

УДК 336.763

## Ответственные инвестиции: влияние ESG-рейтинга на рентабельность фирм и ожидаемую доходность на фондовом рынке\*

**Овечкин Д.В.** dv.ovechkin@mail.ru

Тюменский государственный университет  
625003, г. Тюмень ул. Володарского, 6

*Целью статьи является раскрытие феномена ответственных инвестиций. Выявлены мотивы фирм к достижению ESG-целей (цели в области экологии, социальной сферы и корпоративного управления). Установлено, что ESG-цели далеко не всегда конфликтуют со стремлением к максимизации прибыли. Фирмы с высоким ESG-рейтингом, как правило, более прибыльны. Раскрыты каналы влияния ESG-рейтинга на риск и доходность на фондовом рынке. Мотивы, побуждающие инвесторов к выделению ESG-рейтинга в качестве фактора, определяющего инвестиционные решения, могут быть различны: защита окружающей среды; стремление к повышенной доходности (ответственные инвестиции, зачастую более выгодны, по сравнению с классическими); хеджирование от определенного вида риска. Оценка ответственных инвестиций на российском фондовом рынке в системе координат «риск-доходность» показала большую рискованность ответственных инвестиций по сравнению с классическими, хотя последние менее эффективны, так как проигрывают в доходности в расчете на единицу риска.*

**Ключевые слова:** ответственные инвестиции, ESG-инвестиции, корпоративная социальная ответственность, зеленые финансы.

\*Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 20-310-90060

DOI: 10.17586/2310-1172-2021-14-1-43-53

---

## Responsible Investment: Impact of ESG Rating on Firms' Profitability and Expected Return on the Stock Market

**Ovechkin D.V.** dv.ovechkin@mail.ru

University of Tyumen  
625003, 6, Volodarskogo St, Tyumen, Russia

*The purpose of the article is to disclose the phenomenon of responsible investment. The motives of firms to achieve ESG-goals (goals in the field of ecology, social sphere and corporate governance) are revealed. It has been found that ESG-goals do not always conflict with the desire to maximize profits. Firms with high ESG-rating tend to be more profitable. The channels of influence of ESG-rating on risk and profitability in the stock market are revealed. The motives prompting investors to highlight the ESG rating as a factor that determines investment decisions can be different: environmental protection; striving for increased profitability (responsible investments are often more profitable than classic ones); hedging against a certain type of risk. Assessment of responsible investments in the Russian stock market showed that responsible investments are more risky than classical ones, although the latter are less effective, since they lose in return per unit of risk.*

**Keywords:** responsible investments, ESG investments, corporate social responsibility, green finance

---

### Введение

В исследовании [18] отмечается, что, начиная с работы [10], термин ответственные инвестиции часто используется в связке с такими терминами, как корпоративная социальная ответственность, устойчивое развитие и ESG-критерии (Environmental, Social, Governance – экология, социальная сфера, корпоративное управление). Можно сказать, что ответственные инвестиции – такой тип вложения денежных средств, при котором инвестор принимает во внимание не только финансовые показатели, но и влияние фирм на окружающую среду, уровень их социальной ответственности и корпоративного управления [31].

Как отмечается в работе [28], на конец 2016 года совокупная стоимость инвестиций в мире, соответствующих концепции ответственного инвестирования, составляла 22,89 триллионов долларов США. Инвесторы могут обладать различной мотивацией для включения в портфель ценных бумаг фирм с высоким

ESG-рейтингом. Возможно, некоторая группа инвесторов обеспокоена не только финансовыми результатами фирм, но и ее воздействием на состояние общества в целом. В тоже время, другие инвесторы могут руководствоваться соображениями собственной финансовой выгоды, хеджируя некоторые связанные с ESG риски или ожидая повышенной доходности от владения ценными бумагами фирм с высоким ESG-рейтингом.

Несмотря на то, что меры по повышению экологичности производства и также меры в области социальной политики на предприятии приводят к повышению издержек, достижение ESG-целей может стать источником конкурентного преимущества. Исследования [12; 15, 26, 9, 29, 18] приходят к выводу о взаимосвязи между ESG-рейтингом и прибыльностью. Конечно, богатые и финансово успешные фирмы могут себе позволить проводить социальную и экологическую политику в больших масштабах по сравнению с финансово неуспешными фирмами. С другой стороны, достижение ESG-целей позволяет фирме повысить свою репутацию, улучшить качество корпоративного управления и привлечь более квалифицированный персонал, что, безусловно, повышает рентабельность бизнеса.

Как известно, прибыльные фирмы приносят инвесторам повышенную доходность [30]. Положительная взаимосвязь ESG-целей и прибыльности фирм позволяет инвесторам, ориентированным на ESG-критерии, не только не жертвовать получаемой доходностью на фондовом рынке, но даже получать повышенную доходность. В целом, проведенный в следующих разделах данной статьи анализ позволяет выявить различные каналы влияния ESG-критериев на ожидаемую доходность.

Высокая важность концепции ответственного инвестирования в масштабах всего мира поднимает вопросы распространения данной концепции в России. Несмотря на небольшую долю, которую российский фондовый рынок занимает в рамках мирового фондового рынка, российские финансовые институты стремятся к внедрению принципов ответственного инвестирования. Председатель Центробанка России Э.С. Набиуллина заявляет о намерении развивать отечественный рынок ответственных инвестиций [2]. Кроме того, Московская биржа присоединилась к международной Инициативе устойчивых фондовых биржи на ежедневной основе рассчитывает индексы устойчивого развития [3].

