



ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ И ESG-ТРАНСФОРМАЦИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Р. О. Восканян, К. В. Екимова, Е. Б. Шувалова

Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова,
Москва, Россия

В статье исследуется положение институциональных инвесторов на финансовом рынке в период ESG-трансформации. Акцент поставлен на двух видах финансовых посредников, предоставляющих капитал участникам корпоративного сектора финансового рынка: инвестиционных фондах и кредитных организациях. Авторами определено, что институциональные инвесторы выступают связующим звеном между регуляторами финансового рынка и иными участниками экономических отношений в процессе ESG-трансформации. Представлены доказательства, что активная ESG-трансформация финансового рынка началась после 2015 г., когда появились регламентирующие документы фидуциарных обязанностей институциональных инвесторов с учетом ESG-показателей. Также авторами изложены причины, по которым институциональные инвесторы предпочитают включать ценные бумаги эмитентов, отвечающих критериям ESG. Сформулирован вывод о том, что создание регуляторами условий, в которых институциональные инвесторы активно участвуют в ESG-трансформации финансового рынка, способствует, во-первых, формированию тренда на долгосрочные инвестиции для усиления финансовой стабильности, а во-вторых, снижению необходимости разработки и принятия модального законодательства, поддерживая текущий уровень свободы принятия экономических отношений.

Ключевые слова: институционализация, фидуциарные обязанности, финансирование, финансовый посредник, устойчивое развитие.

INSTITUTIONAL INVESTORS AND ESG-TRANSFORMATION OF FINANCE MARKET

Roza O. Voskanian, Ksenia V. Ekimova, Elena B. Shuvalova

Plekhanov Russian University of Economics,
Moscow, Russia

The article studies standing of institutional investors on finance market during ESG-transformation. Focus is made on two types of finance intermediaries representing capital to participants of finance market corporate sector: investment funds and credit organizations. The authors found that institutional investors act as a link between finance market regulators and other participants of economic relations in the process of ESG-transformation. It was proved that active ESG-transformation of finance market started after 2015, when regulation documents of fiduciary responsibilities of institutional investors with regard to ESG-indicators came into being. At the same time the authors provide reasons why institutional investors prefer incorporate issuers' securities that meet ESG criteria. The authors also explain why institutional investors take an active part in ESG-transformation of finance market, promoting, firstly, creating the trend for long-term investment to strengthen financial stability and secondly, reducing the necessity to elaborate and adopt modal legislation supporting the current rate of freedom of economic relation acceptance.

Keywords: institutalization, fiduciary responsibilities, financing, finance intermediary, sustainable development.

Институциональные инвесторы играют значительную роль на финансовом рынке, поскольку именно они профессионально управляют инвестиционными портфелями, комбинируя финансовые и реальные активы для решения задач согласно концепции ценностно ориентированного менеджмента. Предпочтительно, чтобы работа институциональных инвесторов приводила к повышению эффективности рынка. Данная задача может быть решена, если институциональные инвесторы успешно реализуют политику диверсификации активов при формировании инвестиционных портфелей и корректно определяют паритет «риск – доходность».

Институциональные инвесторы способствуют организации финансового рынка, регулированию и контролю отдельных аспектов деятельности его участников, а также определяют тенденции развития отдельных отраслей и сегментов рынка, инвестируя или изымая инвестиции из них. Перечисленные процессы представляют собой результат институционализации, которая наблюдается на мировом финансовом рынке последние десятилетия.

Традиционно уровень институционализации рынка оценивается посредством соотношения объема активов, находящихся под управлением институциональных инвесторов, и индивидуальных (розничных) инвесторов. Например, Банк России раскрывает информацию о доле физических лиц в среднесуточном объеме торгов акциями и о том, что в первом полугодии 2025 г. портфели индивидуальных инвесторов, как правило, не превышали 100 тыс. рублей¹.

Согласимся с тем, что «с развитием и усложнением рыночных отношений все большее количество людей становятся участниками финансовых рынков и при этом все менее рациональным оказывается их поведение на рынке» [1. – С. 67]. Аналогичной точки зрения придерживается и

мегарегулятор российского финансового рынка: «особенностью розничных инвесторов является то, что они подвержены влиянию и часто принимают эмоциональные решения»².

Предполагаем, что данное обстоятельство предопределяет необходимость разработки регуляторами финансовых рынков ограничений торговли определенными видами активов для индивидуальных инвесторов на фондовом рынке, что опять же приводит к укреплению роли институциональных инвесторов на финансовом рынке.

