

УДК 336.76

Ответственные инвестиции: теория, практика, перспективы для Российской Федерации

Д-р экон. наук **Львова Н.А.** n.lvova@spbu.ru
Санкт-Петербургский государственный университет
199034, Россия, Санкт-Петербург, Университетская наб., д. 7/9

Статья посвящена феномену ответственных инвестиций. Цель исследования заключалась в выявлении ключевых аспектов научной дискуссии о содержании концепции ответственных инвестиций и ее воплощения на практике. Таким образом, на первом этапе использовались методы теоретического анализа ответственных инвестиций как научной категории, что на дальнейших этапах исследования позволило обосновать основные направления эмпирического анализа международной практики ответственного инвестирования и перспектив ее внедрения в Российской Федерации. Анализ подходов к определению ответственных инвестиций показал, что они, как правило, ассоциируются с ответственным финансовым поведением инвесторов, которое интерпретируется с позиции экологических, социальных и управленческих принципов (ESG-принципов). Важнейшим фактором ответственных инвестиционных решений, помимо доходности и риска, выступает устойчивость, что дает основание рассматривать концепцию ответственных инвестиций в контексте более широкой концепции устойчивых финансов. Несмотря на терминологическую эклектику, ответственные инвестиции не следует отождествлять с социальными, которые рассчитаны на доходность ниже рыночной. Дана характеристика основных элементов системы ответственного инвестирования, включая основные субъекты, объекты и применяемые финансовые инструменты. Раскрыто содержание ведущих стратегий ответственного инвестирования. Выявлено, что в международной аналитике система ответственного инвестирования, как правило, сводится к рыночной составляющей. Таким образом, уместно говорить о рынке ответственных инвестиций, основную долю активов на котором аккумулируют институциональные инвесторы из развитых стран Европы и США. Становление ответственного инвестирования в России, имея очевидные финансовые преимущества, призвано способствовать достижению целей устойчивого развития. Следует признать, что внедрение наилучших международных практик в российских условиях будет связано с информационными, регуляторными и структурными ограничениями, что, однако, не исключает преимуществ догоняющего развития.

Ключевые слова: ответственные инвестиции, социально ответственные инвестиции, устойчивые инвестиции, преобразующие инвестиции, устойчивые финансы, зеленые финансы.

DOI: 10.17586/2310-1172-2019-12-3-56-67

Responsible investments: theory, practice, prospects for the Russian Federation

D.Sc. **Lvova N.A.** n.lvova@spbu.ru
Saint Petersburg State University
199034, Russia, Saint Petersburg, Universitetskaya nab., d. 7/9

The article addresses the phenomenon of responsible investments. The research purpose was to identify key aspects of the scientific discussion on the content of the responsible investment concept and its implementation in practice. Thus, at the first stage, the methods of theoretical analysis of responsible investments as a scientific category were applied, which allowed to substantiate the main directions of empirical analysis of the international practice of responsible investment and the prospects of its implementation in the Russian Federation. Analysis of approaches to the definition of responsible investments showed that they are usually associated with responsible financial behavior of investors, which

is interpreted from the perspective of environmental, social and management principles (ESG-principles). The most important factor of responsible investment decisions, in addition to profitability and risk, is sustainability, which gives reason to consider the responsible investment concept in the context of a broader sustainable finance concept. Despite the terminological eclecticism, responsible investment should not be equated with social investment, which is designed for below-market returns. The characteristics of the main elements of the responsible investment system is provided, including the main subjects, objects and financial instruments used. The content of the leading strategies of responsible investment is identified. It is revealed that the responsible investment system in international analytics, as a rule, is reduced to the market component. Thus, it is appropriate to talk about the responsible investments market, the main share of assets in which is accumulated by institutional investors from developed countries of Europe and the United States. The establishment of responsible investment in Russia, with obvious financial advantages, should contribute to the achievement of sustainable development goals. It should be recognized that the introduction of best international practices in the Russian environment will be associated with information, regulatory and structural constraints, which, however, does not exclude the benefits of catching-up development.

Keywords: responsible investment, socially responsible investment, sustainable investment, impact investment, sustainable finance, green finance.

Введение

Актуальность научной дискуссии об ответственных инвестициях для России связана с несколькими знаковыми событиями. В январе 2019 г. о намерении Банка России развивать отечественный рынок ответственных инвестиций было заявлено Председателем Банка Э.С. Набиуллиной [1, с. 7]. Месяцем ранее на Московской бирже был реализован первый выпуск зеленых облигаций [1, с. 8, 9]. В феврале 2019 г. Московская биржа присоединилась к международной Инициативе устойчивых фондовых бирж (Sustainable Stock Exchanges Initiative, SSEInitiative) [2]. С апреля 2019 г. индексы устойчивого развития МосБиржи – РСПП стали обновляться на ежедневной основе [3, с. 14, 15]. Однако все это, пожалуй, только верхушка айсберга тех финансовых процессов, от которых все сложнее оставаться в стороне, несмотря на международные санкции. На сегодняшний день ответственные инвестиции давно перестали быть финансовой экзотикой, выступая одним из трендов устойчивого финансового развития, которое все активнее привлекает внимание политиков, профессионалов финансового рынка и потребителей финансовых услуг. Таким образом, цель исследования заключалась в выявлении ключевых аспектов научной дискуссии о содержании концепции ответственных инвестиций и ее воплощения на практике. В статье мы обращаемся к теоретическому анализу ответственных инвестиций как научной категории, характеризуя международную практику ответственного инвестирования и связанных с ней перспективах для Российской Федерации.

Ответственные инвестиции как научная категория

Ответственные инвестиции являются инвестициями, решения о которых принимаются с учетом принципов ответственного финансового поведения. В строгом смысле для такого широкого определения в большей степени подходит термин «социально-ответственные инвестиции» (Socially Responsible Investment, SRI), тогда как «ответственные инвестиции» (Responsible Investment, RI) предполагают, что принципы ответственного финансового поведения апеллируют к экологическим, социальным и организационным составляющим в управлении проектами и компаниями (Economic, Social, Governmental Principles, ESG-принципы¹) [см.: 6, р. 59, 63, 65; 7, р. 4]. Однако ESG-принципы четко не определены [7, р. 4], поэтому грань между «ответственными» и «социально-ответственными» инвестициями довольно размытая. В результате, в литературе и профессиональной практике можно наблюдать две противоположные тенденции. Первая заключается в объединении терминов, связанных с концепцией ответственных инвестиций. Например, Американским форумом устойчивых и ответственных инвестиций (US Forum on Sustainable and Responsible Investment, USSIF) в одно тематическое направление инвестиционных решений объединяются устойчивые, ответственные и преобразующие инвестиции (Sustainable, Responsible, Impact, также SRI²). Кроме того, отмечается, что эти термины в некоторых случаях используются как синонимы, наряду с такими, как этические (Ethical Investment), ценностно-ориентированные (Value-Based Investment) инвестиции и др. [9]. Вторая тенденция заключается в выявлении специфики содержания

¹В источниках на русском языке для обозначения ESG встречаются аббревиатуры ЭСУ («экологические, социальные, управленческие») [4, с. vi] и ОСОКУ («окружающая среда, общество и корпоративное управление») [5, с. 13]. Но терминология не устоялась, поэтому далее в тексте будем использовать термины ESG-принципы, ESG-факторы и т. п.