Целью данного исследования является раскрытие феномена ответственных инвестиций на фондовом рынке. На основе обзора зарубежных и российских исследований автор данной статьи выявляет и систематизирует мотивы, которыми руководствуются экономические агенты (инвесторы и фирмы) в рамках принятия ответственных инвестиционных решений. Важным является анализ мотивов не только инвесторов, но и менеджеров фирм, так как их ESG-деятельность напрямую затрагивает риск и доходность на фондовом рынке. Статья отвечает на ряд вопросов, которые касаются взаимосвязей между: 1) ESG-целями и финансовой успешностью фирм; 2) ответственными инвестициями, риском и доходностью на фондовом рынке. В последнем разделе статьи автор акцентирует внимание на применении концепции ответственных инвестиций в контексте российской практики. Сравняется риск и доходность ответственных и классических инвестиций на российском фондовом рынке. Таким образом, данная статья выявляет текущее состояние и ключевые аспекты научной дискуссии по вопросу ответственных инвестиций.

### **Ответственные инвестиции и финансовая эффективность фирмы**

Ответственные инвестиции предполагают такое размещение инвестиционных ресурсов, когда последние оказываются во владении фирм, которые преследуют не только цели по максимизации своей ценности через максимизацию прибыли, но и экологические, социальные и управленческие цели (ESG-цели). В качестве примеров ESG-целей можно привести [4]:

1) Экологические цели: уровень выброса парниковых газов; уровень внедрения инноваций, способствующих снижению экологических рисков.

2) Социальные цели: условия труда; развитие человеческого капитала; соблюдение прав человека; здоровье и безопасность. Это для сотрудников фирмы?

3) Управленческие цели: структура руководства; прозрачность структуры собственников; налоговая стратегия предприятия; уровень коррупции; защита интересов миноритарных акционеров.

Возникают вопросы, насколько важными для фирмы должны стать ее нефинансовые цели, и являются ли ESG-цели и цели по максимизации ценности фирмы несовместимыми. Отправной точкой в ответе на данный вопрос может стать эссе Милтона Фридмана 1970-го года [17], суть которого удобно вынесена в заглавии – «Социальная ответственность бизнеса заключается в росте прибыли». Фридман отмечает, что менеджеры фирмы являются лишь наемными сотрудниками и держат ответственность перед владельцами акций. Фирма - лишь способ держателей акций максимизировать свое благосостояние. Если менеджеры фирмы решают направить денежные потоки на ESG-цели, то (в случае, когда достижение ESG целей несет за собой исключительно дополнительные расходы) акционеры лишаются части своего дохода, а вместе с благосостоянием акционеров снижается и ценность фирмы. Немногие инвесторы пожелают владеть финансовыми инструментами, которые не приносят денежных потоков.

Однако, современные исследования показывают, что связь между преследованием ESG-целей и повышением финансовой эффективности фирмы далеко не всегда является обратной. Работы [12; 15] показывают, что фирмам следует раскрывать информацию о своей деятельности в области экологии, социальной сферы и корпоративного управления, так как это может повысить их репутацию и, как следствие, ценность таких фирм. Некоторые авторы отмечают особую важность в преследовании ESG-целей для финансовых фирм, так как их бизнес критически зависит от лояльности клиентов, которая положительно зависит от репутации [15; 26; 9].

Авторы исследования [16] анализируют более 2000 работ на предмет взаимосвязи между ESG и финансовой деятельностью компаний. Авторы сообщают, что около 90% проанализированных работ приходят к выводу о том, что влияние ESG на финансовую успешность не является негативным. Более того, большинство из этих работ декларируют положительное влияние ESG на финансовый успех компаний. Авторы, сообщают, что данное положительное влияние является стабильным на протяжении долгого промежутка времени.

Можно предположить, что взаимосвязь между стремлением к ESG-целям и финансовым результатом деятельности фирм зависит от уровня развитости экономики, в которой оперируют данные фирмы. Разные экономики находятся на разных стадиях своего развития и обладают различным уровнем зрелости гражданского общества, а потому уровень ответственности фирм и желание преследовать ESG-цели разнятся от одного общества к другому. Как отмечают авторы работы [29], не только менеджмент фирм, но и инвесторы обладают различным уровнем заинтересованности и требований к ответственности фирм.

Руководствуясь стремлением к исследованию ответственного поведения фирм в развивающихся странах, авторы работы [18] исследуют взаимосвязь между финансовой эффективностью и ESG-деятельностью фирм в странах БРИКС (от англ. *BRICS* — сокращение от Brazil, Russia, India, China, South Africa). Результаты тестирования гипотез данного исследования представлены в табл. 1.

Таблица 1

**Связь ESG и прибыльности фирм в странах БРИКС**

Гипотеза	Результат тестирования гипотезы
Не существует значимой связи между прибыльностью и показателем совокупной ESG-деятельности фирмы	Гипотеза не отклонена
Не существует значимой связи между прибыльностью и показателем экологической деятельности фирмы	Гипотеза отклонена
Не существует значимой связи между прибыльностью и показателем социальной деятельности фирмы	Гипотеза не отклонена
Не существует значимой связи между прибыльностью и показателем качества корпоративного управления	Гипотеза не отклонена

Источник: [18]

Как показано в табл. 1, для стран БРИКС авторы находят статистически значимую взаимосвязь между прибыльностью и деятельностью в сфере экологии, тогда как другие направления ESG-деятельности фирм не связаны с их прибыльностью.