Также заметим, что индивидуальные инвесторы зачастую принимают участие в организованных торгах, тогда как институциональные инвесторы представляют собой неотъемлемую часть перераспределения денежных средств на внебиржевом рынке.

В подтверждение тезиса о повышении значения институциональных инвесторов на финансовом рынке приведем общемировую статистику об объеме активов, находящихся под управлением хедж-фондов как одного из видов институционального инвестора в период с 1997 по 2024 г. (рис. 1).

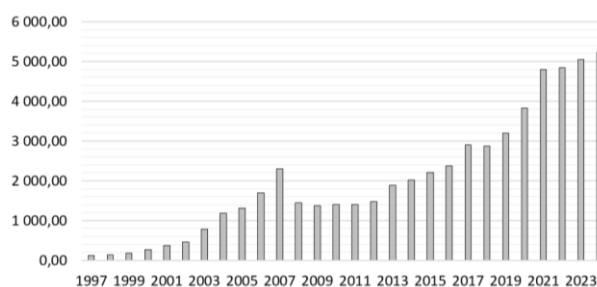


Рис. 1. Объем активов под управлением хедж-фондов по всему миру с 1997 по 2024 г. (в млрд долл.)

Составлено по данным BarclayHedge.

На протяжении 27 лет объем активов увеличивался, за единственным исключе-

¹ URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/57015/ORFR_2025-6.pdf

² Там же.

нием – кризисный период в конце первого десятилетия XXI в.

Инвестиционный портфель хедж-фондов состоит из разных типов активов, что подтверждает возможность данного вида институциональных инвесторов оказывать влияние на финансовый рынок. Это влияние усиливается, когда интересы хедж-фондов совпадают.

В связи с этим важно исследовать участие институциональных инвесторов в ESG-трансформации финансового рынка, начало которой пришлось на второе десятилетие XXI в., а в период с 2019 по 2021 г., по данным американского брокера инвестиционных компаний Natixis Distribution, выросло сразу на 18%.

Традиционно ценностно ориентированный подход к управлению компанией подразумевает, что финансовый посредник в виде институционального инвестора осуществляет управление денежными средствами бенефициаров с позиции повышения уровня их благосостояния, которое оценивается посредством финансовых показателей. Поскольку изначально предполагалось, что ESG-факторы (экологические, социальные и корпоративного управления) не оказывают значительного влияния на благосостояние бенефициаров, то фидуциарные обязанности институциональных инвесторов не включали вопросы устойчивого развития по направлениям ESG.

Основа ESG-трансформации была заложена в 2005 г., когда международная юридическая компания Freshfields Bruckhaus Deringer, которая работает уже свыше трехсот лет, выпустила доклад на тему «Правовые основы внедрения ESG в деятельность институциональных инвесторов» (A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment)¹. В докладе подчеркивается, что традиционный подход к инвестиционной активности основывается на кон-

цепции стоимости, однако более очевидной становится связь между ESG-факторами и финансовыми результатами. Для устойчивого развития финансовой системы необходимо их внедрение в процессы прогнозирования финансовых показателей.

Глобальный характер ESG-трансформация финансового рынка приобрела после 2015 г., когда ряд институтов под патронажем ООН подготовили доклад на тему «Фидуциарная ответственность в XXI в.» (Fiduciary Duty in the 21st Century)². Авторы доклада не только выявили причины, по которым институциональные инвесторы пренебрегают внедрением ESG-факторов в инвестиционную деятельность, но и разработали практические предложения для изменения подхода к исполнению фидуциарных обязанностей.

Рис. 2 демонстрирует, что действительно после 2015 г. объем чистых инвестиций, направленных на устойчивое развитие, увеличивался и достиг пика в 2021 г., однако в 2022–2023 гг. показатель значительно сократился. Как отмечают авторы доклада UNCTAD³, во многом это связано со снижением динамики роста инвестиций на рынках Европы и США.

