

ISSN 2709-2496

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОЗРЕНИЕ

Национального Банка Республики Казахстан

№ 3, 2024



НАЦИОНАЛЬНЫЙ БАНК КАЗАХСТАНА

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОЗРЕНИЕ

Национального Банка Республики Казахстан

Издатель: Национальный Банк Республики Казахстан

Редакционная коллегия издания

Главный редактор:

Тутушкин В. А., Заместитель Председателя НБРК

Заместитель главного редактора:

Баймагамбетов А. М., Заместитель Председателя НБРК

Агамбаева С. Б.

Департамент – Центр исследований и аналитики НБРК

Джусангалиева К. Е.

Департамент – Центр исследований и аналитики НБРК

Ответственный за выпуск: Есафьева А. В.

Департамент – Центр исследований и аналитики НБРК

Редакционный совет издания

Аханов С. А.

д.э.н., профессор, Университет Туран,

Советник Председателя Совета Ассоциации финансистов Казахстана

Нүрсейіт Н. А.

д.э.н., Казахстанско-Немецкий университет

Дамитов К. К.

к.э.н., Советник Президента Алматы Менеджмент Университет

Попов С. В.

PhD in Economics, Кардиффский Университет, Великобритания

Шукаев М.

PhD in Economics, Университет Альберты, Канада

Ыбраев Ж. Ж.

PhD in Economics, Департамент финансовой стабильности и исследований НБРК

Сырлыбаева Б. Р.

к.э.н., Казахстанско-Британский технический университет

Алдашев А.

PhD in Economics, профессор, Казахстанско-Британский технический университет

При рецензировании статей выпуска получены экспертные заключения Шалабаевой А. С. (Агентство РК по регулированию и развитию финансового рынка), Ойшыновой Г. А. (НБРК), Рысбаевой А. Б. (НБРК)

Точка зрения и мнения авторов статей не являются официальной позицией Национального Банка Республики Казахстан и могут не совпадать с ней.

ISSN 2709-2496

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОЗРЕНИЕ
Национального Банка Республики Казахстан

№ 3, 2024

СОДЕРЖАНИЕ

Оценка достаточности капитала банковского сектора Казахстана с помощью Гауссовой модели кредитного риска <i>Жаркынбай Т. Ж., Байзаков А. Т.</i>	4
Корпоративные характеристики и финансовая устойчивость компаний: Эмпирические результаты по Казахстану <i>Ыбраев Ж. Ж., Рустанов С. К., Багланова А. М.</i>	14
Сравнительный анализ инвестиционной активности в Казахстане и соседних странах: тенденции, проблемы, перспективы <i>Жакупова М. М.</i>	31
Ключевой тренд развития мировой экономики: стимулирование устойчивого развития (ESG) <i>Закарина Д. К., Чайковский Р. Р.</i>	55
Зеленые кредиты. Перспективы применения в Казахстане и в мире <i>Ойшынова Г. А.</i>	88

Оценка достаточности капитала банковского сектора Казахстана с помощью Гауссовой модели кредитного риска

Жаркынбай Т. Ж. – главный специалист-аналитик управления комплексной оценки рисков финансовых организаций Департамента финансовой стабильности и исследований Национального Банка Республики Казахстан

Байзаков А. Т. – ведущий специалист-аналитик управления комплексной оценки рисков финансовых организаций Департамента финансовой стабильности и исследований Национального Банка Республики Казахстан

В данной работе была продемонстрирована методология измерения кредитного риска ссудного портфеля банковской системы с учетом эффектов диверсификации. Данная методология представляет собой аналитический подход, основанный на симуляциях методом Монте-Карло, что позволяет оценить достаточность капитала банковской системы и отдельных банков для покрытия кредитного риска. Корреляции дефолтов между отдельными субпортфелями были смоделированы с помощью метода Гауссовой копулы, для оценки кредитного риска были рассчитаны традиционные меры риска, как стоимость под риском (Value at Risk, VaR) и непредвиденные потери (Unexpected Loss, UL). Для этого были использованы данные кредитного регистра в период с 2014 по 2023 год. Ссудный портфель банков был разделен на 6 субпортфелей, по 3 субпортфеля для розничных и корпоративных кредитов. Результаты анализа показали, что казахстанский банковский сектор имеет достаточный буфер капитала для абсорбирования непредвиденных кредитных потерь.