²Примером российского исследования такого рода является работа А.П. Голубева, в которой автор обобщает определения ответственных инвестиций и других связанных терминов признаками связи с ESG-критериями [8, с. 38, 40]

вышеперечисленных терминов, что позволяет более детально проанализировать структуру концепции ответственных инвестиций [см., например, 10, р. 250-251].

В целом содержание ответственных инвестиций, как и ответственного финансового поведения, остается дискуссионным вопросом. В контексте финансовой науки к его решению можно подойти с позиции *теории общественных благ*, считая, что ответственные инвесторы вносят определенный вклад в их формирование [11, с. 32]. Но в последние годы принято чаще проводить параллели между ответственным финансовым поведением и *концепцией устойчивых финансов* (Sustainable Finance), что позволяет показать разницу между традиционными и ответственными инвестициями более наглядно, используя фактор «устойчивости» инвестиционных решений (рис. 1).

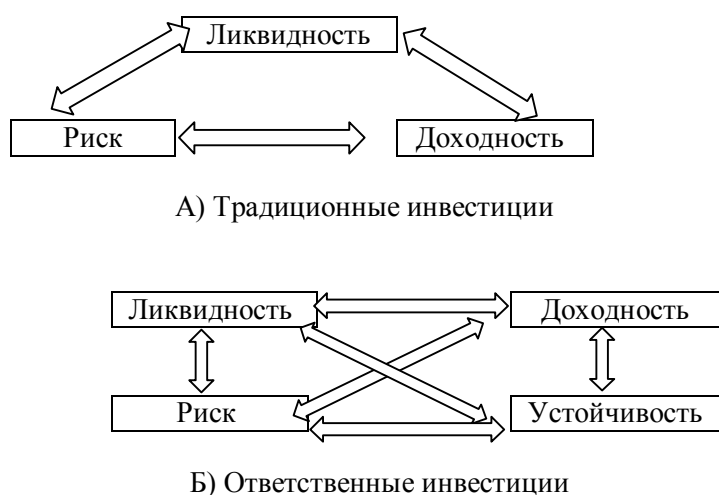


Рис. 1. Ключевые факторы принятия инвестиционных решений³

Отдельного комментария требует фактор устойчивости, который в данном случае рассматривается с позиций концепции устойчивых финансов. Анализ трактовок устойчивых финансов показывает, что концепция имеет три среза: инструментальный, институциональный и функциональный [см. подробнее: 13; 14]. В первой трактовке устойчивые финансы понимаются как внедрение ESG-принципов в процесс принятия финансовых решений. Во второй – как институциональные финансовые условия для устойчивого эколого-социально-экономического развития, включая необходимые финансовые ресурсы для достижения целей устойчивого развития (ЦУР). В третьей – как трансформация функций финансовых систем под влиянием концепции устойчивого развития. основополагающими признаками устойчивых финансовых отношений в свою очередь выступают *инклюзивность*, означающая максимально широкое проникновение финансовых услуг, и *стратегическая направленность*, исключающая финансовый «шоттернизм» [15, с. 42].

Трактовки устойчивых финансов взаимосвязаны и отражают развитие устойчивых финансовых отношений в обществе, начиная с единичных инициатив внедрения ESG-принципов к более масштабным процессам институционализации успешных практик, внедрение которых, как ожидается, постепенно приведет к трансформации финансовых систем. Эволюция устойчивых финансов находит отражение в специализированных аналитических отчетах [16; 17; 18 и др.], где все больше говорится о финансовых условиях для устойчивого развития, в том числе о том объеме финансовых ресурсов, который необходим для достижения тех или иных ЦУР.

Тем не менее, устойчивые финансы – явление относительно новое. Как отмечается в документах ЮНЕП (Программа ООН по охране окружающей среды, англ. – United Nations Environment Programme, UNEP), тематика устойчивых финансов находится в «эмбриональном состоянии» [16, р. 9], чего не скажешь об ответственных инвестициях, которые стали заметно практиковаться в развитых странах с 1960-1970 гг.⁴, войдя в мейнстрим финансовой практики к началу двухтысячных [20, р. 45]. Таким образом, в научном отношении концепция ответственного инвестирования преемственна по отношению к концепции устойчивых финансов (соответственно, и понятие устойчивых финансов является более широким, чем понятие ответственных

³Сост. автором по: [12, р. 63].

⁴ Отдельные примеры социально ответственного поведения инвесторов, безусловно, можно найти и ранее [19].

инвестиций). В практическом – напротив, развитие рынка ответственных инвестиций способствовало развитию концепции устойчивых финансов и ее внедрению в практику⁵.

Возвращаясь к схеме факторов принятия инвестиционных решений на рис. 1, отметим, что значительный массив научных исследований посвящен сравнительной оценке доходности традиционных и ответственных инвестиций при заданном уровне риска. Полученные результаты охватывают все потенциально возможные альтернативы: одни авторы утверждают, что доходность сопоставима, другие считают, что традиционные инвестиции более эффективны, третьи доказывают преимущества ответственных инвестиций (детальный обзор литературы по этому вопросу приводится в работе: [12]). Пример сравнительной оценки традиционного и ответственного инвестирования по данным о российских компаниях представлен в статье Анненской Н.Е., Киселевой Е.В. [22]. Авторы приходят к выводу, что портфель активов, составленный на принципах ответственного инвестирования, имеет сравнительные преимущества. Однако данные преимущества реализуются только в том случае, когда при формировании портфеля учитываются базовые принципы исключения нежелательных инвестиционных активов.

К проблеме сравнительной доходности при заданном уровне риска относится и вопрос соотношения категорий «ответственные инвестиции» и «социальные инвестиции» (в иностранной литературе вторую категорию также принято обозначать «социально направленные инвестиции» – Socially Directed Investment, SDI). Различие между ними заключается в том, что ответственные инвестиции ориентированы на рыночную доходность, социальные – изначально предполагают доходность ниже рыночной [12, p. 70] (отказ от доходности не позволяет в принципе говорить об инвестициях). Таким образом, для социальных инвестиций нефинансовые мотивы более значимы, чем финансовые, или, возможно, инвестор рассчитывает на отсроченный и не до конца очевидный экономический эффект⁶. В частности, в контексте реализации программ корпоративной социальной ответственности (КСО) в большей степени уместно говорить о социальных инвестициях.