В целом, на теоретическом уровне можно выделить два канала влияния ESG на финансовую успешность и рентабельность деятельности компаний. Данные каналы влияния представлены на рис. 1.

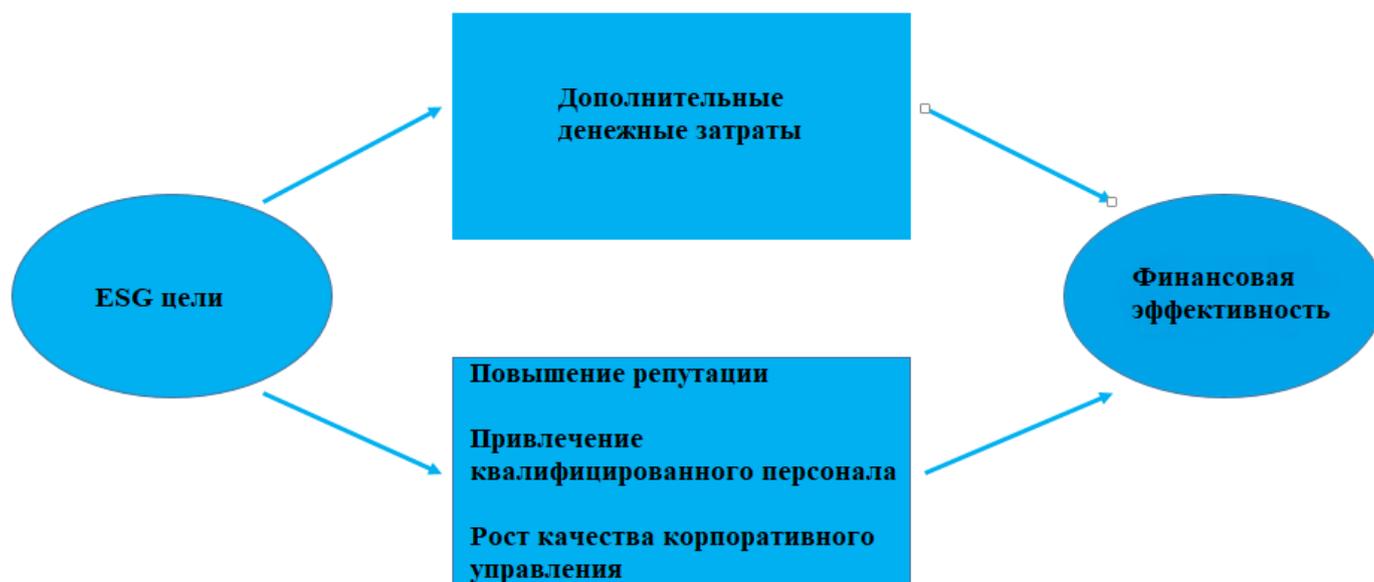


Рис. 1. ESG цели и финансовая эффективность

С одной стороны, стремление к достижению ESG-целей означает дополнительные расходы для компании. Активные меры социальной политики на предприятии, а также повышение экологичности производства, что особенно актуально для так называемых «вредных производств», означают повышение себестоимости и, как следствие, снижение уровня рентабельности.

С другой стороны, достижение ESG-целей может принести определенную выгоду, которую фирма может конвертировать в финансовый результат. Уровень репутации фирмы вырастет, если такая фирма демонстрирует повышенную заботу об экологии. И наоборот, уровень репутации фирм снижается, если такая фирма замечена в скандалах, связанных с негативным воздействием на безопасность окружающей среды.

Активные меры социальной политики и забота о персонале являются важным фактором при выборе работодателя. Достижение целей в социальной сфере поможет фирме привлекать более квалифицированный персонал. Концентрация большого запаса человеческого капитала, безусловно, конвертируется в сравнительное преимущество для такой фирмы.

Третьим компонентом в совокупности ESG-целей является сфера корпоративного управления. Качество корпоративного управления напрямую связано с прибыльностью фирм [8]. Кроме того, корпоративное управление, зачастую, оказывается в центре внимания популярных СМИ. Корпоративная жизнь США известна фирмами, которые оказывались в центре скандалов, связанных с качеством корпоративного управления. Скандалы, связанные с фирмами WellsFargo и Equifax являются недавними примерами. Не так давно, на рубеже нового тысячелетия гремели скандалы, связанные с такими фирмами, как Enron, WorldCom, Tyco и Qwest. Эти фирмы, в итоге, прекратили свое существование. Таким образом, качество корпоративного управления является залогом не только отлаженного бизнес-процесса, но и высокого уровня репутации, что оказывает комплексное воздействие на уровень финансовой рентабельности.

Прибыльные фирмы приносят большую доходность на фондовом рынке [30]. Так как рентабельность и ESG-рейтинг положительно связаны между собой, логично предположить положительное влияние ESG-рейтинга фирм на доходность их акций. В следующем разделе статьи данный вопрос будет раскрыт через анализ мотиваций инвесторов.

### Ответственные инвестиции и доходность на фондовом рынке

Стандартные модели ценообразования финансовых активов (или, что тоже самое, модели ожидаемой доходности финансовых активов) базируются на следующих предпосылках [14]: 1) инвесторы одинаково оценивают вероятностное распределение будущих доходностей; 2) инвесторы выбирают активы исключительно исходя из ожидаемой доходности (то есть, вкусы и предпочтения относительно деятельности фирм не являются критерием выбора ценных бумаг). Иными словами, функция полезности инвестора включает только ожидаемый денежный доход от совершаемых инвестиций. Если, при составлении своего инвестиционного портфеля какая-либо группа инвесторов систематически включает ценные бумаги той или иной фирмы на основе ее успешности в достижении ESG-целей, то изложенные выше предпосылки нарушаются. Таким образом, ответственные

инвестиции могут влиять на ожидаемую доходность, если функция полезности инвесторов включает в себя достижение ESG-целей.