Ключевые слова: кредитный риск, кредитный анализ, вероятность дефолта, кредитный регистр.

JEL-классификация: G21, G32, G38.

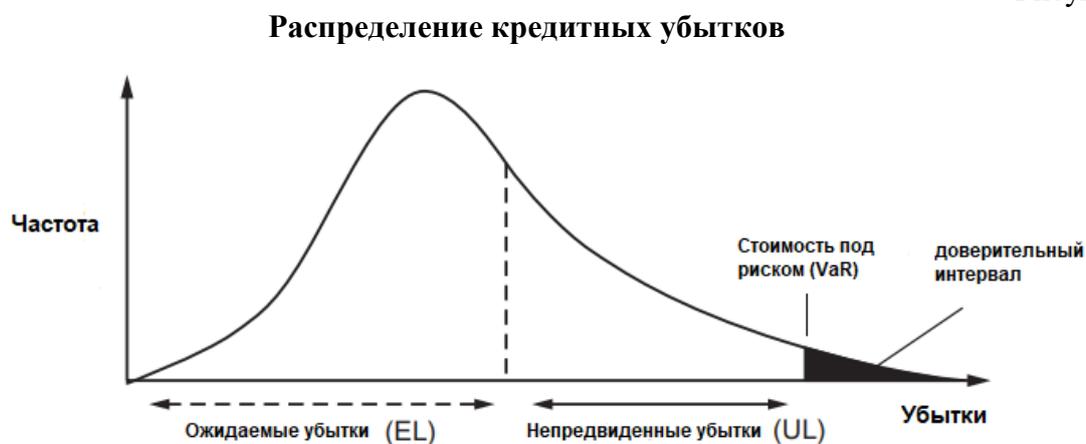
1. Введение

Под кредитным риском подразумевается неисполнение контрагентом или должником своих обязательств. Для банка выдача займа связана с ожиданием получения дохода, тогда кредитным риском для банка принято считать отклонение реального исхода от ожидаемого. Риск-менеджмент подразумевает оценку возможного объема убытков при неисполнении контрагентами своих обязательств (Bellini, 2016). Для этого необходимо рассчитать распределение убытков для кредитного портфеля, при этом основной целью являются расчеты неблагоприятных отклонений от ожидаемого результата. На рисунке 1 проиллюстрирован пример распределения убытков банка.

По оси X – величина потерь в случае дефолта заемщиков, по оси Y – частота возможных потерь. Каждой величине потерь соответствует определенная частота их реализации. Средний ожидаемый убыток, обозначаемый как EL (Expected Loss), является основным исходным значением для определения цены кредитного риска, т.к. ожидаемые убытки закладываются в цену финансовых инструментов в качестве риск-премии. Стоимость под риском (Value at Risk, VaR) является мерой хвоста распределения и рассчитывается как величина убытка на выбранном доверительном интервале, данный показатель используется для оценки экстремальных и наихудших убытков для банка (Bolder, 2018). Например, при доверительном интервале в 99% убытки банка превысят VaR только в 1% случаев. Разница между VaR и EL называется непредвиденными убытками (Unexpected Loss, UL), или экономическим капиталом. Идея заключается в том, что банку необходимо выделить определенные резервы для абсорбирования непредвиденных убытков в неблагоприятных ситуациях. В связи с тем, что данные резервы не могут быть использованы для выдачи других займов и получения прибыли, расчет экономического

капитала имеет большое значение для формирования бизнес стратегии банка. Финансовые регуляторы со своей стороны также заинтересованы в том, чтобы банковские институты имели достаточный буфер капитала для покрытия внешних шоков.

Рисунок 1



Источник: Bellini (2016).

Распределение кредитных убытков рассчитывается с помощью симуляций Монте-Карло как произведение индикатора дефолта $I_{D,i}$, задолженности под риском EAD_i и доли невозврата в случае дефолта LGD_i для всех займов i и симуляций g (Bellini, 2016):

$$LOSS_g = \sum_{i=1}^n I_{D,i} * EAD_i * LGD_i$$

Индикатор дефолта, в свою очередь, является биномиальной переменной, принимающей значение 1 в случае дефолта заемщика, и значение 0 в обратном случае.