В российских источниках отмечается проблема смешения анализируемых терминов [23, с. 14], что, вероятно, во многом объясняется отсутствием отечественного рынка ответственных инвестиций. Так, А.С. Макаров и А.А. Логинова определяют «социальные или социально ответственные инвестиции» (не делая между ними различия), как различные «ресурсы компании, направленные на реализацию корпоративных социальных программ, осуществление которых в стратегическом отношении предполагает получение компанией определенного экономического эффекта» [24, с. 148]. Важно добавить, что, несмотря на доказанную неотрицательную корреляцию между внедрением ESG-принципов и финансовыми показателями социально ответственного бизнеса [4, с. 11; 25], характер и значение зависимости между социальными инвестициями и финансовыми результатами компаний до конца не определен [12, p. 66–67]. И, главное, независимо от используемой терминологии⁷, подчеркнем, что компании, реализующие программы КСО, выступают в первую очередь не субъектами, а объектами рынка ответственного инвестирования [12, p. 63–64]. Поэтому далее обратимся к характеристике системы ответственного инвестирования.

Система ответственного инвестирования

Основными элементами системы ответственного инвестирования выступают субъекты (инвесторы) и объекты (реципиенты финансовых ресурсов) инвестирования, а также основные финансовые инструменты, с помощью которых происходит предоставление финансовых ресурсов.

К основным *субъектам* рынка ответственных инвестиций относятся физические лица, кредитные союзы, общественные фонды и банки развития, венчурные фонды и специализированные фонды недвижимости, больницы и медицинские образовательные учреждения, религиозные организации и др. [9]. В зависимости от механизма и порога инвестирования данных субъектов принято подразделять на частных и институциональных. В целях характеристики глобального рынка ответственных инвестиций предполагается, что частные инвесторы представлены физическими лицами, которые используют механизмы коллективного инвестирования, позволяющие вкладывать относительно небольшие суммы. Институциональные (пенсионные фонды, страховые

⁵ На первоначальном этапе (начало нулевых) концепция устойчивых финансов формировалась как инструмент управления репутационными рисками бизнеса, связанными с влиянием на экологию, соблюдением гражданских прав (этический аспект). С середины нулевых пришло ее более глубокое осознание как инструмента управления бизнес-рисками, и акцент дискуссий сместился на внедрение ESG-принципов. О формировании рынка устойчивых финансовых услуг можно говорить не ранее 2012 г., а о его институционализации – не раньше 2015 г. См. подробнее: [16, p. 24; 21].

⁶ Некоторым исключением в этом смысле выступают преобразующие инвестиции (ImpactInvestment), которые некоторыми авторами рассматриваются как гибридные, то есть могут быть рассчитаны на разные уровни доходности, в том числе ниже рыночной [см., например: 5, с. 16]. Характеристика соответствующей инвестиционной стратегии приведена в табл. 2.

⁷ В отдельных источниках ответственные и социальные инвестиции объединяются общим термином «социальные инвестиции» (SocialInvestment, SI), что может привести к неоднозначным выводам о содержании социально-ответственных инвестиций [26, с. 143; 11, с. 32 и др.]. Однако и в этом случае «модели социального инвестирования» подразделяются по уровню требуемой доходности (рыночная или ниже рыночной) [11, с. 32-33].

компаний, университеты и др.) – используют прямые механизмы инвестирования и, следовательно, инвестиционные продукты с оптовыми характеристиками [27, р. 11].

Институциональные инвесторы активно участвуют в формировании и продвижении стандартов ответственного инвестирования. Так, по инициативе и при поддержке ООН, институциональными инвесторами были разработаны принципы ответственного инвестирования (Principles of Responsible Investment, PRI)⁸, состоящие в следующем [7, р. 5, 7]: 1) включать вопросы ESG в инвестиционный анализ и процесс принятия решений; 2) быть активными собственниками и включать вопросы ESG в политику и практику владения; 3) добиваться от объектов инвестирования должного раскрытия информации по вопросам ESG; 4) содействовать принятию и применению PRI в инвестиционной отрасли; 5) работать сообща, чтобы повысить эффективность в применении PRI; 6) отчитываться о своей деятельности и прогрессе в применении PRI.

Основные объекты рынка ответственных инвестиций представлены компаниями и проектами, которые отвечают критериям ответственного инвестирования (компания-цели и целевые инвестиционные проекты). Примерный перечень факторов, влияющих на выработку данных критериев, апеллирует к ESG-принципам и, соответственно, может быть детализирован по трем составляющим (табл. 1):

Таблица 1

Факторы, влияющие на выбор объектов ответственного инвестирования

Группа факторов	Основные факторы	Источник
Экологические (E)	<ul style="list-style-type: none"> Изменение климата Выбросы парниковых газов Истощение природных ресурсов (включая водные) Отходы и загрязнение окружающей среды 	PRI
	<ul style="list-style-type: none"> Ответственное использование ресурсов Контроль за выбросами загрязнений в атмосферу Внедрение инновационных технологий для снижения экологических рисков 	НАКДИ
Социальные (S)	<ul style="list-style-type: none"> Условия труда (включая использование рабского и детского труда) Отношения с местными сообществами (в том числе коренных народов) Здоровье и безопасность Отношения между сотрудниками, разнообразие в составе персонала 	PRI
	<ul style="list-style-type: none"> Развитие человеческого капитала Соблюдение прав человека Ответственность бизнеса перед обществом Ответственность за выпускаемый продукт или услугу 	НАКДИ
Управленческие (G)	<ul style="list-style-type: none"> Выплаты топ-менеджерам Взяточничество и коррупция Структура руководства, ее разнообразие Налоговая стратегия 	PRI
	<ul style="list-style-type: none"> Эффективность менеджмента Прозрачность структуры собственников Наличие стратегии корпоративной социальной ответственности 	НАКДИ

Примечание:

PRI – UN Principles of Responsible Investment (Принципы ответственных инвестиций ООН).

НАКДИ – Национальная ассоциация концессионеров и долгосрочных инвесторов в инфраструктуру (РФ).

Сост. автором по: [7, р. 4; 29, с. 6].

Взаимодействие между субъектами и объектами ответственного инвестирования может быть организовано с применением различных традиционных и инновационных *финансовых инструментов*. Широко используются механизмы инвестирования с участием финансовых посредников. Ответственные инвестиции в этом случае могут заключаться в покупке пая специализированного инвестиционного фонда, в предоставлении банковского кредита компании-цели, в открытие депозита в финансовом институте, финансирующем соответствующие компании или проекты. Применяются различные формы альтернативных инвестиций (в том

⁸PRI впервые представлены на Нью-Йоркской фондовой бирже в 2006 г. На сегодня данную инициативу поддерживает более 2 000 инвесторов, аккумулирующих в своих активах свыше 80 трлн долл. США. См. подробнее: [28].