Для того, чтобы наглядно представить последствия наличия ESG-предпочтений у инвесторов, воспользуемся стандартной моделью ценности фирмы, или моделью дисконтированных дивидендов:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

где:  $P$  – цена финансового актива;  $D_t$  – дивиденд, ожидаемый в период времени  $t$ ;  $r$  – ожидаемая доходность актива.

Предположим, что у группы инвесторов изменилась функция полезности и изменились предпочтения – теперь данные инвесторы предъявляют повышенный спрос на акции фирм, которые являются успешными в достижении ESG-целей. Изменение цены и доходности фирм с высоким ESG-рейтингом представлено на рис. 2.

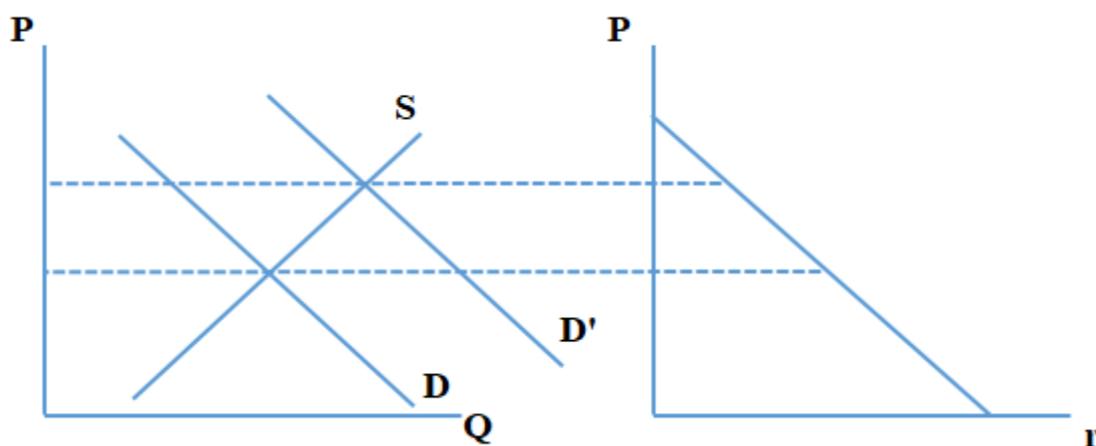


Рис. 2. Изменение предпочтений в пользу фирм с высоким ESG-рейтингом

Как показано на рис. 2, изменение предпочтений в пользу ESG-фирм приводит к повышению спроса на акции таких фирм. В результате, линия спроса приходит в положение  $D'$ , цена растет, а уровень ожидаемой доходности, при неизменных дивидендах, падает. Таким образом, если инвесторы имеют положительные предпочтения относительно ESG-деятельности фирм, то, в таком случае, ответственные инвестиции должны характеризоваться пониженным уровнем доходности относительно инвестиций в ценные бумаги фирм, которые не успешны в реализации ESG-целей или вовсе не стремятся к их достижению. Иными словами, если инвесторы обладают склонностью к инвестициям в фирмы с высоким ESG-рейтингом, то существует отрицательная ESG-премия.

Однако, если инвесторы обладают особыми предпочтениями и осуществляют скрининг фирм по их ESG-рейтингу, то процесс ответственных инвестиций не ограничивается лишь существованием негативной ESG-премии. Как отмечают в некоторых исследованиях, скрининг по ESG-критериям снижает возможности для диверсификации. Акции фирм с плохим ESG-рейтингом просто не будут рассматриваться в качестве потенциальных кандидатов в инвестиционный портфель. Снижая степень диверсификации, инвестор может получить повышенную ожидаемую доходность, источником которой окажется повышенный уровень взятого на себя риска. Таким образом, существование ESG-предпочтений оказывает двойной эффект на ожидаемую доходность: 1) с одной стороны, негативная ESG-премия снижает ожидаемую доходность фирм с высоким ESG-рейтингом; 2) с другой стороны, скрининг по ESG-критерию увеличивает уровень риска, что приведет к росту ожидаемой доходности.

Кроме того, изложенные во втором разделе данной статьи выводы позволяют предположить иной способ интеграции ответственного инвестирования в модели ожидаемой доходности финансовых активов. Как было показано в предыдущем разделе статьи, многие эмпирические исследования декларируют положительную взаимосвязь между достижением ESG-целей и рентабельностью. Начиная с работ [30, 13], прибыльность фирм включается в модели ценообразования активов в качестве фактора ожидаемой доходности, наряду с такими факторами, как: рыночный риск, размер, ценность и склонность к инвестированию. Если позитивные эффекты

достижения ESG-целей (рост уровня репутации и качества корпоративного управления, а также концентрация человеческого капитала, следствием чего является повышение рентабельности) превышают негативные эффекты (дополнительные денежные расходы и, как следствие, снижение уровня рентабельности), то фактор ESG оказывает влияние на ожидаемую доходность опосредованно, через фактор прибыльности. Конечно, негативные эффекты могут превышать позитивные, что, в таком случае, приведет к опосредованному отрицательному влиянию ESG на ожидаемую доходность через фактор прибыльности. Самое главное, что в таком контексте совершение ответственных инвестиций не требует наличия особой функции полезности и склонности инвесторов учитывать иные факторы помимо ожидаемой доходности в процессе принятия инвестиционных решений.