Структура данной статьи построена следующим образом. В разделе 2 обзревается релевантная для темы литература. В разделе 3 была описана методология модели кредитного риска. В разделе 4 описаны используемые для исследования данные, а также кратко представлены дополнительные показатели кредитного регистра, которые можно использовать для оценки динамики состояния каждого займа. В 5-м разделе были представлены результаты проведенного упражнения и оценка достаточности капитала банковской системы, а в 6-м разделе подводятся итоги.

2. Обзор литературы

В мировой практике широко применяются структурные модели кредитных рисков, при которых вероятность дефолта компании рассчитывается на основе стоимости ее активов и пассивов. Основная идея заключается в том, что компания признается дефолтной, если совокупная стоимость ее активов меньше долга компании. Одной из первых моделей такого типа является модель Мертона (Merton, 1974), которая предполагает, что цена активов компании следует геометрическому броуновскому движению, а дефолт наступает, когда стоимость активов компании падает ниже определенного порога. Ключевым уравнением модели Мертона является вероятность дефолта (PD), которую можно выразить как функцию стоимости активов компании, объема долга компании, волатильности ставки вознаграждения и других параметров.

В последующие годы было предложено множество модификаций и усовершенствований работы Мертона. Vasicek (1991, 2002) в своих работах, используя в качестве основы модель кредитного риска Мертона, показал, что распределение агрегированных потерь крупного кредитного портфеля с большим количеством заемщиков и однородными займами может быть описано обратной функцией распределения Гаусса. Удобство модели Васичека заключается в том, что она позволяет рассчитать распределение

кредитных потерь в закрытой аналитической форме без использования симуляций и получить быстрые результаты. Данный подход также часто называют моделью асимптотического фактора риска (asymptotic risk factor, ASRF). Gordy (2002) в своей работе продемонстрировал, что для модели ASRF необходимы два важных допущения: количество заемщиков в портфеле должно быть очень большим и должен использоваться только один систематический фактор риска. В результате данных допущений предполагается инвариантность ссудного портфеля в отношении его структуры. Другими словами, это означает, что риск портфеля зависит только от характеристик отдельных займов и не зависит от совокупного портфеля банка.

Допущения об инвариантности ссудного портфеля используется Базельским комитетом по банковскому надзору (БКБН) в рекомендациях по расчету требований к капиталу по методу внутренних рейтингов (Internal Ratings Based approach, IRB) (BIS, 2006). В основе модели ASRF предлагаемой БКБН также лежит обратная функция распределения Гаусса, но игнорируются идиосинкразические факторы. Следовательно, модель IRB лучше подходит для банков с диверсифицированными портфелями. Разумовский и Помазанов (2010) в своей работе отмечают, что использование модели IRB может привести к заниженной оценке требований к капиталу при высокой концентрации крупных кредитов в ссудном портфеле. С другой стороны, спецификация IRB является удобным инструментом для регуляторов и стимулирует банки на сближение к общим подходам и стандартам.

Одним из ключевых ограничений модели ASRF является ее неспособность адекватно учитывать рост дефолтов и изменение корреляций в стрессовых условиях (Meissner, 2019). В периоды экономических кризисов или системных шоков корреляции между заемщиками обычно возрастают, так как многие заемщики сталкиваются с ухудшением макроэкономических условий одновременно. Модель ASRF основана на допущении о стабильной корреляции и не может отражать этих изменений, что может привести к занижению оценок риска в стрессовых условиях. В стрессовых условиях поведение заемщиков обычно меняется, что приводит к непропорциональному росту уровней дефолтов для определенных секторов экономики, который ASRF не может адекватно смоделировать. В целом данные модели допускают наличие ненаблюдаемого фактора систематического риска, следующего нормальному распределению, который при этом не является реальной макроэкономической переменной. Следовательно, допущение о том, что данный фактор следует нормальному распределению не имеет под собой эмпирического обоснования. Во-вторых, зависимость от расчета квантилей для оценки стоимости под риском кредитного портфеля затрудняет проверку точности моделей (Разумовский, 2010).