числе без участия финансовых посредников)⁹, а также мульти-инструментальные схемы, которые характерны для финансирования крупных инвестиционных проектов (проектное финансирование).

Рассматривая особенности проектного финансирования, нельзя абстрагироваться от схем с государственным участием. Это поднимает вопрос о более широком представлении системы ответственного инвестирования, в которой, безусловно, есть место и для государственного долга, и для бюджетного финансирования, и для системы регулирования [ср.: 4, с. 35]. Тем не менее об ответственных инвестициях, как правило, принято говорить в контексте рыночных отношений, что влияет на восприятие объемов рынка и драйверов его развития. Что же касается рыночной системы ответственного инвестирования, основные потоки финансовых ресурсов в ней мобилизуются институциональными инвесторами, предъявляющими спрос на инструменты финансового рынка, включая инвестиционные паи, акции, облигации и другие ценные бумаги, отвечающие требованиям особых инвестиционных стратегий.

Стратегии ответственного инвестирования классифицируются по-разному. Так, классификация Глобального альянса устойчивых инвестиций (Global Sustainable Investment Alliance, GSIA)¹⁰ включает семь видов таких стратегий (табл. 2).

Таблица 2

Основные стратегии ответственного инвестирования по версии GSIA

Название стратегии		Характеристика стратегии
На русском языке	На английском языке	
Негативный (исключающий) скрининг	Negative (exclusionary) screening	Основанное на отдельных ESG-критериях исключение из фонда или портфеля определенных секторов, компаний или практик
Позитивный («лучший в классе») скрининг	Positive (best-in-class) screening	Инвестирование в секторы, компании или проекты, выбор которых является результатом положительной оценки по ESG-критериям, по сравнению с аналогами в своем классе
Нормативный скрининг	Norms-based screening	Проверка инвестиций на предмет соответствия минимальным требованиям международных стандартов деловой практики (таких как стандарты ОЭСР, МОТ, ООН, ЮНИСЕФ)
ESG-интеграция	ESG integration	Систематическое и четко прослеживаемое включение экологических, социальных и управленческих факторов в финансовый анализ, который проводится инвестиционными менеджерами
Устойчивое тематическое инвестирование	Sustainability themed investing	Инвестиции в направления деятельности или активы, которые непосредственно связаны с устойчивостью (например, чистая энергия, зеленые технологии или устойчивое сельское хозяйство)
Преобразующее инвестирование (инвестирование в развитие сообществ)	Impact (community) Investing	Целевые инвестиции, направленные на решение социальных или экологических проблем, включая инвестиции в развитие сообществ, в рамках которых капитал предоставляется лицам или группам лиц, традиционно испытывающим дефицит финансовых услуг, а также прямое финансирование компаний, реализующих конкретные социальные или экологические цели
Вовлечение акционеров	Corporate engagement and shareholder action	Использование полномочий акционеров для влияния на корпоративное поведение согласно ESG-принципам, в том числе путем прямого корпоративного участия (например, переговоры с высшим руководством и / или советами директоров компаний), подготовки и участия в подготовке предложений акционеров, голосования по доверенности

Сост. автором по: [27, р. 7].

⁹ У. Шарп, Г. Александр, Дж. Бейли определяют альтернативные инвестиции как «любой тип активов, который не продается широко на рынке» [30, с. 947]. К видам альтернативных инвестиций они относят: венчурные инвестиции, сделки финансируемого выкупа (англ. – leveraged buyout, LBO), инвестиции в «сырье» и недвижимость, которые противопоставляются традиционным инвестициям в акции, облигации и краткосрочные ценные бумаги [30, с. 947]. В целом в качестве альтернативных инвестиций, как правило, рассматриваются любые формы вложений в закрытые компании, а также в акции компаний малой капитализации (microcap).

¹⁰ Глобальный альянс устойчивых инвестиций – это международный проект по сотрудничеству в области развития ответственного инвестирования, объединяющий региональные объединения ответственных инвесторов, включая британскую UKSIF (UK Sustainable Investment and Finance Association), азиатскую ASrIA (Association for Sustainable and Responsible Investment in Asia), европейскую Eurosif, австралийскую RIAA (Responsible Investment Association of Australasia), канадскую RIA (Responsible Investment Association), американскую US SIF (US Forum for Sustainable and Responsible Investment), голландскую VBDO (Dutch Association of Investors for Sustainable Development).

В зависимости от механизма реализации ответственного поведения инвестора основные стратегии теоретически объединяются в три группы: 1) стратегии управления инвестиционным портфелем (негативный, нормативный, позитивный скрининг, отбор инвестиций на основе ESG-критериев); 2) преобразующие инвестиции; 3) стратегия вовлечения акционеров в корпоративное управление [12, р. 68]. Для целей оценки результатов ответственного инвестирования две первые стратегии в свою очередь можно противопоставить стратегии вовлечения акционеров. Обобщение исследований о прямом влиянии ответственных инвестиций на бизнес-практику позволяет заключить, что значимый ожидаемый эффект приносит стратегия вовлечения акционеров, тогда как результаты реализации стратегий, направленных на перераспределение капитала, имеют неопределенный характер и зависят от конкретных условий [см. подробнее: 31]. Что касается косвенного влияния ответственных инвестиций (эффекты осуждения, поддержки, наилучшей практики, демонстрационный) [31, р. 12-14], результаты ответственного инвестирования еще более неочевидны. Отражаются ли эти выводы на популярности стратегий? Любопытно, но международная практика говорит обратное. Рассмотрим статистику функционирования крупнейших рынков ответственных инвестиций подробнее.

Международная практика ответственного инвестирования и перспективы ее внедрения в Российской Федерации

По оценкам GSIA, в начале 2018 г. совокупный объем пяти крупнейших рынков ответственных инвестиций превысил 30 трлн долл. США, составляя в среднем около 41% профессионально управляемых активов (для сравнения двумя годами ранее значения аналогичных показателей были около 23 трлн долл. США и 31% активов соответственно) [27, р. 3, 9]. Лидерами по объему финансовых активов на рынке, как и ранее, выступили развитые страны Европы¹¹ и США, за ними со значительным отрывом расположились Япония, Канада, Австралия и Новая Зеландия¹² (рис. 2).