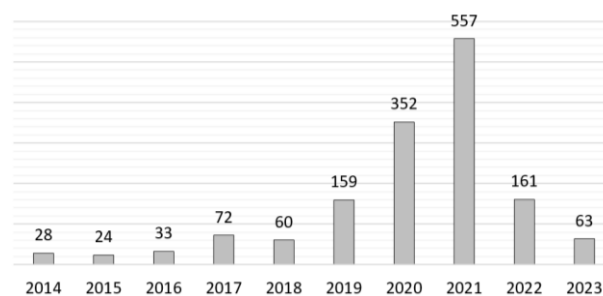


Рис. 2. Объем чистых инвестиций, направленных на устойчивое развитие по всему миру с 2014 по 2023 г. (в млрд долл.)

Составлено по данным UNCTAD.

¹ URL: https://www.unepfi.org/psi/wp-content/uploads/2012/06/freshfields_legal_resp_20051123.pdf

² URL: <https://www.unepfi.org/category/industries/investment/fiduciary-duty-publications/>

³ URL: https://unctad.org/system/files/official-document/wir2024_en.pdf

Ввиду того, что американский финансовый рынок – один из крупнейших в мире, то настроения инвесторов на данном рынке оказывают заметное влияние на статистические данные.

О. В. Хмыз, исследуя текущие тенденции на рынке ESG-финансирования, определяет иную причину, оказавшую влияние на снижение показателей в 2022 г.: «институциональные инвесторы – финансовые институты и инвестиционные фонды, потратившие годы на убеждение инвесторов-клиентов в своих климатических амбициях, признали, что они осуществляли многомиллиардные инвестиции в активы и проекты, связанные с ископаемым топливом. И сняли маркировку устойчивости со многих своих инвестиций и проектов» [5. – С. 104]. Именно этим, на наш взгляд, обусловлено более чем трехкратное падение объема чистых инвестиций в 2022 г. по сравнению с 2021 г.

Выделим три причины, почему институциональные инвесторы заинтересованы в инвестировании в соответствии с принципами ESG.

Первая причина, указанная ранее, связана с предположением, что *ESG-проекты влияют на финансовые показатели* и могут повышать эффективность как финансового менеджмента отдельной компании, так и институциональных инвесторов, инвестирующих в данную компанию.

Отмечается, что «некоторые фонды могут реализовать право голоса акционеров определенным образом для достижения целей ESG» [6. – С. 109], что доказывает влияние институциональных инвесторов на ESG-трансформацию финансового рынка. Впрочем, предпосылкой такого поведения могут быть и стимулирующие меры со стороны государства. Например, в «США введены налоговые льготы для компаний, инвестирующих в зеленые технологии, а также различные экологические стандарты» [7. – С. 56].

Вторая причина заключается в том, что сейчас на рынке присутствует группа «ответственных» инвесторов, предпочитающих

ценные бумаги ESG-ориентированных компаний ценным бумагам компаний, не реализующих деятельность в области устойчивого развития. Отчасти это обусловлено рациональным желанием участников экономических отношений отвечать текущим правилам рынка, устанавливаемым как инвесторами, так и регуляторами.

Как отмечал в середине XX в. австрийский экономист Л. фон Мизес, «человек может сознательно адаптироваться к общественным условиям, следовать установленным нормам, уважать права других, стремиться к сотрудничеству и кооперации, но лишь руководствуясь личным интересом, а не альтруистическими побуждениями («правильно понятый эгоизм»)» [3. – С. 160]. Аналогичной точки зрения придерживаются российские ученые, отмечая, что «фактически компании, которые обычно считаются «неэкологичными», успешно принимают и реализуют соответствующую экологическую политику и удовлетворяют критериям некоторых мандатов ESG, навязываемых сообществом экологически сознательных инвесторов, что в принципе понятно и обосновано, так как критерии ESG в первую очередь создавались именно для таких компаний» [2. – С. 47].

Третья причина заключается в использовании преимуществ инвестирования в ESG-активы, включаемые в инвестиционный портфель в рамках политики диверсификации. Эмитенты, реализующие проекты в области ESG, менее подвержены репутационным рискам. Следовательно, снижается волатильность денежных потоков таких компаний из-за необходимости платить штрафы и компенсации. Также такие компании реже сталкиваются с оттоком инвесторов из-за репутационных скандалов, что, безусловно, предпочтительно для инвесторов с низкой толерантностью к риску.

Заметим, что политика диверсификации должна носить рациональный характер. В противном случае преимущество в формировании доходности от владения

ценными бумагами компаний с высоким уровнем социальной ответственности может быть нивелировано снижением доходности ввиду исключения из инвестиционного портфеля ценных бумаг компаний, непопадающих под критерии ESG.