3. Гауссова модель кредитного риска

3.1. Спецификация модели. Основной идеей данной модели является наличие некоторой ненаблюдаемой переменной определяющей платежеспособность по кредиту i , например, данная переменная может отражать доходы компании или физического лица. Обозначим данную переменную как y_i : y_i = Платежеспособность по кредиту i .

Платежеспособность заемщика зависит от систематических и идиосинкразических факторов (Bolder, 2018):

$$y_i = \alpha_i * G + \beta_i * \varepsilon_i,$$

где G – это глобальная макроэкономическая переменная оказывающая влияние на платежеспособность всех заемщиков, а ε_i – это индивидуальный идиосинкразический фактор. Таким образом, α и β являются коэффициентами, определяющими воздействие систематических и идиосинкразических факторов на возможный дефолт должника. Предполагается, что G и ε_i следуют стандартному нормальному распределению (Bolder, 2018):

$$G, \varepsilon_i \sim N(0,1),$$

тогда математическое ожидание y_i будет равно нулю, а дисперсия y_i будет равна:

$$\sigma_{y_i}^2 = \alpha_i^2 + \beta_i^2;$$

для упрощения дальнейших вычислений допускается, что y_i также следует стандартному нормальному распределению, тогда следует:

$$\alpha_i^2 + \beta_i^2 = 1 \text{ и } \beta_i = \sqrt{1 - \alpha_i^2};$$

пусть $\alpha_i^2 = \rho_i$, тогда переменная платежеспособности может быть переписана следующим образом:

$$y_i = \sqrt{\rho_i}G + \sqrt{1 - \rho_i}\varepsilon_i, \text{ для } i \in [1, \dots, N],$$

тогда корреляция и ковариация между переменными платежеспособности i и j равна:

$$\text{cov}(y_i, y_j) = E(y_i * y_j) = \sqrt{\rho_i \rho_j}.$$

Изменения в глобальной переменной G имеют различный эффект на все займы в ссудном портфеле, корреляция между переменными платежеспособности по каждому займу также уникальна для каждого займа. Распределение вектора переменных платежеспособности принимает следующий вид:

$$\begin{bmatrix} y_i \\ y_j \\ \dots \\ y_N \end{bmatrix} \sim \left(0, \begin{bmatrix} 1 & \sqrt{\rho_i \rho_j} & \dots & \sqrt{\rho_i \rho_N} \\ \sqrt{\rho_j \rho_i} & 1 & \dots & \sqrt{\rho_j \rho_N} \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ \sqrt{\rho_N \rho_i} & \sqrt{\rho_N \rho_j} & \dots & 1 \end{bmatrix} \right).$$

Предполагается, что заемщик перейдет в состояние дефолта, если переменная y_i , определяющая его платежеспособность, достигнет или упадет ниже определенного уровня K_i (Bolder, 2018):

$$I_{D,i} = \begin{cases} 1, & \text{если } y_i \leq K_i \\ 0, & \text{в противном случае} \end{cases}$$

тогда вероятность дефолта PD_i рассчитывается как математическое ожидание индикатора дефолта $I_{D,i}$:

$$PD_i = E(I_{D,i}) = P(y_i \leq K_i) = F(K_i),$$

где F – функция распределения для стандартного нормального распределения. Следовательно, порог дефолта K_i является функцией вероятности дефолта:

$$K_i = F^{-1}(PD_i),$$

где F^{-1} – обратная функция стандартного нормального распределения, таким образом займы с высокой вероятностью дефолта заемщика будут иметь более низкий порог для перехода в состояние неплатежеспособности.

