и его цель
Великобритания	Переход к низко-углеродной экономике	Стратегия углеродной нейтральности (Net Zero Strategy-2021) Цель: значительное снижение уровня выбросов парниковых газов к 2035 году на по сравнению с показателями 2021 года, а также достижение полной углеродной нейтральности к 2050
	Увеличение требований в отношении раскрытия ESG-информации	Руководство для компаний, котирующихся на лондонской бирже, по интеграции передовой практики климатической отчетности и внедрению TCFD (Guidance for London-listed companies on the integration of climate reporting best practice and TCFD implementation, An LSEG Business) Цель: разработка списка рекомендаций по риск-менеджменту, которые связаны с изменением климата, полностью раскрыть информацию в климатической отчетности
Глобальное соглашение	Переход к низко-углеродной экономике	Парижское соглашение Для достижения цели данного соглашения, необходимо добиться укрепления глобального реагирования на изменения климата. Для этого нужно было обеспечить удержание прироста глобальной средней температуры на уровне 2 градусов Цельсия сверх доиндустриальных значений и ограничить рост температуры до 1,5 градусов Цельсия, а также направить финансовые потоки в сторону развития проектов с низким уровнем выбросов. Основным способом достижения целей соглашения является снижение уровня выбросов

Источник: составлено автором

## Приложение Г

(справочное)

### Таблица ESG-компонентов, включенных в методологию RAEX, НРА и АКРА

Таблица Г.1 – ESG-компоненты, включенные в методологию RAEX, НРА и АКРА

	<b>Фактор</b>	<b>RAEX</b>	<b>НРА</b>	<b>АКРА</b>
<b>Е-компоненты</b>				
1.	Климат	+	+	-
2.	Энергопотребление и энергоэффективность	+	+	-
3.	Атмосфера	+	+	-
4.	Водные ресурсы	+	+	-
5.	Обращение с отходами производства и потребления	+	+	-
6.	Землепользование	-	-	-
7.	Леса и биоразнообразие	-	-	-
8.	Экологический менеджмент	+	+	-
9.	Расходы на охрану окружающей среды	+	-	-
10.	Цепочки поставок	+	-	-
11.	Ответственное финансирование	+	+	-
<b>С-компоненты</b>				
1.	Система мотивации персонала	+	+	-
2.	Политика равенства	+	+	-
3.	Охрана труда	+	+	-
4.	Взаимодействие с обществом/третьими лицами	+	+	-
<b>Г-компоненты</b>				
1.	Структура собственности организации и реализация акционерами (участниками) прав	+	+	-
2.	Органы управления организации	+	+	-
3.	Стратегическое управления	+	+	-

	<b>Фактор</b>	<b>RAEX</b>	<b>НРА</b>	<b>АКРА</b>
4.	Система вознаграждения	+	+	-
5.	Управление рисками, осуществление внутреннего контроля и внутреннего аудита	+	+	-
6.	Раскрытие информации	+	+	-
7.	Политика ответственного инвестирования	+	+	-

Источник: составлено автором на основе методологий присвоения ESG-рейтинга от RAEX, НРА и АКРА и рекомендаций ЦБ

## Приложение Д

(обязательное)

### Этапы расчета авторского индекса устойчивого развития (ESG-индекса)

Таблица Д.1 – Этапы расчета и предоставление данных авторского индекса устойчивого развития (ESG-индекса)

Этап	Входные данные	Выходные данные	Описание
Сбор данных по стоимостям эмитентов индекса	-	База с подневыми стоимостями эмитентов индекса с 2013 по 2024 год	Парсинг сайта MOEX, реализованный на языке Python с использованием библиотеки для отправки HTTP-запросов на веб-сервер CURL (Client URL)
Скачивание данных по стоимостям индекса	-	Значения индекса с 2002 по 2024 год	Таблица со значениями индекса скачивалась с сайта MOEX в формате .xlsx
Расчет новых коэффициентов, ограничивающих долю капитализации $i$ -ой акции	-	Новые весовые коэффициенты для каждого эмитента индекса	$W_{i\_new}$ – коэффициент, ограничивающий долю капитализации $i$ -ой акции (максимальное значение – 1. Данный коэффициент обратно зависит от ESG-рейтинга эмитента, присвоенного RAEX: чем выше рейтинг, тем ниже коэффициент $W_{i\_new}$ )
Расчет значений индекса с пересчитанными по новой стратегии весами для каждого эмитента индекса	База с подневыми стоимостями эмитентов индекса; новые весовые коэффициенты	Пересчитанные по новой стратегии значения индекса	Значения индекса были рассчитаны по методике расчета индексов акций Московской биржи с использованием пересчитанных весовых коэффициентов