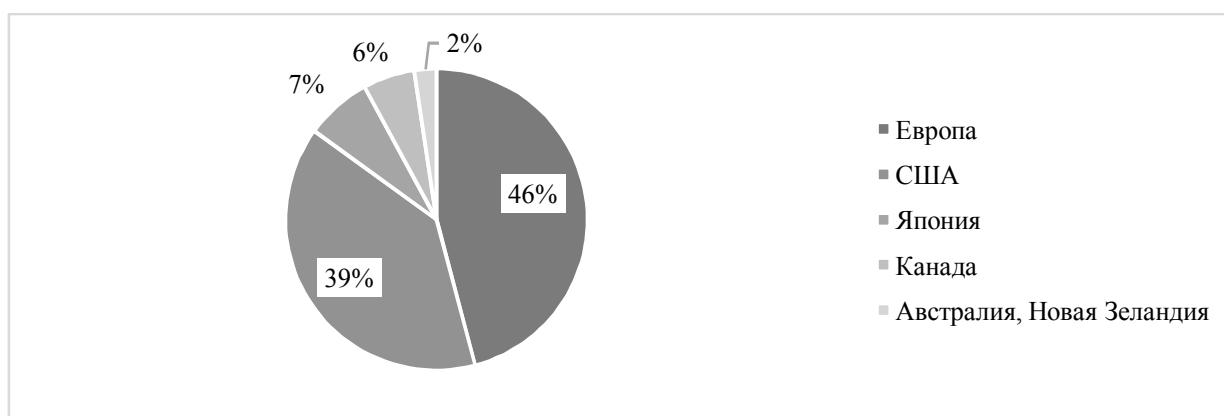


Рис. 2. География рынка ответственных инвестиций, % совокупных финансовых активов¹³

В структуре инвесторов преобладают институциональные, но их доля на рынке ответственных инвестиций постепенно сокращается. Так, в 2012 г. они аккумулировали 89% рынка, тогда как в начале 2018 г. их доля снизилась до 75% [27, р. 12]. Чаще всего для целей ответственного инвестирования используется исключаящий скрининг, который при этом является ведущей стратегией только в Европе, тогда как для США, Канады, Австралии и Новой Зеландии в основном характерна ESG-интеграция, а для Японии – вовлечение акционеров [27, р. 10]. В то же время профиль применяемых стратегий меняется: можно ожидать, что постепенно он станет более диверсифицированным (рис. 3).

¹¹По методологии GSIA в число анализируемых европейских стран включены: Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Дания, Испания, Италия, Нидерланды, Норвегия, Польша, Франция, Швеция, Швейцария.

¹² Доля остальных стран в мировом объеме не столь незначительна. Так, совокупный объем финансовых активов на рынке ответственных инвестиций африканских стран (Ботсвана, Гана, Замбия, Зимбабве, Кения, Маврикий, Намибия, Нигерия, Руанда, Свазиленд, Танзания, Уганда, ЮАР) оценивается за аналогичный период в объеме 428,3 млрд долл. США [27, р. 19]. Объем азиатского рынка без учета Японии (Бангладеш, Вьетнам, Индия, Китай (без учета Гонконга и Тайваня), Гонконг, Тайвань, Индонезия, Малайзия, Пакистан, Сингапур, Таиланд, Филиппины, Южная Корея) в 2016 гг. составлял 52,1 млрд долл. США [32, р. 16, 25] (за более поздний период данные по методологии комментируемого глобального отчета не представлены).

¹³ Сост. автором по [27, р. 8].

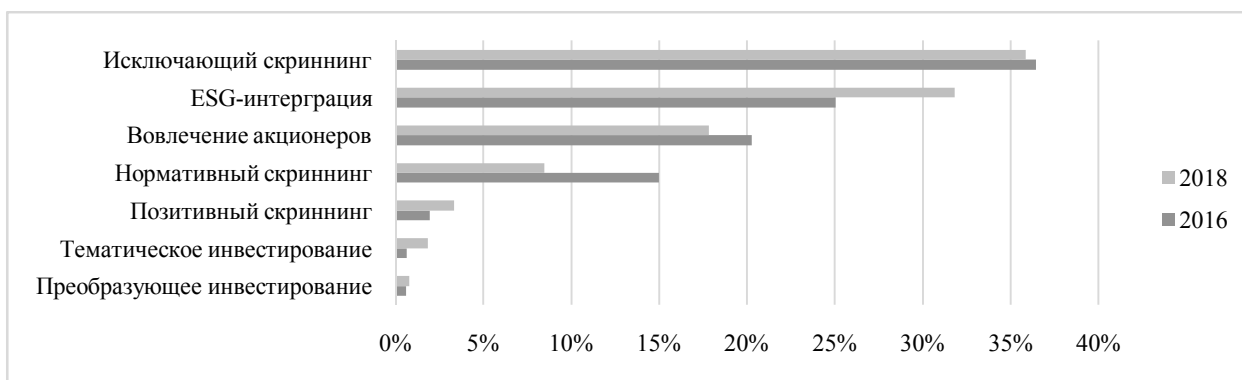


Рис. 3. Стратегии ответственного инвестирования, % совокупных финансовых активов¹⁴

Основные активы на рынке ответственных инвестиций представлены акциями и долговыми ценными бумагами. Доля остальных активов (паи в хеджевых фондах, депозиты, биржевые товары, инвестиции в инфраструктуру и недвижимость) незначительна (рис. 4).

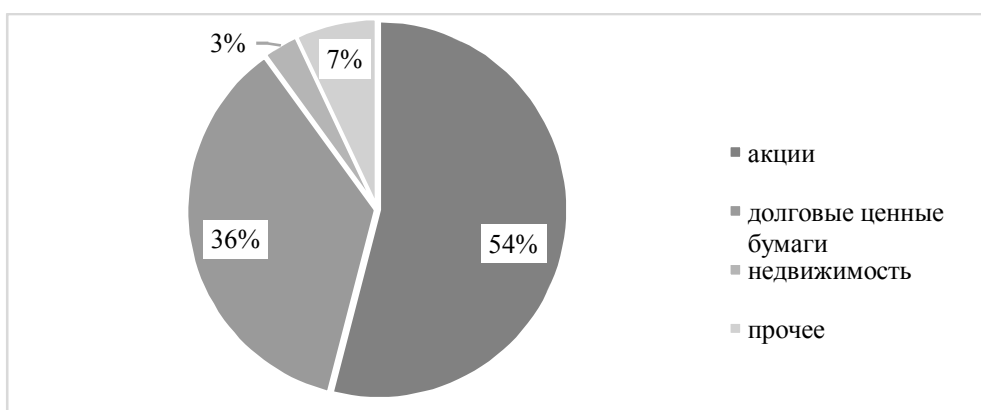


Рис. 4. Инструментальная структура рынка ответственных инвестиций, % финансовых активов¹⁵

Таким образом, рынок ответственных инвестиций находится на этапе активного роста, что создает новые вызовы и возможности для Российской Федерации. В последние годы в этом направлении проводятся активные исследования, которые, однако, в основном сосредоточены в области зеленых финансов [33; 4; 34; 35 и др.], поэтому соответствующие выводы и рекомендации требуют дополнения и развития. Характерно, что повышенное внимание в данных исследованиях уделяется государственному регулированию, роли институтов развития и банковскому сектору. Это коррелирует с особенностями российской финансовой системы, функционирующей по неоконтинентальной модели [36], но ставит под вопрос эффективность и жизнеспособность системы ответственного инвестирования, в которой будут преобладать бюджетная и банковская составляющие.