Следовательно, негативные реализации глобальной переменной G будут оказывать негативное влияние на платежеспособность по кредитам, тем самым повышая вероятность дефолта заемщиков:

$$\begin{aligned} PD_i|G &= P(y_i \leq F^{-1}(PD_i)|G) = P(\sqrt{\rho_i}G + \sqrt{1 - \rho_i}\varepsilon_i \leq F^{-1}(PD_i)|G) \\ &= F\left(\frac{F^{-1}(PD_i) - \sqrt{\rho_i}G}{\sqrt{1 - \rho_i}}\right). \end{aligned}$$

Наличие корреляции между переменными платежеспособности подразумевает наличие корреляции между переменными дефолта. Корреляция переменных индикатора дефолта по кредитам i и j равна:

$$\rho(I_{D,i}, I_{D,j}) = \frac{\text{cov}(I_{D,i}, I_{D,j})}{\sqrt{\sigma_{I_{D,i}}^2} \sqrt{\sigma_{I_{D,j}}^2}} = \frac{P(D_i \cap D_j) - PD_i PD_j}{\sqrt{PD_i PD_j (1 - PD_i)(1 - PD_j)}},$$

где $P(D_i \cap D_j)$ – вероятность совместного дефолта по займу i и займу j . Возвращаясь к определению индикатора дефолта, рассмотрим вероятность совместного дефолта, которая может быть представлена следующим образом (Bolder, 2018):

$$P(D_i \cap D_j) = P(y_i \leq F^{-1}(PD_i), y_j \leq F^{-1}(PD_j)) = F(F^{-1}(PD_i), F^{-1}(PD_j); \sqrt{\rho_i \rho_j}).$$

Выражение $F(F^{-1}(PD_i), F^{-1}(PD_j); \sqrt{\rho_i \rho_j})$ является двумерной функцией распределения вероятностей, эквивалентной определению Гауссовой копулы (Meissner, 2019) (краткое описание определения Гауссовой копулы представлено в приложении 1). В случае

определения вероятности совместного дефолта по всем займам в ссудном портфеле, используется многомерное нормальное распределение с заданной матрицей корреляций (Ω) между переменными платежеспособности:

$$P(y_i \leq F^{-1}(PD_i), \dots, y_N \leq F^{-1}(PD_N)) = F(F^{-1}(PD_i), \dots, F^{-1}(PD_N); \Omega), \text{ для } i \in [1, \dots, N].$$

Учитывая большое количество займов в ссудном портфеле, данная спецификация требует оценку корреляционной матрицы размером $N * N$, что представляет неудобство с точки зрения технических требований. Наиболее простым и грубым решением является фиксирование единого коэффициента корреляции, тогда переменная G будет иметь одинаковый эффект ($\sqrt{\rho}$) на все займы в ссудном портфеле. Более экономически обоснованным решением является организация займов в подгруппы по внешним признакам как, например, регион или сектор экономики и последующее использование разных коэффициентов корреляций ρ для каждой из подгрупп (Di Clemente, 2020). В таком случае допускается, что все займы, относящиеся к определенной подгруппе, будут иметь идентичные идиосинкразические шоки и чувствительность к глобальной переменной G .

3.2. Оптимизация коэффициента корреляции с помощью метода максимального правдоподобия. Для определения коэффициента корреляции для каждой из подгрупп использовался метод максимального правдоподобия, описанный Bolder (2018). Возвращаясь к определению переменной индикатора дефолта, можно отметить, что дефолт является биномиальной переменной, при этом зависящей от реализации глобальной переменной G .

$$I_{D,i} = \begin{cases} 1, & \text{если } y_i \leq K_i \\ 0, & \text{в противном случае} \end{cases} = \begin{cases} 1, & \text{если } \sqrt{\rho_i}G + \sqrt{1 - \rho_i}\varepsilon_i \leq K_i \\ 0, & \text{в противном случае} \end{cases}.$$

Тогда можно предположить, что вероятность дефолта по k займам из общего числа N займов в субпортфеле i на начало периода t следует биномиальному закону распределения при условии G и имеет следующую функцию вероятности:

$$f_t(N_{i,t}, k_{i,t}, \rho_i | G) = \binom{N_{i,t}}{k_{i,t}} (PD_{i,t} | G)^{k_{i,t}} (1 - PD_{i,t} | G)^{N_{i,t} - k_{i,t}},$$

где условная вероятность дефолта в момент времени t зависит от безусловной вероятности дефолта или вероятностью дефолта \overline{PD}_i по циклу (Through the cycle, TTC) и переменной G :

$$PD_{i,t} | G = F\left(\frac{F^{-1}(\overline{PD}_i) - \sqrt{\rho_i}G}{\sqrt{1 - \rho_i}}\right).$$