Этап	Входные данные	Выходные данные	Описание
Предобработка данных	Значения временных рядов с весовыми корректировками и без них	Предобработанные данные	Данные предобрабатывались путем приведения к стационарному виду через дифференцирование. Количество дифференцирований, необходимое для стационарности, определялось с помощью тест Дики-Фуллера
Обучение модели для сравнения стратегий в долгосрочной перспективе	Значения индекса с оригинальными весовыми коэффициентами; значения индекса с пересчитанными весовыми коэффициентами	Предсказания моделями значений индекса на год вперед	Были обучены две модели авторегрессии ARIMA на временных рядах значений индексов. Также был проведен сравнительный анализ полученных предсказаний
Создание визуализаций для анализа временных рядов	Значения индексов, стоимости эмитентов индекса	Графики STL-разложения, графики автокорреляции, графики временных рядов после дифференцирования	С помощью модулей библиотеки matplotlib в Python были созданы следующие визуализации: 1) графики, отображающие STL-декомпозицию временных рядов на тренд, периодичность и шум; 2) графики автокорреляции, отображающие зависимость значений временного ряда от предыдущих лагов; 3) графики временных рядов после их дифференцирования для приведения к стационарному виду

Этап	Входные данные	Выходные данные	Описание
Создание визуализаций для отображения работы модели ARIMA	Предсказания модели ARIMA	Графики с предсказаниями модели на год вперед	С помощью модулей библиотеки matplotlib в Python были созданы следующие визуализации: 1) графики с временными рядами значений индексов с весовыми корректировками и без них и предсказаниями; 2) графики предсказанных 12 лагов за каждый месяц года для более детального отображения работы модели
Создание визуализаций для сравнительного анализа двух стратегий расчета весовых коэффициентов для эмитентов индекса	Значения индексов	Гистограмма доходностей индекса, график перекрытия двух временных рядов	С помощью модулей библиотеки matplotlib в Python были созданы следующие визуализации: 1) гистограмма доходностей индексов, рассчитанных с применением разных стратегий расчета весовых коэффициентов для эмитентов индекса; 2) график перекрытия двух временных рядов с цветовым разделением зон по принципу сравнения двух значений временных рядов за каждый промежуток времени в данных

Источник: составлено автором на основе методологии по расчету авторского ESG-индекса

## Приложение Е

(обязательное)

### Компоненты расчета авторского ESG-индекса

Таблица Е.1 – База расчета авторского ESG-индекса

Наименование эмитента	Рыночная капитализация эмитента на 31.01.2024	Коэффициент фри-флоат, %	Коэффициент, ограничивающий долю эмитента в индексе (предложенный автором)	Вес эмитента, предложенный автором, %
ПАО АФК «Система», ао*	39 921 664 000	32	0,80	0,71
ПАО «Аэрофлот», ао	28 911 808 275	25	0,80	0,52
РОС АГРО ПЛС, ДР иностранного эмитента на акции (эмитент ДР — The Bank of New York Mellon Corporation)	49 541 666 063	25	1,00	0,88
АК «АЛРОСА» (ПАО), ао	65 366 721 354	34	0,40	1,16
ПАО «МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК», ао	40 052 803 985	22	0,70	0,71
ПАО «Северсталь», ао	98 033 188 468	23	0,40	1,75
МКПАО «ЭН+ ГРУП», ао	24 266 547 545	14	0,60	0,43
ПАО «ФСК – Россети», ао	27 554 785 573	18	0,60	0,49
Икс 5 Ритейл Груп Н.В., ДР иностранного эмитента на акции	47 599 935 140	41	0,20	0,85