В качестве иллюстрации рассмотрим результаты доходности инвестиций в два американских фонда с разным горизонтом инвестирования (рис. 3). Первый индекс ESG MSCI KLD 400 ETF (DSI) отражает инвестиции фонда, который порядка 90% активов держит в ценных бумагах различных по размеру американских компаний, реализующих ESG-практики. Второй индекс SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY) отражает акции 500 крупнейших по капитализации компаний, котирующихся на фондовом рынке США. Исходные данные скорректированы с учетом дробления акций и включают дивидендные выплаты.

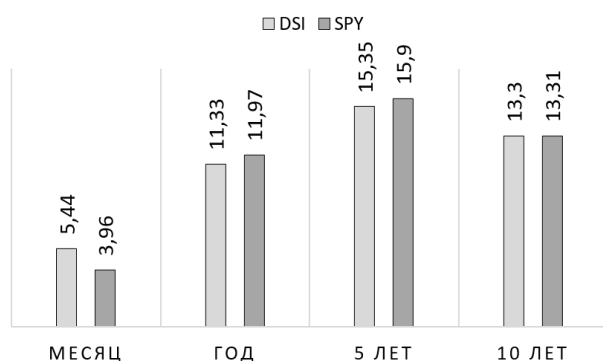


Рис. 3. Сравнение доходности индексов DSI и SPY за последние 10 лет (в %)

Из данных рис. 3 следует, что долгосрочные инвестиции в классический S&P 500 генерируют доходность несколько выше, чем инвестиции в фонд, ориентированный на принципы ESG.

На Московской бирже также есть отдельный индекс, состоящий из акций 15 эмитентов, отвечающих принципам ESG, – Индекс МосБиржи-RAEX ESG сбалансированный (MESG). Однако ввиду того, что в открытом доступе данные только с апреля 2023 г., не представляется возможным провести справедливое сопоста-

вимое сравнение пар DSI / SPY и MESG / MOEXBC (Индекс МосБиржи голубых фишек, также состоящий из акций 15 компаний).

Увеличение объема долгосрочных инвестиций – одна из ключевых задач ESG-трансформации финансового рынка. Инвесторы, предпочитающие короткий горизонт инвестирования, повышают волатильность на фондовом рынке. Несмотря на то, что такой подход к инвестированию способствует повышению уровня ликвидности рынка, он обладает существенным недостатком – снижает долгосрочную инвестиционную привлекательность эмитента.

Эмитенты как объекты инвестиций начинают реализовывать краткосрочные инвестиционные проекты для получения результата в кратчайшие сроки, чтобы привлечь и удержать инвесторов, нацеленных на получение доходности в течение короткого периода. Это приводит к сокращению долгосрочных инвестиционных проектов (НИОКР), оказывая негативное влияние на конкурентоспособность компании, сектора экономики и т. д.

Аналогичным примером на фондовом рынке выступает процедура обратного выкупа акций, реализуемая для немедленно-го повышения капитализации компании, однако не всегда положительно влияющая на благосостояние акционеров. В данном случае институциональный инвестор также может воспользоваться правом акционера и оказать влияние на принимаемое решение, вынуждая руководство отказаться от процедуры обратного выкупа акций и использовать свободные финансовые ресурсы для долгосрочных инвестиционных проектов.

Инвестиционные проекты, отвечающие признакам ESG, как правило, долгосрочные. Реализация компанией подобных проектов привлекает большее количество институциональных инвесторов, нацеленных на долгосрочное участие в капитале компании. В таком случае руководству компании проще осуществлять финансовую политику, поддерживать финансовую

дисциплину и, как результат, обеспечивать устойчивый рост стоимости.

Приведенные выше примеры в основном характеризовали институциональных инвесторов как участников собственного капитала компании. Кредитные организации также участвуют в ESG-трансформации финансового рынка.

Известно, что на российском рынке в кредитные договоры включаются ESG-кованты, в том числе «в процессе проверки клиентов на предмет внедрения ESG-принципов в бизнес» [4. – С. 64]. Внедрение ESG-принципов в работу кредитной организации с клиентами позволяет снизить уровень риска, связанного с репутационным ущербом и потенциальными убытками, возникающими по вине клиента. Для этого банки внедряют в работу с заемщиками также ESG-скоринг, оказывающий прямое влияние на доступность кредитов, а следовательно, и на рынок кредитных ресурсов.