Также следует отметить ряд работ [33; 32; 25; 27, 34; 20; 23], в которых утверждается, что фирмы с высоким уровнем ESG характеризуются меньшим финансовым риском. В данной парадигме наличие связанной с ESG риск-премией обуславливается тем, что фирмы с низким ESG-уровнем характеризуются большими рисками своей деятельности. В качестве наглядного примера можно привести уже упоминавшийся в предыдущей секции статьи скандалы, связанные с корпоративным управлением. Таким образом, существование ESG-премии можно обосновать наличием ESG-риска, который инвесторы пытаются захеджировать, приобретая акции фирм с высоким ESG рейтингом.

В целом, эмпирические исследования действительно подтверждают наличие ESG-премии и влияние ESG-деятельности фирм на доходность размещаемых ими акций [28; 24; 22]. Особенно выделяется работа [22], в которой автор анализирует не отдельные компании, а целые фонды (это сделано для того, чтобы избежать проблему малой диверсификации из-за скрининга компаний), и на их примере показывает существование ESG-фактора, который связан исключительно с ESG-риском.

Интересно рассмотреть исследование [21] автор которого стремится не выделить ESG как отдельный фактор доходности, а стремиться интегрировать ESG-рейтинг фирм в процесс построения уже существующих факторов. Так, например, фактор «моментум» конструируется не просто как разностный портфель фирм с высокой и низкой прошлой доходностью. Автор использует не только информацию о прошлой доходности, но и информацию об ESG-рейтинге фирмы. Иными словами, создается «ESG-моментум» фактор, который учитывает как ESG-рейтинг фирм, так и ее прошлую доходность. Автор сообщает, что такое комбинирование ESG-рейтинга с другими факторами доходности значительно увеличивает коэффициент Шарпа моментум стратегии.

Рис. 3 обобщает приведенные выше рассуждения об ответственных инвестициях и влиянии ESG на ожидаемую доходность.



Рис. 3. Влияние ESG на ожидаемую доходность

ESG-критерии могут влиять на ожидаемую доходность напрямую, как отдельный фактор, либо косвенно, через другие факторы ожидаемой доходности (так, например, ранее в данной статье уже упоминалось о положительной связи между ESG-рейтингом и прибыльностью). Источником такого влияния могут выступать различные характеристики инвесторов, такие как наличие определенных предпочтений относительно влияния деятельности фирмы на окружающую среду, желание получить повышенную доходность или захеджироваться от определенного набора рисков. Направление этого влияния также может быть различным: ожидаемая доходность может повышаться или же снижаться.

**Ответственные инвестиции: российская практика**

Уже сейчас в России действует множество общественных, некоммерческих организаций, экспертных групп и советов, деятельность которых связана с продвижением принципов ответственных инвестиций [1]: Российский союз промышленников и предпринимателей (РСПП); Национальная ассоциация концессионеров и долгосрочных инвесторов в инфраструктуру (НАКДИ); межведомственная рабочая группа при Администрации Президента России по вопросам, связанным с изменением климата и обеспечением устойчивого развития; Рабочая группа по вопросам ответственного финансирования (ESG-finance), в т. ч. зеленого финансирования; Социальная хартия российского бизнеса; Всемирный фонд дикой природы (WWF России); Саморегулируемая организация «Национальная финансовая ассоциация»; Комиссия по экономике изменения климата и устойчивому развитию, сформированная в составе Российского национального комитета международной торговой палаты – Всемирной организации бизнеса (ICC Russia).

Финансовые институты России активно развиваются в области ответственных инвестиций. Московская биржа, практически монополист в сфере организации торгов ценными бумагами российских эмитентов, присоединилась к международной Инициативе устойчивых фондовых бирж (Sustainable Stock Exchanges Initiative, SSE Initiative) [5]. Московская биржа совместно с РСПП составляют и публикуют серию индексов, в которые входят компании, соответствующие высоким ESG критериям и принципам ответственных инвестиций. С апреля 2019г. индексы устойчивого развития МосБиржи – РСПП стали обновляться на ежедневной основе [3]. Индексы МосБиржи – РСПП включают в себя: 1) индекс «Ответственность и открытость»; 2) индекс «Устойчивое развитие». В рамках индекса «Ответственность и открытость» оценивается ситуация по раскрытию информации в ключевых направлениях деятельности, анализируются 70 индикаторов, характеризующих ответственную деловую практику, включая экономические, экологические, социальные показатели деятельности и аспекты корпоративного управления. «Вектор устойчивого развития» -индекс динамики результативности, позволяющий выявлять лидеров среди крупнейших компаний, лучших по открытости и, одновременно, демонстрирующих в целом позитивную динамику продвижения в сторону устойчивости развития.

Данные индексы можно проанализировать по критерию «риск-доходность» и сравнить с бенчмарком, представляющим «классические» инвестиции (без учета ESG-критериев). В качестве такого бенчмарка на российском фондовом рынке удобно использовать индекс МосБиржи. Такое сравнение позволит выделить наличие ESG-премии, а также проанализировать доходность и риск ответственных инвестиций на российском фондовом рынке. Доходность рассчитывалась как среднее геометрическое месячного процентного изменения соответствующего индекса. Уровень риска традиционно рассчитан как выборочное стандартное отклонение. Выбранный для расчетов период: с 01.12.2011 (дата начала расчетов индексов РСПП) по 01.11.2020. Результаты представлены в табл. 2.