Наименование эмитента	Рыночная капитализация эмитента на 31.01.2024	Коэффициент фри-флоат, %	Коэффициент, ограничивающий долю эмитента в индексе (предложенный автором)	Вес эмитента, предложенный автором, %
ПАО «Совкомфлот», ао	36 149 307 168	16	0,70	0,64
ПАО «Газпром», ао	648 036 658 950	50	0,34	11,55
Глобалтранс Инвестмент ПЛС, ДР иностранного эмитента	11 571 794 146	57	0,20	0,21
ПАО «ГМК "Норильский никель"», ао	397 514 324 032	37	0,42	7,08
ПАО «ММК», ао	68 380 195 002	20	0,60	1,22
ПАО «ЛУКОЙЛ», ао	839 433 537 334	55	0,30	14,96
ПАО «Магнит», ао	96 334 358 009	37	0,40	1,72
ПАО «Московская Биржа», ао	58 159 325 570	64	0,20	1,04
ПАО «РусГидро», ао	15 964 523 889	15	0,30	0,28
ПАО «Интер РАО», ао	91 620 396 000	35	0,60	1,63
ПАО «Мосэнерго», ао	20 434 350 835	20	0,80	0,36
ПАО «Мечел», ао	33 389 992 252	43	0,60	0,59
ПАО «Мечел», ап**	23 867 299 435	60	0,80	0,43
ПАО «МТС», ао	62 654 658 007	41	0,30	1,12
ПАО «НЛМК», ао	86 892 205 816	21	0,40	1,55
ПАО «НОВАТЭК», ао	192 715 556 342	21	0,20	3,43
Озон Холдингс ПиЭлСи, ДР иностранного эмитента на акции	49 290 391 828	40	0,20	0,88

Наименование эмитента	Рыночная капитализация эмитента на 31.01.2024	Коэффициент фри-флоат, %	Коэффициент, ограничивающий долю эмитента в индексе (предложенный автором)	Вес эмитента, предложенный автором, %
ПАО «ФосАгро», ао	45 669 988 000	26	0,20	0,81
ПАО «Группа Компаний ПИК», ао	93 930 648 285	21	1,00	1,67
ПАО «Полюс», ао	130 236 376 961	22	0,40	2,32
Полиметалл Интернэшнл плс, акции иностранного эмитента	16 371 932 929	72	0,10	0,29
ПАО «Группа Позитив», ао	17 937 348 000	13	1,00	0,32
КИВИ ПиЭлСи, ДР иностранного эмитента на акции (эмитент ДР — The Bank of New York Mellon Corporation)	15 906 617 133	59	1,00	0,28
ПАО «НК «Роснефть», ао	136 829 894 342	11	0,20	2,44
ПАО «Ростелеком», ао	54 182 269 520	29	0,70	0,97
ПАО «Сбербанк», ао	703 951 105 404	48	0,25	12,54
ПАО «Селигдар», ао	17 574 375 000	25	1,00	0,31
МКПАО «Объединенная компания «РУСАЛ», ао	100 515 467 026	18	1,00	1,79
ПАО «Сбербанк», ап	135 482 438 400	100	0,49	2,41
ПАО ГК «Сегежа», ао	14 685 840 000	25	0,90	0,26
ПАО «ГК «Самолет», ао	22 113 147 458	10	0,90	0,39

Наименование эмитента	Рыночная капитализация эмитента на 31.01.2024	Коэффициент фри-флоат, %	Коэффициент, ограничивающий долю эмитента в индексе (предложенный автором)	Вес эмитента, предложенный автором, %
ПАО «Сургутнефтегаз», ао	192 222 853 871	25	0,68	3,43
ПАО «Сургутнефтегаз», ап	161 282 108 716	73	0,49	2,87
ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина, ао	298 473 218 156	32	0,67	5,32
ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина, ап	55 031 723 135	100	0,59	0,98
ТиСиЭс Групп Холдинг ПиЭлСи, ДР иностранного эмитента на акции (эмитент депозитарных расписок - JPMorgan Chase Bank)	39 014 050 059	58	0,10	0,70
ПАО «Транснефть», ап	33 413 641 800	37	0,40	0,60
ПАО «Юнипро», ао	16 358 365 102	16	0,80	0,29
МКПАО «ВК», ао	22 120 954 546	53	0,30	0,39
Банк «ВТБ» (ПАО), ао	54 088 659 138	17	0,50	0,96
Яндекс Н.В., акции иностранного эмитента	81 233 117 848	98	0,10	1,45
<i>*ао – акция обыкновенная, **ап – акция привилегированная (прим. автора)</i>				