Перспективы рынка ответственных инвестиций в России в основном оцениваются сдержанно. В числе основных вызовов в литературе отмечают: дефицит достоверной, сопоставимой, достаточно полной и доступной информации об экологическом и социальном воздействии компаний; регуляторный вакуум; низкий уровень осведомленности и заинтересованности инвесторов, коррелирующий с дефицитом социальной ответственности отечественного бизнеса; фактическое отсутствие инструментов ответственного инвестирования; международные санкции [22, с. 12, 14, 15; 23, с. 15, 16]. По мнению профессионалов финансового рынка, развитию ответственного инвестирования в России препятствуют низкая прозрачность российских компаний, недостатки в корпоративном управлении, слабое внимание бизнеса к экологическим проблемам, высокая концентрация финансового рынка на сырьевых компаниях, менталитет населения, которое не проявляет заметного интереса к ESG-принципам [37]. Важно добавить, что в России с ее относительно низким уровнем

¹⁴ Сост. автором по [27, р. 10; 32, р. 8].

¹⁵ Сост. автором по [27, р. 12].

национального финансового благосостояния [38] и формирующимся финансовым рынком [39, с. 943] мало востребованы услуги по управлению активами, что ограничивает внедрение ведущей международной практики.

В то же время главные возможности для России заключаются в том, что она может реализовать модель догоняющего развития, используя опыт развитых и развивающихся стран. Становление национального рынка ответственных инвестиций имеет репутационные преимущества, которые на современном этапе развития финансовых систем могут быть капитализированы. Внедрение инструментов ответственного инвестирования способно повысить финансовую доступность, положительно влияющую на социально-экономическое развитие сообществ, регионов и отраслей. В конечном счете, функционирование системы ответственного инвестирования способно оказывать положительное влияние на экологическую и социальную сферу, а также на управленческие практики, способствуя достижению целей устойчивого развития.

Заключение

Исследование показало, что ответственные инвестиции привлекают пристальное внимание финансовой науки и профессионального сообщества. Концепция ответственных инвестиций во взаимосвязи с концепцией устойчивых финансов продолжает трансформироваться, отражая динамичное развитие рынка, на котором аккумулируются все более внушительные объемы активов, управляемых на ESG-принципах. Таким образом, исследования теории и международной практики ответственных инвестиций актуальны, особенно в странах, в которых соответствующий рыночный сегмент только формируется. Это определяет значимость полученных результатов, включая систематизацию признаков ответственных инвестиций, выявление их взаимосвязи с категориями устойчивых финансов и социальных инвестиций, характеристику основных элементов системы ответственного инвестирования и специфики современного этапа ее функционирования.

В России проблема нечетких представлений о содержании ответственных инвестиций усугубляется терминологической эклектикой. В частности, непонимание грани между видами инвестиций социальной направленности по уровню требуемой доходности способно привести к неверному представлению о драйверах и потенциале развития ответственного инвестирования. Признавая несомненные преимущества рынка ответственных инвестиций для Российской Федерации, нельзя нивелировать информационные, регуляторные и структурные ограничения. Наиболее значимое из них связано с тем, что для отечественной финансовой системы характерна неоконтинентальная модель с ее высоким значением банковского и бюджетного финансирования. Это в значительной степени сдерживает внедрение ведущей практики, но не исключает преимущества догоняющего развития.

Перспективные направления дальнейших исследований в области ответственного инвестирования включают вопросы мотивации инвесторов, которые мы оставили за рамками данной статьи. Более детальной характеристики, безусловно, заслуживает система ответственного инвестирования, включая рыночную инфраструктуру (регулирующие, стандартоустанавливающие организации, специализированные институты финансовой информации и пр.) и нерыночную составляющую (государство в роли заемщика и инвестора, особенности бюджетного ответственного инвестирования). Система профессионального и нормативно-правового регулирования рынка ответственных инвестиций представляет отдельный интерес. Условная модель рынка ответственных инвестиций требует не только уточнения, но и конкретизации, что позволит задаться вопросом о национальных моделях ответственного инвестирования.

Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 19-010-00526.

Литература

1. Бик, С. Устойчивое развитие и зеленые инвестиции / С. Бик, М. Головкин, А. Кокшаров, Е. Фролкина // Ежемесячный обзор НАКДИ. – 2019. – №1. – 20 с.
2. *Russian Federation / Sustainable Stock Exchanges Initiative*. – Режим доступа: <https://sseinitiative.org/data/moex/> (дата обращения: 01.08.2019).
3. Бик, С. Устойчивое развитие и зеленые инвестиции / С. Бик, М. Головкин, А. Кокшаров, Е. Фролкина // Ежемесячный обзор НАКДИ. – 2019. – №3. – 22 с.
4. Дамианова, А. «Зеленое финансирование» в России: создание возможностей для «зеленых» инвестиций / А. Дамианова, Э. Гуттиэрес, Е. Левитанская, Г. Минасян, В. Немова. – М.: Группа Всемирного банка, 2018. – х + 110 с.
5. Зеленая экономика: определения и понятия / Сост. М.В. Бабенко, С.И. Бик, А.И. Постнова. – М.: Всемирный фонд дикой природы (WWF), 2018. – 36 с.
6. *Demystifying responsible investment performance. Are view of key academic and broker researchon ESG factors*. – UNEPFI, Mercer Joint Report, 2007. – 76 p.
7. *Principles for responsible investment*. – UNEP FI, UN Global Compact, 2019. – 10 p.