Таблица 2

**Сравнительный анализ индексов РСПП и индекса МосБиржи в системе координат «риск-доходность»**

Индекс	РСПП Ответственность и открытость	РСПП Вектор устойчивого развития	Индекс МосБиржи
Доходность	0,78%	0,91%	0,72%
Риск	4,73%	4,77%	4,67%
Коэффициент Шарпа	0,17	0,19	0,15

Анализ индексов РСПП и индекса МосБиржи (табл. 1) позволяет выделить различия в риске и доходности ответственных и классических инвестиций. Классические инвестиции, представленные индексом МосБиржи, проигрывают ответственным инвестициям в доходности, но выигрывают в уровне риска. Большее значение риска инвестиций в индексы РСПП, скорее всего, обусловлено меньшей диверсификацией. Так, по состоянию на 15.11.2020 индекс МосБиржи включает в себя 42 инструмента, в то время как индекс «Ответственность и открытость» насчитывает 24 инструмента, а индекс «Вектор устойчивого развития» - 21 инструмент. Таким образом, индекс «Вектор устойчивого развития», как наименее диверсифицированный, обладает наибольшим уровнем риска.

Тем не менее, на российском фондовом рынке риск ответственных инвестиций окупается, принося инвестором большую доходность. Индекс «Вектор устойчивого развития» обладает наибольшей доходностью

среди представленных в данном исследовании индексов. Кроме того, «Вектор устойчивого развития» обладает наибольшей доходностью в расчете на единицу риска.

Конечно, инвесторы обладают различным риск-профилем. Более склонные к риску инвесторы, конечно, должны обратить внимание на доходность ответственных инвестиций. С точки зрения эффективности наиболее привлекательным для таких инвесторов вариантом является индекс РСПП «Вектор устойчивого развития», так как именно он обладает наивысшим коэффициентом Шарпа (рассчитанным при нулевой безрисковой доходности).

В целом, данный анализ показывает перспективы ответственного инвестирования в России. Как отмечается в работе [4] Россия имеет прекрасные возможности по внедрению практик ответственного инвестирования. Конечно, внедрение принципов ответственного инвестирования в российскую практику осложняется многими отрицательными моментами. В исследовании [4] выделяются следующие основные вызовы:

- низкий уровень заинтересованности и осведомленности инвесторов по ESG вопросам;
- фактическое отсутствие инструментов ответственного инвестирования;
- недостаток необходимой информации по ESG-уровню компаний и их экологическому и социальному воздействию, отвечающей критериям достоверности, сопоставимости, полноты и доступности.

Как отмечается в известном деловом российском издании РБК [6], совершение ответственных инвестиций сопряжено со многими трудностями. Российский фондовый рынок очень сильно сконцентрирован на сырьевых компаниях. Кроме того, издание отмечает низкую заинтересованность в экологических проблемах, характерную для российского бизнеса в целом. Также поднимаются важные вопросы о низкой прозрачности российских компаний и качестве корпоративного управления.

### Заключение

Ответственные инвестиции привлекают внимание как профессиональных управляющих, так и исследователей. Все большее количество денежных средств концентрируется под управлением тех профессиональных участников фондового рынка, которые осуществляют скрининг ценных бумаг на основе ESG-рейтинга их эмитентов. Фирмы руководствуются не только финансовыми целями, но и стремятся к достижению ESG-целей. Данное исследование на основе обзора зарубежных и отечественных исследований выявило и систематизировало мотивы, побуждающие инвесторов и менеджеров фирм принимать во внимание концепцию ответственных инвестиций.

Как отмечается в работе [4], одним из перспективных направлений исследований в области ответственных инвестиций являются вопросы мотивации инвесторов. В данной работе автором рассмотрены мотивы как инвесторов, так и фирм к использованию принципов ответственного инвестирования в своей деятельности. Ответственные инвестиции создают конкретное влияние на прибыльность фирм, а также на риск и доходность на фондовом рынке.

В настоящем исследовании проведен анализ ответственных инвестиций в координатах «риск-доходность» в рамках российского фондового рынка. Полученные результаты могут способствовать внедрению практики ответственного инвестирования в России. Несмотря на многие трудности, концепция ответственных инвестиций получает распространение в российской финансовой жизни благодаря усилиям участников фондового рынка: биржи, Центрального банка, различных рейтинговых и аналитических агентств.

### Литература

1. Бик С., Григорьев Д., Богомолов К., Головкин М., Пономарева Н., Бабенко М., Семенов С., Попов В. Зеленые финансы: повестка дня для России. URL: [https://special.minfin.ru/common/upload/20181102\\_Green\\_finance.pdf](https://special.minfin.ru/common/upload/20181102_Green_finance.pdf)
2. Бик С., Головкин М., Кокищаров А., Фролкина Е. Устойчивое развитие и зеленые инвестиции // Ежемесячный обзор НАКДИ. 2019. № 1. 20 с.
3. Бик С., Головкин М., Кокищаров А., Фролкина Е. Устойчивое развитие и зеленые инвестиции // Ежемесячный обзор НАКДИ. 2019. №3. 22 с.
4. Львова Н.А. Ответственные инвестиции: теория, практика, перспективы для Российской Федерации // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент». 2019. №3. С. 56-67
5. Московская биржа // Инициатива устойчивых фондовых бирж. URL: <https://sseinitiative.org/stock-exchange/moex/>
6. Петухова Л. Биржа благородства: кому и зачем нужны высокоморальные инвестиции // РБК Деньги. 2017. URL: <https://www.rbc.ru/money/17/08/2017/59955a8a9a7947351a81d4c4>
7. Фондовые индексы устойчивого развития // Российский союз промышленников и предпринимателей. URL: <http://рспп.рф/activity/social/>
8. Bhagat S., Bolton B. Corporate governance and firm performance: The sequel. Journal of Corporate Finance. 2019. Vol. 58. Pp.142-168.