Вероятность дефолта по циклу была рассчитана как средний годовой уровень дефолтов в соответствующем субпортфеле за наблюдаемый период:

$$\overline{PD}_i = \frac{\sum_{t=1}^n DR_{i,t}}{n}.$$

Учитывая, что вероятности дефолтов в каждом из субпортфелей зависят от G , но условно независимы друг от друга, общая функция вероятности для всех портфелей $i \in [1, \dots, I]$ будет равна произведению всех функций вероятности:

$$f_t(N_{i,t}, k_{i,t}, \rho | G) = \prod_{i=1}^I \binom{N_{i,t}}{k_{i,t}} (PD_{i,t} | G)^{k_{i,t}} (1 - PD_{i,t} | G)^{N_{i,t} - k_{i,t}}.$$

Согласно Закону полного ожидания, математическое ожидание функции вероятности дефолтов можно получить, проинтегрировав функцию вероятности дефолтов по G (Bolder, 2018):

$$E(f_t(N_{i,t}, k_{i,t}; \rho | G)) = \int_{-\infty}^{+\infty} \prod_{i=1}^I \binom{N_{i,t}}{k_{i,t}} (PD_{i,t} | G)^{k_{i,t}} (1 - PD_{i,t} | G)^{N_{i,t} - k_{i,t}} f(G)_G dG,$$

где f_G – это плотность вероятности для стандартного нормального распределения, а $-\infty$ и $+\infty$ являются границами для значений стандартного нормального распределения.

Допуская, что что ежегодные наблюдения дефолтов являются независимыми, функция вероятностей за период $t \in [1, \dots, T]$ будет являться произведением функций вероятностей за все периоды, что эквивалентно сумме логарифмов данных функций:

$$f_{t, \dots, T}(N_{i,t}, k_{i,t}; \rho) = \prod_{t=1}^T \int_{-\infty}^{+\infty} \prod_{i=1}^I \binom{N_{i,t}}{k_{i,t}} (PD_{i,t} | G)^{k_{i,t}} (1 - PD_{i,t} | G)^{N_{i,t} - k_{i,t}} f(G)_G dG = \\ \sum_{t=1}^T \ln \left(\int_{-\infty}^{+\infty} \prod_{i=1}^I \binom{N_{i,t}}{k_{i,t}} (PD_{i,t} | G)^{k_{i,t}} (1 - PD_{i,t} | G)^{N_{i,t} - k_{i,t}} f(G)_G dG \right).$$

Если мы интерпретируем это выражение не как функцию от наблюдений $N_{i,t}$ и $k_{i,t}$ с фиксированным вектором корреляций ρ , а как функцию от ρ с фиксированными наблюдениями $N_{i,t}$ и $k_{i,t}$, мы получим следующую функцию правдоподобия:

$$L(\rho|N_{i,t}, k_{i,t}) = \sum_{t=1}^T \ln \left(\int_{-\infty}^{+\infty} \prod_{i=1}^I \binom{N_{i,t}}{k_{i,t}} (PD_{i,t}|G)^{k_{i,t}} (1 - PD_{i,t}|G)^{N_{i,t}-k_{i,t}} f(G)_G dG \right).$$

Максимизировав данную функцию для всех субпортфелей i , мы получим оптимальные значения корреляций, что позволит определить матрицу корреляций для переменных u и получить распределение кредитных потерь путем симуляций. В связи с тем, что в каждом из субпортфелей может находиться большое количество займов, расчет факториалов для $\binom{N_{i,t}}{k_{i,t}}$ становится проблематичным с технической стороны. Для решения данной проблемы использовалась методика бутстрэппинга:

- 1) для каждого из субпортфелей проводилась случайная выборка из 100 займов ($N_{i,t}=100$),
- 2) из 100 выбранных кредитов считалось количество кредитов, перешедших в состояние дефолта ($k_{i,t}$) по итогам года,
- 3) для максимизации функции L подбирались оптимальные значения ρ_i ,
- 4) данная процедура повторялась 200 раз,
- 5) были рассчитаны средние значения оптимальных ρ_i .