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи

## Приложение Ж

(справочное)

### Прогнозирование секторального распределения акций авторского биржевого паевого ESG-фонда

Таблица Ж.1 – Поэтапный процесс прогнозирования секторального распределения акций авторского ESG-фонда

Этап	Входные данные	Выходные данные	Описание
Сбор данных по эмитентам, входящих в состав фонда	-	База с подневными стоимостями эмитентов фонда с 2020 по 2024 год	Парсинг сайта MOEX, реализованный на языке Python с использованием библиотеки для отправки HTTP-запросов на веб-сервер CURL (Client URL)
Формирование данных по весам эмитентов в фонде, сгруппированных по секторам	-	Данные по весам эмитентов в фонде, сгруппированных по секторам	Таблица со значениями по весам эмитентов в авторском фонде
Обучение моделей для предсказания доли эмитентов в авторском фонде посекторно	Данные по весам эмитентов в индексе, сгруппированных посекторно	Предсказания весовых коэффициентов посекторно на следующий квартал	Выделено 8 секторов, по каждому из которых обучена модель ARIMA для предсказания веса в индексе на квартал вперед; полученные значения были отмасштабированы так, чтобы в сумме все веса давали 1

Источник: составлено автором

## Приложение И

(справочное)

### Проблемы российских биржевых паевых инвестиционных фондов (БПИФов) и пути их решения

Таблица И.1 – Проблемы российских БПИФов и пути их решения

Проблема	Пути решения
<b>Инвестиционно непривлекательная доходность облигационных БПИФов</b> – <i>доходность стратегий с экспозицией на облигации на российском фондовом рынке остается очень низкой, не способной даже покрыть уровень инфляции, что снижает инвестиционную привлекательность такого продукта</i>	Стимулирование покупки таких фондов с помощью индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС). Инвестор может претендовать как на налоговую льготу, так и на льготу владения 3 лет
<b>Ограниченные требования к маркет-мейкерам со стороны биржи</b> – в настоящий момент к маркет-мейкерам предъявляются требования на рынке БПИФов относительно объема сделок за торговый день или периода, когда они должны выполнять свои обязательства по котированию фондов. Однако эти требования недостаточны для обеспечения стабильности ликвидных и снижения уровня волатильности фондов	Возникает необходимость разработать дополнительные требования для маркет-мейкеров биржевых фондов: нужно определить объем заявок, которые будут направлены на продажу и покупку паев исходя из стоимости 1 торгового лота и нужно установить спред на уровне спреда маркет-мейкеров по акциям, но не менее чем комиссионное вознаграждения УК
<b>Различие структуры фонда и состава отслеживаемого индекса</b> – <i>на российском фондовом рынке инфраструктура БПИФов выстроена на основе законодательства о классических ПИФах. Согласно законодательству, основными элементами ПИФов являются управляющая компания и специализированный депозитарий. В такой ситуации не может быть обеспечено жесткое регулирование инвестиционной декларации, из-за чего управляющие компании не гарантируют точной репликации индекса, на котором основан фонд</i>	Прежде всего необходима детальная проработка законодательства в данной области. Стоит разграничить законодательство о ПИФах и о БПИФах и сделать биржевые фонды отдельным инвестиционным инструментом. Внесение поправок в законодательство сможет стимулировать дальнейшее развитие рынка БПИФов в России

Источник: составлено автором на основе Вишневер В.Я. Тенденции и перспективы развития паевых инвестиционных фондов в системе коллективного инвестирования / В.Я.Вишневер, В.М.Кусков, Е.С.Недорезова // Экономическая теория. – 2019. – № 9 (178). – С. 19-24.