9. *Brogi M., Lagasio V.* Environmental, social, and governance and company profitability: Are financial intermediaries different. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 2018. Vol. 26. No 3. Pp. 576-587.
10. *Carrol A.B.* A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*. 1979. Vol. 4. No 4. Pp. 497-505.
11. *Colle S., York J.G.* Why Wine is not Glue? The Unresolved Problem of Negative Screening in Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics*. 2009. Vol. 85. No 1. Pp. 83-95.
12. *Dellaportas S., Langton J., West B.* Governance and account-ability in Australian charitable organisations: Perceptions from CFOs. *International Journal of Accounting and Information Management*. 2012. Vol. 20. No 3. Pp.238–254.
13. *Fama E.F., French K.R.* A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*. 2015. Vol. 116. No 1. Pp. 1–22.
14. *Fama E. F., French K.R.* Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics*. 2007. Vol. 83. No 3. Pp. 667–689.
15. *Forcadell F.J., Aracil E.* European Banks' reputation for corporate social responsibility. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 2017. Vol. 24. No 1. Pp. 1–14.
16. *Friede G., Busch T., Bassen A.* ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2015. Vol. 5. No 4. Pp. 210–233.
17. *Friedman M.* The social responsibility of business is to increase its profits. *The NewYork Times Magazine*. 1970. URL: <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>.
18. *Garcia A.S., Mendes-Da-Silva W., Orsato R.J.* Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*. 2017. No. 150. Pp. 135–147.
19. *Halbritter G., Dorfleitner G.* The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing. *Review of Financial Economics*. 2015. Vol. 26. No 1. Pp. 25–35.
20. *Hu V., Scholtens B.* Corporate Social Responsibility Policies of Commercial Banks in Developing Countries. *Sustainable Development*. 2014. Vol. 22. No 4. Pp. 276–288.
21. *Hua Fan J., Michalski L.* Sustainable factor investing: Where doing well meets doing good. *International Review of Economics & Finance*. 2020. No 70. Pp. 230-256.
22. *Jin I.* Is ESG a Systematic Risk Factor for US Equity Mutual Funds? *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2018. Vol. 8. No 1. Pp. 72–93.
23. *Jo H., Na H.* Does CSR Reduce Firm Risk? Evidence From Controversial Industry Sectors. *Journal of Business Ethics*. 2012. Vol. 110. No 4. Pp. 441–456.
24. *Kaiser L.* ESG integration: value, growth and momentum. *Journal of Asset Management*. 2020. Vol.21. No 1. Pp.32–51.
25. *Lee D.D., Faff R.W.* Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: A Global Perspective. *Financial Review*. 2009. Vol. 44. No 2. Pp. 213–237.
26. *Lorena A.* The relation between corporate social responsibility and bank reputation: A review and roadmap. *European Journal of Economics and Business Studies*. 2018. Vol. 4. No 2. Pp. 7–21.
27. *Luo X., Bhattacharya C.* The Debate over Doing Good: Corporate Social Performance, Strategic Marketing Levers, and Firm-idiosyncratic Risk. *Journal of Marketing*. 2009. Vol. 73. No 6. Pp. 198–213.
28. *Maiti M.* Is ESG the succeeding risk factor? *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2020. Pp. 1–15.
29. *McWilliams A., Siegel D.S., Wright P.M.* Corporate Social Responsibility: Strategic Implications. *Journal of Management Studies*. 2006. Vol. 43. No 1. Pp. 1-18.
30. *Novy-Marx R.* The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics*. 2013. Vol. 108. No 1. Pp. 1-28.
31. *Renneboog L., Ter Horst J.* Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behaviour. *Journal of Banking & Finance*. 2008. Vol. 32. No 9. Pp. 1723–1742.
32. *Salama A., Anderson K., Toms J.S.* “Does Community and Environmental Responsibility Affect Firm Risk: Evidence From UK Panel Data 1994–2006. *Business Ethics: A European Review*. 2011. Vol. 20. No 2. Pp. 192–204.
33. *Sassen R., Hinze A., Hardek I.* Impact of ESG Factors on Firm Risk in Europe. *Journal of Business Economics*. 2016. Vol. 86. No 8. Pp. 867–904.
34. *Scholtens B., Kang F.* Corporate Social Responsibility and Earnings Management: Evidence from Asian Economies. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*. 2013. Vol. 20. No 2. Pp. 95–112.