8. *Голубев, А.П.* Социально ответственные инвестиции в зарубежной практике применения // *Инновации и инвестиции*. –2018. №6. С. 37-41.
9. SRIBasics. – USSIF, 2019. – Режимдоступа: <https://www.ussif.org/sribasics> (дата обращения: 01.08.2019).
10. *Miroshin, E.A.* Internationalexperienceofsystematizationandapplicationofsociallyresponsibleinvestments / *E.A. Miroshina, A.P. Golubev* // *Экономика и предпринимательство*. 2018. № 9. С. 249-255.
11. *Иванова Н.В.* Социальное инвестирование: обзор зарубежных практик // *Гражданское общество в России и за рубежом*. 2013. №3. С. 31-36.
12. *Wallis, M.* Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing / *M. Wallis, C. Klein* // *Business Research*. 2015. № 8. P. 61-98.
13. *Львова, Н.А.* Концепция устойчивых финансов в контексте развития социально-экономических систем / *Н.А. Львова* // *Современные тренды развития стран и регионов – 2018: материалы международной научно-практической конференции: в 2 т. Т. 1 / отв. ред. О.В. Ямова*. – Тюмень: ТИУ, 2019. – С. 261-264.
14. *Львова Н.А.* К постановке вопроса об устойчивом развитии финансового рынка ЕАЭС / *Н.А. Львова, Н.С. Воронова* // *Проблемы современной экономики*. – 2018. – №3. – С. 12-17.
15. *Данилов, Ю.А.* Современное состояние глобальной научной дискуссии в области финансового развития / *Ю.А. Данилов* // *Вопросы экономики*. – 2019. – № 3. – С. 29-47.
16. *The financial system we need. From momentum to transformation*. – *The UNEP Inquiry Report*. – 2nd ed. – October 2016. – Vii + 87 p.
17. *Sustainable Finance Progress Report*. – *The UNEP Inquiry Report*. – March 2019. – 25 p.
18. *Financing a sustainable European economy*. – *Final Report*. – *The High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, 2018. – 99 p.
19. *Канаев, А.В.* Исторические корни устойчивого банкинга / *А.В. Канаев, О.А. Канаева* // *Финансы и кредит*. – 2015. №6. С. 16-26.
20. *Sparkes, R.* The maturing of socially responsible investment: a review of developing link with corporate social responsibility / *R. Sparkes, C.J. Cowton* // *Journal of Business Ethics*. –2004. Vol. 56. Iss. 1. P. 45-57.
21. *Худякова, Л.* Реформа глобальных финансов в контексте устойчивого развития // *Мировая экономика и международные отношения*. – 2018. Т. 62. № 7. С. 38-47.
22. *Анненская, Н.Е.* Инвестиции в устойчивое развитие в России / *Н.Е. Анненская, Е.В. Киселева* // *Банковские услуги*. 2018. №10. С. 8-15.
23. *Абрамович, С.Ю.* Социально ответственное инвестирование в повестке дня устойчивого развития / *С.Ю. Абрамович, С.А. Стрижов* // *Инновации и инвестиции*. – 2017. – №8. – С. 13-17.
24. *Макаров, А.С.* Корпоративная социальная ответственность, нефинансовая отчетность и развитие методики анализа социально-ответственных инвестиций / *А.С. Макаров, А.А. Логинова* // *Инновационное развитие экономики*. 2017. №3. С. 146-157.
25. *Родионов, И.И.* Новые концепции и стратегии бизнеса / *И.И. Родионов, А.Л. Смирнов* // *Вестник Владимирского Государственного Университета имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых*. – Серия: *Экономические науки*. 2016. № 2. С. 154-162.
26. *Рудакова, О.В.* Социальные инвестиции как форма реализации социальной функции предпринимателя / *О.В. Рудакова, М.А. Власова, Д.В. Колесников* // *Вестник Орел ГИЭТ*. – 2018. – №3. – С. 140-149.
27. *Global Sustainable Investment Alliance Review*. – *GSIA*, 2018. – 26 p.
28. *About the PRI*. – *UNPRI*, 2019. – Режим доступа: <https://www.unpri.org/about-the-pri> (дата обращения: 01.08.2019).
29. *Рекомендации в области устойчивого развития и зеленых инвестиций*. – М.: НАКДИ, 2018. – 7 с.
30. *Шарп, У.* Инвестиции / *У. Шарп, Г. Александр, Дж. Бейли*. – Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2003. – xii + 1028 с.
31. *Cölbel, J.F.* Can sustainable investing save the world? Reviewing the impact of investors on companies / *J.F. Cölbel, F. Heeb, F. Paetzold, T. Busch*. – January 2019. – 26 p. – Режим доступа: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3289544 (дата обращения: 01.08.2019).
32. *Global Sustainable Investment Alliance Review*. – *GSIA*, 2016. – 28 p.
33. *«Зеленые финансы» в мире и России: монография* / *Б.Б. Рубцов [идр.]*. – Подред. *Б.Б. Рубцова*. – М.: Русайнс, 2016. – 170 с.
34. *Зеленые финансы: повестка дня для России*. – *Диагностическая записка*. – М.: НАКДИ, 2018. – 63 с.
35. *Терешина, М.В.* «Зеленое» финансирование: развивая рынок ответственных инвестиций / *М.В. Терешина* // *Российский инвестиционный форум – 2019*. – Режим доступа: <https://toscongress.org/sessions/iif-2019-zelenoe-finansirovanie-razvivaya-rynok-otvetstvennykh-investitsiy/expert/> (дата обращения: 01.08.2019).
36. *Воронова, Н.С.* Детерминанты финансового развития в условиях евразийской интеграции / *Н.С. Воронова, Н.А. Львова, Н.В. Покровская* // *Проблемы современной экономики*. 2018. №1. С. 6 – 11.

37. Петухова, Л. Биржа благородства: кому и зачем нужны высокоморальные инвестиции / Л. Петухова // РБК Деньги. – 17 авг. 2017. – Режим доступа: <https://www.rbc.ru/money/17/08/2017/59955a8a9a7947351a81d4c4> (дата обращения: 01.08.2019).
38. Иванов, В.В. Национальные модели финансового благосостояния / В.В. Иванов, А.Ю. Иевлева, Н.А. Львова, Н.В. Покровская // Финансы и бизнес. 2019. №1. С. 16-32.
39. Львова, Н.А. Концепция финансовой диагностики публичных компаний для формирующегося финансового рынка // Экономика и предпринимательство. – 2018. – №9. – С. 940-948.