## Приложение К

(справочное)

### Структура внутреннего валового продукта (ВВП) России по отраслям

Таблица К.1 – Структура ВВП России по отраслям, %

Отрасли	2021, %	2022, %	2023 прогноз, %	2024 прогноз, %	2025 прогноз, %
Сельское и лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	3,80	3,80	3,90	3,90	3,90
Добыча полезных ископаемых	11,50	11,90	10,40	10,10	9,80
Обрабатывающее производство	14,40	14,40	14,60	14,60	14,50
Обеспечение электроэнергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	2,20	2,10	2,20	2,20	2,20
Строительство	4,60	4,70	4,80	4,90	4,90
Торговля, ремонт авто и мотоциклов	11,70	10,90	11,40	11,40	11,50
Транспортировка и хранение	5,40	5,50	5,60	5,60	5,60
Гостиницы и общепит	0,70	0,80	0,90	1,00	1,00
Информация и связь	2,50	2,60	2,60	2,60	2,60
Финансы и страхование	4,10	4,50	4,60	4,60	4,70
Операции с недвижимостью	8,90	9,00	9,10	9,20	9,20
Профдеятельность, научная и техническая	4,00	4,10	4,20	4,10	4,10
Деятельность домашних хозяйств как работодателей; недифференцированная деятельность частных домашних хозяйств	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Образование	2,80	3,00	3,10	3,10	3,20
Госуправление и военная безопасность; соцобеспечение	6,40	6,50	6,60	6,60	6,60

<b>Отрасли</b>	<b>2021, %</b>	<b>2022, %</b>	<b>2023 прогноз, %</b>	<b>2024 прогноз, %</b>	<b>2025 прогноз, %</b>
Деятельность административная и дополнительные услуги	1,70	1,80	1,70	1,70	1,70
Здравоохранение и социальные услуги	3,00	3,10	3,20	3,30	3,30
Прочие услуги	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50

Источник: составлено автором на основе прогнозных данных по ВВП

Минэкономразвития Российской Федерации

## Приложение Л

(справочное)

### Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации

Таблица Л.1 – Основные показатели прогноза социально-экономического развития Российской Федерации

	2022	2023	2024	2025
<b>Цена на нефть марки Brent, \$/барр</b>				
Базовый	101,0	83,5	85,0	80,2
Консервативный		83,1	78,8	70,0
<b>Курс доллара (среднегодовой)</b>				
Базовый	67,5	85,2	90,1	91,1
Консервативный		85,7	95,7	97,8
<b>ИПЦ на конец года, в % к декабрю</b>				
Базовый	11,9	7,5	4,5	4
Консервативный		8	5,4	3,6
<b>ВВП, в %</b>				
Базовый	-2,1	2,8	2,3	2,3
Консервативный		2,6	1,4	1,5
<b>Инвестиции в основной капитал, в %</b>				
Базовый	4,6	6,0	2,3	3,0
Консервативный		5,2	1,3	2,2
<b>Промышленное производство, в %</b>				
Базовый	0,6	3,6	2,6	2,2
Консервативный		2,5	-1	1,9
<b>Реальные располагаемые денежные доходы населения, в %</b>				
Базовый	-1,0	4,3	2,7	2,6
Консервативный		4,1	1,4	1,6

Источник: составлено автором на основе прогнозных данных по ВВП Минэкономразвития Российской Федерации

**Приложение М**

(обязательное)

**Состав авторского биржевого паевого инвестиционного фонда (БПИФа)**

Таблица М.1– Полный состав биржевого паевого инвестиционного фонда, предлагаемого автором в рамках диссертационного исследования