## References

1. Bik S., Grigor'yev D., Bogomolov K., Golovko M., Ponomareva N., Babenko M., Sementsov S., Popov V. Zelenyye finansy: povestka dnya dlya Rossii. URL: [https://special.minfin.ru/common/upload/20181102\\_Green\\_finance.pdf](https://special.minfin.ru/common/upload/20181102_Green_finance.pdf)

2. Bik S., Golovko M., Koksharov A., Frolkina Ye. Ustoychivoye razvitiye i zelenyye investitsii // *Yezhemesyachnyy obzor NAKDI*. 2019. №1. 20 s.
3. Bik S., Golovko M., Koksharov A., Frolkina Ye. Ustoychivoye razvitiye i zelenyye investitsii // *Yezhemesyachnyy obzor NAKDI*. 2019. №3. 22 s
4. L'vova N.A. Otvetstvennyye investitsii: teoriya, praktika, perspektivy dlya Rossiyskoy Federatsii // *Nauchnyy zhurnal NIU ITMO. Seriya «Ekonomika i ekologicheskiy menedzhment»*. 2019. №3. S. 56-67
5. Moscow Exchange // *Sustainable Stock Exchanges Initiative*. URL: <https://sseinitiative.org/stock-exchange/moex/>
6. Petukhova L. Birzha blagorodstva: komu i zachem nuzhny vysokomoral'nyye investitsii // RBK Den'gi. 2017. URL: <https://www.rbc.ru/money/17/08/2017/59955a8a9a7947351a81d4c4>
7. Fondovyye indeksy ustoychivogo razvitiya // *Rossiyskiy soyuz promyshlennikov i predprinimateley*. URL: <http://pcnn.pf/activity/social/>
8. Bhagat S., Bolton B. Corporate governance and firm performance: The sequel. *Journal of Corporate Finance*. 2019. Vol. 58. Pp.142-168.
9. Brogi M., Lagasio V. Environmental, social, and governance and company profitability: Are financial intermediaries different. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 2018. Vol. 26. No 3. Pp. 576-587.
10. Carrol A. B. A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*. 1979. Vol. 4. No 4. Pp. 497-505.
11. de Colle S., York J.G. Why Wine is not Glue? The Unresolved Problem of Negative Screening in Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics*. 2009. Vol. 85. No 1. Pp. 83-95.
12. Dellaportas S., Langton J., West B. Governance and account-ability in Australian charitable organisations: Perceptions from CFOs. *International Journal of Accounting and Information Management*. 2012. Vol. 20. No 3. Pp.238–254.
13. Fama E. F., French K.R.A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*. 2015. Vol. 116. No 1. Pp. 1–22.
14. Fama E. F., French K.R. Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics*. 2007. Vol. 83. No 3. Pp. 667–689.
15. Forcadell F. J., Aracil E. European Banks' reputation for corporate social responsibility. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 2017. Vol. 24. No 1. Pp. 1–14.
16. Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2015. Vol. 5. No 4. Pp. 210–233.
17. Friedman M. The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*. 1970. URL: <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>.
18. Garcia A. S., Mendes-Da-Silva W., Orsato R.J. Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*. 2017. No. 150. Pp. 135–147.
19. Halbritter G., Dorfleitner G. The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing. *Review of Financial Economics*. 2015. Vol. 26. No 1. Pp. 25–35.
20. Hu V., Scholtens B. Corporate Social Responsibility Policies of Commercial Banks in Developing Countries. *Sustainable Development*. 2014. Vol. 22. No 4. Pp. 276–288.
21. Hua Fan J., Michalski L. Sustainable factor investing: Where doing well meets doing good. *International Review of Economics & Finance*. 2020. No 70. Pp. 230-256.
22. Jin I. Is ESG a Systematic Risk Factor for US Equity Mutual Funds? *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2018. Vol. 8. No 1. Pp. 72–93.
23. Jo H., Na H. Does CSR Reduce Firm Risk? Evidence From Controversial Industry Sectors. *Journal of Business Ethics*. 2012. Vol. 110. No 4. Pp. 441–456.
24. Kaiser L. ESG integration: value, growth and momentum. *Journal of Asset Management*. 2020. Vol.21. No 1. Pp.32–51.
25. Lee D. D., Faff R.W. Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: A Global Perspective. *Financial Review*. 2009. Vol. 44. No 2. Pp. 213–237.
26. Lorena A. The relation between corporate social responsibility and bank reputation: A review and roadmap. *European Journal of Economics and Business Studies*. 2018. Vol. 4. No 2. Pp. 7–21.
27. Luo X., Bhattacharya C. The Debate over Doing Good: Corporate Social Performance, Strategic Marketing Levers, and Firm-idiosyncratic Risk. *Journal of Marketing*. 2009. Vol. 73. No 6. Pp. 198–213.
28. Maiti M. Is ESG the succeeding risk factor? *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2020. Pp. 1–15.
29. McWilliams A., Siegel D.S., Wright P.M. Corporate Social Responsibility: Strategic Implications. *Journal of Management Studies*. 2006. Vol. 43. No 1. Pp. 1-18.
30. Novy-Marx R. The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics*. 2013. Vol. 108. No 1. Pp. 1-28.
31. Renneboog L., Ter Horst J. Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behaviour. *Journal of Banking & Finance*. 2008. Vol. 32. No 9. Pp. 1723–1742.

32. Salama A., Anderson K., Toms J.S. “Does Community and Environmental Responsibility Affect Firm Risk: Evidence From UK Panel Data 1994–2006. *Business Ethics: A European Review*. 2011. Vol. 20. No 2. Pp. 192–204.
33. Sassen R., Hinze A., Hardek I. Impact of ESG Factors on Firm Risk in Europe. *Journal of Business Economics*. 2016. Vol. 86. No 8. Pp. 867–904.
34. Scholtens B., Kang F. Corporate Social Responsibility and Earnings Management: Evidence from Asian Economies. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*. 2013. Vol. 20. No 2. Pp. 95–112.

Статья поступила в редакцию 04.02.2021 г