Ориентация кредитных организаций на ESG-показатели заемщиков комплексно влияет на сегменты и отрасли. Расширяя перечень условий выдачи кредитов с традиционных финансовых показателей до системы, включающей ESG-показатели, банки формируют среду, в которой заемщикам необходимо реализовывать долгосрочные проекты, способствующие устойчивому развитию как компании, так и контрагентов. В результате решается задача по устойчивому развитию конкретного сегмента рынка, участники которого работают согласно принципам ESG.

Подводя итог вышесказанному, отметим, что исследование взаимосвязи деятельности всех видов институциональных инвесторов в контексте ESG-трансформации финансового рынка требует большего временного диапазона. Как отмечалось нами ранее, активная стадия ESG-трансформации началась после 2015 г. Предполагаем, что отдельные аспекты данной

трансформации уже стали нормой. Например, те, которые одновременно отвечают повестке ESG и позволяют в короткие сроки снизить расходы организаций: сокращение объемов использования ресурсов, переход на возобновляемые источники энергии и т. д. Иные аспекты (формирование отдельных фондов устойчивого развития, закрепление ESG-ковантов в кредитных договорах и проч.) требуют проверки временем на разных финансовых рынках, особенно в кризисные годы, когда рынок капитала сужается.

В настоящей статье рассмотрены два вида институциональных инвесторов: инвестиционные фонды и кредитные организации – виды, обеспечивающие участников корпоративного сектора финансового рынка долгосрочными финансовыми ресурсами. Отдельного внимания заслуживают иные финансовые посредники, например, страховые организации, которые также вводят новые инструменты и условия предоставления услуг, внедряя принципы ESG.

Как физические лица, так и компании на финансовом рынке находятся в постоянном взаимодействии с институциональными инвесторами. Однако если физические лица в виде розничных инвесторов могут самостоятельно принимать решение о разделении или игнорировании принципов ESG в экономических отношениях, то компании будучи участниками корпоративного сектора финансового рынка напрямую зависят от условий исполнения институциональными инвесторами фидуциарных обязанностей. Предполагаем, что это обуславливает тот факт, что регуляторы финансовых рынков приоритетно вносят изменения в нормативные документы, регламентирующие деятельность институциональных инвесторов, рассчитывая на то, что их деятельность станет основой изменений на финансовом рынке без необходимости подготовки модельных законов.

Список литературы

1. Ващенко Т. В., Дохолян З. М., Шубина Т. В. Влияние поведенческих факторов на финансово-инвестиционные решения в системе ценностно ориентированного управления компанией. – Tallinn : Open European Academy of Public Sciences OÜ, 2022.
2. Константинов К. Б., Лисовская И. А. КСО-отчетность и развитие инвестиционного рынка в России // Вестник Поволжского государственного технологического университета. Серия: Экономика и управление. – 2023. – № 4 (59). – С. 43–53.
3. Мизес Л. Человеческая деятельность: трактат по экономической теории. – Челябинск : Социум, 2012.
4. Наточеева Н. Н., Фошкин А. Е. Методы управления банковскими ESG-рисками // Банковское дело. – 2023. – № 2. – С. 63–67.
5. Хмыз О. В. Устойчивые инвестиции и дивестиции институциональных инвесторов глобального уровня // Финансовый журнал. – 2024. – Т. 16. – № 1. – С. 96–108.
6. Чернышова М. В. ESG и ответственное институциональное инвестирование // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2021. – Т. 229. – № 3. – С. 98–120.
7. Ягов А. О., Гордиенко М. С. Механизмы и каналы влияния зеленой экономики на развитие корпоративных финансов в США и ЕС // Научные исследования и разработки. Экономика фирмы. – 2023. – Т. 12. – № 3. – С. 55–62.