<b>Эмитент</b>	<b>Вес в фонде, предложенном автором %</b>
ПАО АФК «Система», ао*	0,55
ПАО «Аэрофлот», ао	0,52
РОС АГРО ПЛС, ДР иностранного эмитента на акции (эмитент ДР — The Bank of New York Mellon Corporation)	0,85
АК «АЛРОСА» (ПАО), ао	1,30
ПАО «МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК», ао	0,72
ПАО «Северсталь», ао	2,00
МКПАО «ЭН+ ГРУП», ао	0,44
ПАО «ФСК – Россети», ао	0,47
Икс 5 Ритейл Груп Н.В., ДР иностранного эмитента на акции (эмитент ДР — The Bank of New York Mellon Corporation)	0,87
ПАО «Совкомфлот», ао	0,67
ПАО «Газпром», ао	11,44
Глобалтранс Инвестмент ПЛС, ДР иностранного эмитента	0,25
ПАО «ГМК «Норильский никель», ао	6,81
ПАО «РусГидро», ао	0,26
ПАО «Интер РАО», ао	1,58
ПАО «ЛУКОЙЛ», ао	14,13
ПАО «ММК», ао	1,29
ПАО «Магнит», ао	1,90
ПАО «Московская Биржа», ао	0,99

Эмитент	Вес в фонде, предложенном автором %
ПАО «Мосэнерго», ао	0,35
ПАО «Мечел», ао	0,60
ПАО «Мечел», ап**	0,60
ПАО «НОВАТЭК», ао	3,37
Озон Холдингс ПиЭлСи, ДР иностранного эмитента на акции	0,89
ПАО «ФосАгро», ао	0,79
ПАО «Группа Компаний ПИК», ао	1,71
ПАО «МТС», ао	1,15
ПАО «НЛМК», ао	1,68
ПАО «Полюс», ао	2,29
Полиметалл Интернэшнл плс, акции иностранного эмитента	0,30
ПАО «Группа Позитив», ао	0,32
КИВИ ПиЭлСи, ДР иностранного эмитента на акции	0,35
ПАО «НК «Роснефть», ао	2,41
ПАО «Ростелеком», ао	0,86
МКПАО «Объединенная компания «РУСАЛ», ао	1,70
ПАО «Сбербанк», ао	12,38
ПАО «Сбербанк», ап	2,40
ПАО «Селигдар», ао	0,32
ПАО ГК «Сегежа», ао	0,25
ПАО «ГК «Самолет», ао	0,37
ПАО «Сургутнефтегаз», ао	3,15
ПАО «Сургутнефтегаз», ап	2,65
ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина, ао	5,70
ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина, ап	1,08
ТиСиЭс Груп Холдинг ПиЭлСи, ДР иностранного эмитента на акции (эмитент депозитарных расписок - JPMorgan Chase Bank)	0,68

Эмитент	Вес в фонде, предложенном автором %
ПАО «Транснефть», ап	0,59
ПАО «Юнипро», ао	0,31
МКПАО «ВК», ао	0,40
Банк «ВТБ» (ПАО), ао	0,99
Яндекс Н.В., акции иностранного эмитента	1,48
<i>*ао – акция обыкновенная, **ап – акция привилегированная (прим. автора)</i>	

Источник: составлено автором

## Приложение Н

(справочное)

### Прогноз секторального распределения активов в авторском фонде на основе регрессионной модели ARIMA

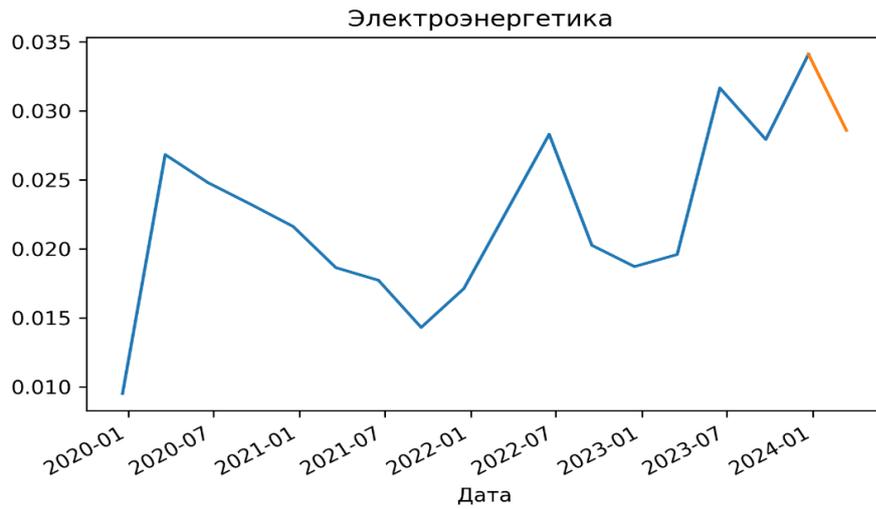


Рисунок Н.1 — Прогноз секторального распределения в авторском фонде в отрасли «Электроэнергетика»