References

1. Bik, S. Ustojchivoe razvitie i zelenye investicii / S. Bik, M. Golovko, A. Koksharov, E. Frolkina // *Ezhemesyachnyj obzor NAKDI*. – 2019. – №1. – 20 s.
2. Russian Federation / Sustainable Stock Exchanges Initiative. – Rezhim dostupa: <https://sseinitiative.org/data/moex/> (data obrashcheniya: 01.08.2019).
3. Bik, S. Ustojchivoe razvitie i zelenye investicii / S. Bik, M. Golovko, A. Koksharov, E. Frolkina // *Ezhemesyachnyj obzor NAKDI*. – 2019. – №3. – 22 s.
4. Damianova, A. «Zelenoe finansirovanie» v Rossii: sozдание vozmozhnostej dlya «zelenyh» investicij / A. Damianova, E. Gutierrez, E. Levitanskaya, G. Minasyan, V. Nemova. – M.: Gruppya Vsemirnogo banka, 2018. – x + 110 s.
5. Zelenaya ekonomika: opredeleniya i ponyatiya / Sost. M.V. Babenko, S.I. Bik, A.I. Postnova. – M.: Vsemirnyj fond dikoj prirody (WWF), 2018. – 36 s.
6. Demystifying responsible investment performance. Are view of key academic and broker researchon ESG factors. – UNEPFI, Mercer Joint Report, 2007. – 76 p.
7. Principles for responsible investment. – UNEP FI, UN Global Compact, 2019. – 10 p.
8. Golubev, A.P. Social'no otvetstvennye investicii v zarubezhnoj praktike primeneniya // *Innovacii i investicii*. – 2018. №6. S. 37-41.
9. SRIBasics. – USSIF, 2019. – Rezhim dostupa: <https://www.ussif.org/sribasics> (data obrashcheniya: 01.08.2019).
10. Miroshin, E.A. Internationalexperienceofsystematizationandapplicationofsociallyresponsibleinvestments / E.A. Miroshina, A.P. Golubev // *Ekonomika i predprinimatel'stvo*. 2018. № 9. S. 249-255.
11. Ivanova N.V. Social'noe investirovanie: obzor zarubezhnyh praktik // *Grazhdanskoe obshchestvo v Rossii i za rubezhom*. 2013. №3. S. 31-36.
12. Wallis, M. Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing / M. Wallis, C. Klein // *Business Research*. 2015. № 8. P. 61-98.
13. L'vova, N.A. Konceptsiya ustojchivyh finansov v kontekste razvitiya social'no-ekonomicheskikh sistem / N.A. L'vova // *Sovremennye trendy razvitiya stran i regionov – 2018: materialy mezhdunarodnoj nauchno-prakticheskoy konferencii: v 2 t. T. 1 / otv. red. O.V. YAmova*. – Tyumen': TIU, 2019. – S. 261-264.
14. L'vova N.A. K postanovke voprosa ob ustojchivom razvitii finansovogo rynka EAES / N.A. L'vova, N.S. Voronova // *Problemy sovremennoj ekonomiki*. – 2018. – №3. – S. 12-17.
15. Danilov, YU.A. Sovremennoe sostoyanie global'noj nauchnoj diskussii v oblasti finansovogo razvitiya / YU.A. Danilov // *Voprosy ekonomiki*. – 2019. – № 3. – S. 29-47.
16. The financial system we need. From momentum to transformation. – The UNEP Inquiry Report. – 2nd ed. – October 2016. – Vii + 87 p.
17. Sustainable Finance Progress Report. – The UNEP Inquiry Report. – March 2019. – 25 p.
18. Financing a sustainable European economy. – Final Report. – The High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018. – 99 p.
19. Kanaev, A.V. Istoricheskie korni ustojchivogo bankinga / A.V. Kanaev, O.A. Kanaeva // *Finansy i kredit*. – 2015. №6. S. 16-26.
20. Sparkes, R. The maturing of socially responsible investment: a review of developing link with corporate social responsibility / R. Sparkes, C.J. Cowton // *Journal of Business Ethics*. – 2004. Vol. 56. Iss. 1. P. 45-57.
21. Hudyakova, L. Reforma global'nyh finansov v kontekste ustojchivogo razvitiya // *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya*. – 2018. T. 62. № 7. S. 38-47.
22. Annenskaya, N.E. Investicii v ustojchivoe razvitie v Rossii / N.E. Annenskaya, E.V. Kiseleva // *Bankovskie uslugi*. 2018. №10. S. 8-15.
23. Abramovich, S.YU. Social'no otvetstvennoe investirovanie v povestke dnya ustojchivogo razvitiya / S.YU. Abramovich, S.A. Strizhov // *Innovacii i investicii*. – 2017. – №8. – S. 13-17.
24. Makarov, A.S. Korporativnaya social'naya otvetstvennost', nefinansovaya otchetnost' i razvitie metodiki analiza social'no-otvetstvennyh investicij / A.S. Makarov, A.A. Loginova // *Innovacionnoe razvitie ekonomiki*. 2017. №3. S. 146-157.

25. Rodionov, I.I. Novye koncepcii i strategii biznesa / I.I. Rodionov, A.L. Smirnov // *Vestnik Vladimirskogo Gosudarstvennogo Universiteta imeni Aleksandra Grigor'evicha i Nikolaya Grigor'evicha Stoletovyh. – Seriya: Ekonomicheskie nauki.* 2016. № 2. S. 154-162.
26. Rudakova, O.V. Social'nye investicii kak forma realizacii social'noj funkcii predprinimatel'ya / O.V. Rudakova, M.A. Vlasova, D.V. Kolesnikov // *Vestnik Orel GIET.* – 2018. – №3. – S. 140-149.
27. Global Sustainable Investment Alliance Review. – GSIA, 2018. – 26 p.
28. About the PRI. – UNPRI, 2019. – Rezhim dostupa: <https://www.unpri.org/about-the-pri> (data obrashcheniya: 01.08.2019).
29. Rekomendacii v oblasti ustojchivogo razvitiya i zelenyh investicij. – M.: NAKDI, 2018. – 7 s.
30. SHarp, U. Investicii / U. SHarp, G. Aleksandr, Dzh. Bejli. – Per. s angl. – M.: INFRA-M, 2003. – xii + 1028 s.
31. Cölbel, J.F. Can sustainable investing save the world? Reviewing the impact of investors on companies / J.F. Cölbel, F. Heeb, F. Paetzold, T. Busch. – January 2019. – 26 p. – Rezhim dostupa: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3289544 (data obrashcheniya: 01.08.2019).
32. Global Sustainable Investment Alliance Review. – GSIA, 2016. – 28 p.
33. «Zelenye finansy» v mire i Rossii: monografiya / B.B. Rubcov [idr.]. – Podred. B.B. Rubcova. – M.: Rusajns, 2016. – 170 s.
34. Zelenye finansy: povestka dnya dlya Rossii. – Diagnosticheskaya zapiska. – M.: NAKDI, 2018. – 63 s.
35. Tereshina, M.V. «Zelenoe» finansirovanie: razvivaya rynek otvetstvennyh investicij / M.V. Tereshina // Rossijskij investicionnyj forum – 2019. – Rezhim dostupa: <https://roscongress.org/sessions/iif-2019-zelenoe-finansirovanie-razvivaya-rynek-otvetstvennykh-investitsiy/expert/> (data obrashcheniya: 01.08.2019).
36. Voronova, N.S. Determinanty finansovogo razvitiya v usloviyah evrazijskoj integracii / N.S. Voronova, N.A. L'vova, N.V. Pokrovskaya // *Problemy sovremennoj ekonomiki.* 2018. №1. С. 6 – 11.
37. Petuhova, L. Birzha blagorodstva: komu i zachem nuzhny vysokomoral'nye investicii / L. Petuhova // *RBK Den'gi.* – 17 avg. 2017. – Rezhim dostupa: <https://www.rbc.ru/money/17/08/2017/59955a8a9a7947351a81d4c4> (data obrashcheniya: 01.08.2019).
38. Ivanov, V.V. Nacional'nye modeli finansovogo blagosostoyaniya / V.V. Ivanov, A.YU. Ievleva, N.A. L'vova, N.V. Pokrovskaya // *Finansy i biznes.* 2019. №1. S. 16-32.
39. L'vova, N.A. Koncepciya finansovoj diagnostiki publicnyh kompanij dlya formiruyushchegosya finansovogo rynka // *Ekonomika i predprinimatel'stvo.* – 2018. – №9. – S. 940-948.

Статья поступила в редакцию 03.08.2019 г.