References

1. Vashchenko T. V., Dokhoyan Z. M., Shubina T. V. Vliyanie povedencheskikh faktorov na finansovo-investitsionnye resheniya v sisteme tsernnostno orientirovannogo upravleniya kompaniy [The Influence of Behavioral Factors on Financial and Investment Decisions in the Company's Value-Based Management System]. Tallinn, Open European Academy of Public Sciences OÜ, 2022. (In Russ.).
2. Konstantinov K. B., Lisovskaya I. A. KSO-otchetnost i razvitie investitsionnogo rynka v Rossii [CSR-Reporting and Investment Market Development in Russia]. *Vestnik Povolzhskogo gosudarstvennogo tekhnologicheskogo universiteta. Seriya: Ekonomika i upravlenie* [Bulletin of the Volga State Technological University. Series: Economics and Management], 2023, No. 4 (59), pp. 43–53. (In Russ.).
3. Mizes L. Chelovecheskaya deyatelnost: traktat po ekonomicheskoy teorii [Human Activity: a Treatise on Economic Theory]. Chelyabinsk, Sotsium, 2012. (In Russ.).
4. Natocheeva N. N., Foshkin A. E. Metody upravleniya bankovskimi ESG-riskami [Methods of Bank ESG Risk Management]. *Bankovskoe delo* [Banking], 2023, No. 2, pp. 63–67. (In Russ.).
5. Khmyz O. V. Ustoychivye investitsii i divestitsii institutsionalnykh investorov globalnogo urovnya [Sustainable Investments and Divestments of Global Institutional Investors]. *Finansoviy zhurnal* [Financial Magazine], 2024, Vol. 16, No. 1, pp. 96–108. (In Russ.).
6. Chernyshova M. V. ESG i otvetstvennoe institutsionalnoe investirovanie [ESG and Responsible Institutional Investment]. *Nauchnye trudy Volnogo ekonomicheskogo obshchestva Rossii* [Scientific Works of the Free Economic Society of Russia], 2021, Vol. 229, No. 3, pp. 98–120. (In Russ.).
7. Yagov A. O., Gordienko M. S. Mekhanizmy i kanaly vliyaniya zelenoy ekonomiki na razvitie korporativnykh finansov v SShA i ES [Mechanisms and Channels of Influence of the

Green Economy on the Development of Corporate Finance in the USA and the EU]. *Nauchnye issledovaniya i razrabotki. Ekonomika firmy* [Scientific Research and Development. Economics of the Firm], 2023, Vol. 12, No. 3, pp. 55–62. (In Russ.).

Поступила: 13.08.2025

Принята к печати: 11.11.2025

Сведения об авторах

Роза Оганесовна Восканян

кандидат экономических наук,
доцент, доцент кафедры финансов
устойчивого развития
РЭУ им. Г. В. Плеханова.
Адрес: ФГБОУ ВО «Российский
экономический университет имени
Г. В. Плеханова», 109992, Москва,
Стремянный пер., д. 36.
E-mail: Voskanian.RO@rea.ru
ORCID: 0000-0002-1690-8262

Ксения Валерьевна Екимова

доктор экономических наук, профессор,
профессор кафедры финансов
устойчивого развития
РЭУ им. Г. В. Плеханова.
Адрес: ФГБОУ ВО «Российский
экономический университет имени
Г. В. Плеханова», 109992, Москва,
Стремянный пер., д. 36.
E-mail: Ekimova.KV@rea.ru
ORCID: 0000-0002-2445-1346

Елена Борисовна Шувалова

доктор экономических наук, профессор,
профессор кафедры финансов
устойчивого развития
РЭУ им. Г. В. Плеханова.
Адрес: ФГБОУ ВО «Российский
экономический университет имени
Г. В. Плеханова», 109992, Москва,
Стремянный пер., д. 36.
E-mail: SHuvalova.EB@rea.ru
ORCID: 0000-0001-8742-1729

Information about the authors

Roza O. Voskanian

PhD, Associate Professor,
Associate Professor of the Department
for Finance of Sustainable Development
of the PRUE.
Address: Plekhanov Russian
University of Economics,
36 Stremyanny Lane, Moscow,
109992, Russian Federation.
E-mail: Voskanian.RO@rea.ru
ORCID: 0000-0002-1690-8262

Ksenia V. Ekimova

Doctor of Economics, Professor,
Professor of the Department
for Finance of Sustainable Development
of the PRUE.
Address: Plekhanov Russian
University of Economics,
36 Stremyanny Lane, Moscow,
109992, Russian Federation.
E-mail: Ekimova.KV@rea.ru
ORCID: 0000-0002-2445-1346

Elena B. Shuvalova

Doctor of Economics, Professor,
Professor of the Department
for Finance of Sustainable Development
of the PRUE.
Address: Plekhanov Russian
University of Economics,
36 Stremyanny Lane, Moscow,
109992, Russian Federation.
E-mail: SHuvalova.EB@rea.ru
ORCID: 0000-0001-8742-1729