Источник: составлено автором



Рисунок Н.2 — Прогноз секторального распределения в фонде в отрасли «Химия и нефтехимия»

Источник: составлено автором

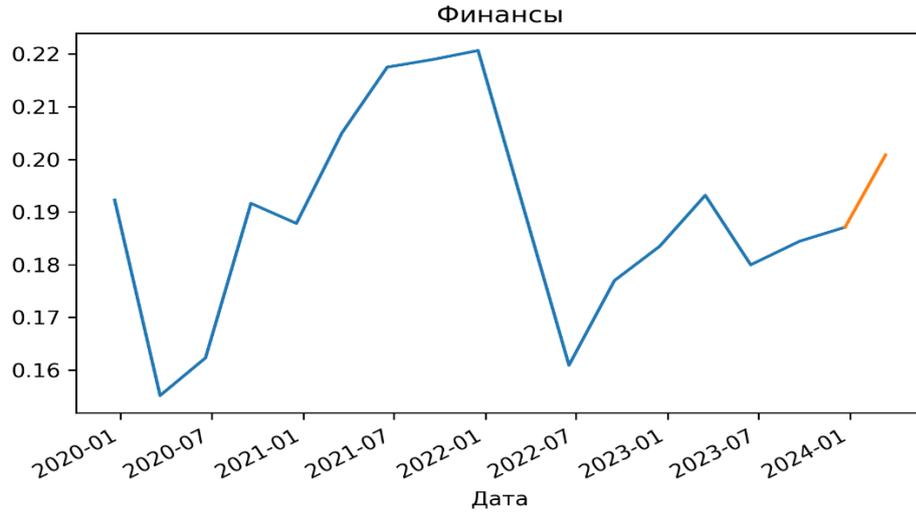


Рисунок Н.3 — Прогноз секторального распределения в фонде в отрасли  
«Финансы»

Источник: составлено автором

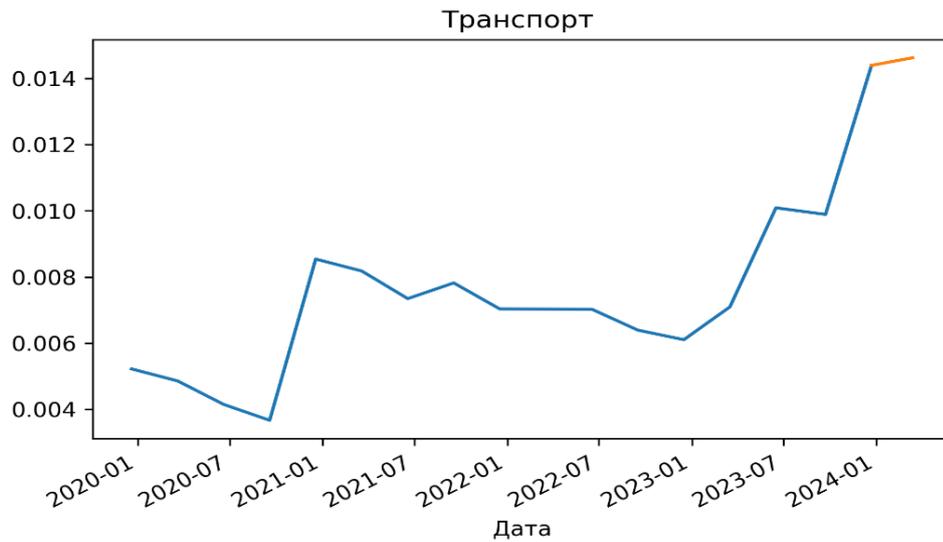


Рисунок Н.4 — Прогноз секторального распределения в фонде в отрасли  
«Транспорт»

Источник: составлено автором



Рисунок Н.5 — Прогноз секторального распределения в фонде в отрасли «Телекоммуникации»