4. Используемые данные и определение дефолта

Для оценки показателей ссудного портфеля банков использовались данные кредитного регистра. В корпоративном ссудном портфеле, используя БИН компании и статистический бизнес-регистр Бюро национальной статистики, кредиты были сгруппированы в 3 отдельные группы в зависимости от величины штата сотрудников: 1) кредиты крупного бизнеса; 2) кредиты среднего бизнеса; 3) кредиты малого бизнеса. В розничном ссудном портфеле, используя цели кредитования, займы были сгруппированы в 3 отдельные группы: 1) потребительские кредиты; 2) ипотечно-жилищные кредиты; 3) автокредиты.

Учитывая потенциальные проблемы использования NPL90+, для расчета среднего значения уровня дефолта в данной работе использовалась методика оценки каждого займа (loan level data), разработанная в Национальном Банке Казахстана (Конурбаева и др., 2021). Согласно ей по каждому займу оценивается изменение остатка основного долга и погашения вознаграждения (краткое описание методики представлено в приложении 1) и определяются дополнительные категории займов, по которым отсутствует погашение основного долга, на этом основании займы относятся к сомнительным займам 1 и 2 категории¹, а также объединены вместе с NPL90+ в одну группу проблемных займов². В целях повышения консервативности условие дефолта было дополнено наличием просрочки более 60 дней:

$$D_{i,t} = \begin{cases} 1, & \text{если займ является проблемным ИЛИ если есть просрочка} > 60 \text{ дней} \\ 0, & \text{в противном случае} \end{cases}$$

Период расчета уровня дефолта составил 10 лет, с августа 2014 года по август 2023 года.

Дата начала анализа распределения кредитных потерь – август 2023 года. Из общего ссудного портфеля банков были исключены займы, относящиеся к стадии 3 по МСФО, и займы NPL90+. Горизонт оценки потерь составил 1 год. Для вероятностей дефолта PD использовались значения, рассчитанные банками в кредитном регистре. В связи с тем, что

¹ Сомнительные займы 1 категории включают в себя займы с последовательным не снижением основного долга в течение 3 месяцев для займов физических лиц и 6 месяцев займов для юридических лиц и отсутствие погашения начисленного вознаграждения, а также последовательное не снижение основного долга в течение 12 месяцев при погашении вознаграждения.

² Проблемные займы – займы с просроченной задолженностью свыше 90 дней по оценке банка плюс сомнительные займы 1 и 2 категории по методике.

для займов стадии 2 вероятность дефолта рассчитывается на весь период займа (для займов стадии 1 вероятность дефолта определяется на 1 год), вероятности дефолта были пересчитаны в годовом эквиваленте по следующей формуле:

$$PD_{annualized} = 1 - \sqrt[TTM]{(1 - PD_{lifetime})},$$

где TTM – это время, оставшееся до погашения займа в годовом выражении. Задолженность под риском EAD определялась как сумма основного долга и начисленного вознаграждения для каждого кредита, для LGD также использовались данные кредитного регистра. Количество займов в портфеле составило 28,5 млн, общий объем составил 24,5 трлн тенге (таблица 1).

Таблица 1

Статистические показатели портфеля

Портфель	Количество займов (в тысячах)	Объем портфеля (в млрд тенге) (EAD)	ρ_i	\overline{PD}_i
Кредиты крупного бизнеса	270	2,949	0,117	9,3%
Кредиты среднего бизнеса	473	2,605	0,114	8,8%
Кредиты малого бизнеса	1 029	4,958	0,126	7,5%
Потребительские кредиты	26 689	7,760	0,137	7,8%
Ипотечно-жилищные кредиты	473	4,934	0,116	1,2%
Автокредиты	270	1,309	0,212	4,4%

Наиболее высокие значения ρ наблюдаются в портфеле автокредитования и потребительских кредитов, наиболее низкие в портфеле кредитов среднего бизнеса и ипотечных займов.