Источник: составлено автором

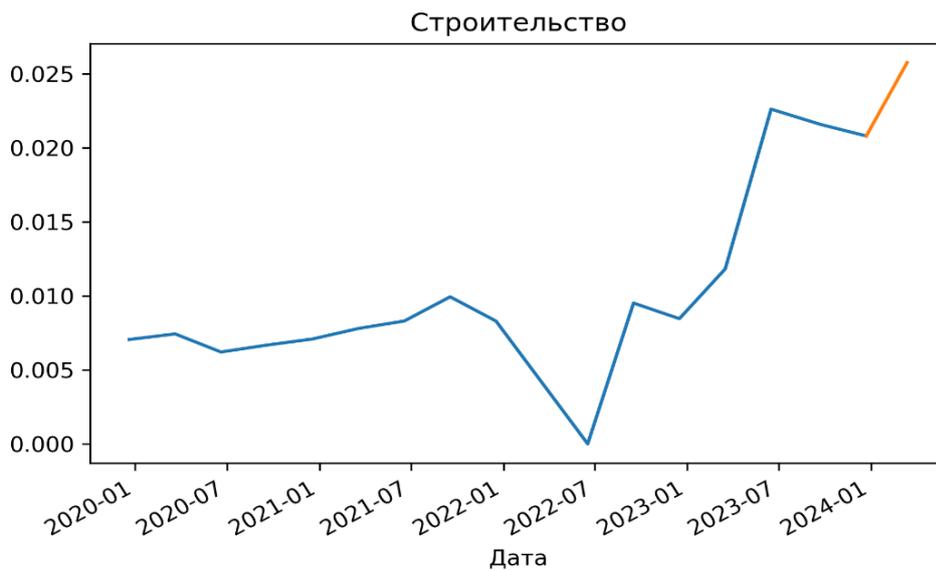


Рисунок Н.6 — Прогноз секторального распределения в фонде в отрасли «Строительство»

Источник: составлено автором



Рисунок Н.7 — Прогноз секторального распределения в фонде в отрасли «Потребительский сектор»

Источник: составлено автором

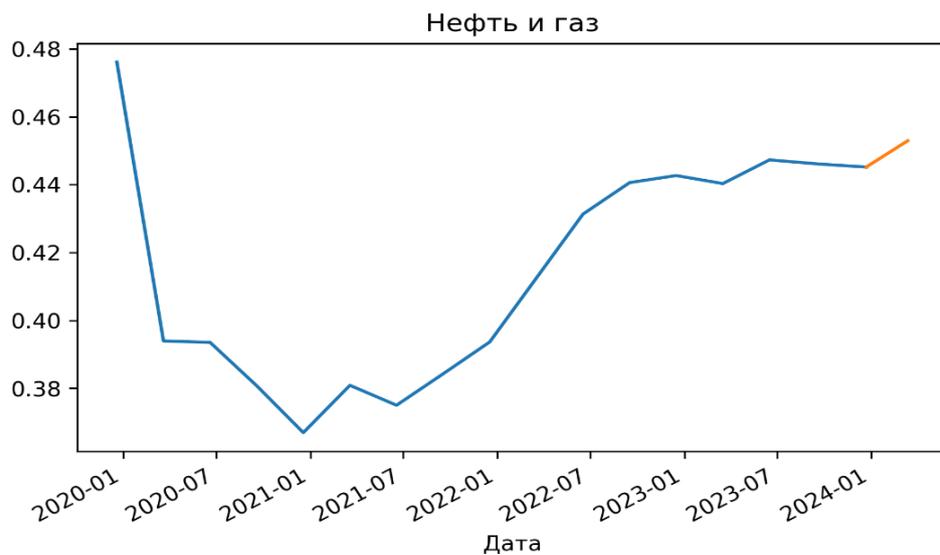


Рисунок Н.8 — Прогноз секторального распределения в фонде в отрасли «Нефть и газ»

Источник: составлено автором



Рисунок Н.9 — Прогноз секторального распределения в фонде в отрасли  
«Металлургия и горная добыча»

Источник: составлено автором



Рисунок Н.10 — Прогноз секторального распределения в фонде в отрасли  
«Информационные технологии»

Источник: составлено автором