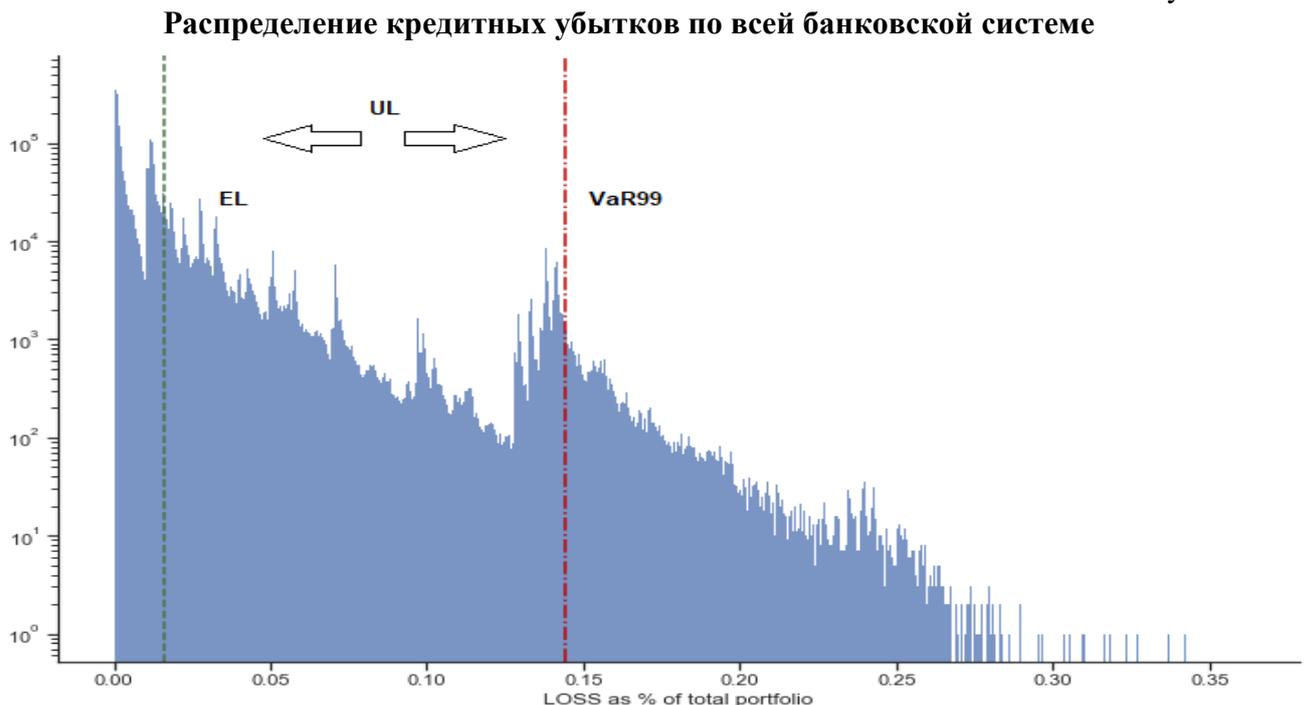
5. Результаты

Результаты анализа показали, что казахстанский банковский сектор имеет достаточный буфер капитала для абсорбирования непредвиденных кредитных потерь. Непредвиденные потери были рассчитаны как разница между VaR 99 и EL. В результате расчета сделан вывод, что непредвиденные потери могут составить приблизительно 13% (3,1 трлн тенге) от ссудного портфеля, или 54% от основного капитала первого уровня.

Таблица 2

Достаточность капитала по всем БВУ

Банк	Ссудный портфель (EAD) в млрд тенге	Ожидаемые кредитные убытки (EL) в млрд тенге	Стоимость под риском (VaR 99) в млрд тенге	Непредвиденные убытки (UL) в млрд тенге	Основной капитал первого уровня (OK1) в млрд тенге	Доля UL от EAD	Доля UL от OK1	Покрывает ли OK1 непредвиденные убытки?
Все БВУ	24 518,4	401,3	3 533,1	3 131,8	5 756,4	12,8%	54,4%	да



Примечание: ось X – величина кредитных потерь (как доля от ссудного портфеля), ось Y – частота возможных потерь (логарифмическая шкала).

6. Заключение

Результаты анализа показали, что казахстанский банковский сектор имеет достаточный буфер капитала для абсорбирования непредвиденных кредитных потерь. Данная модель позволяет быстро оценить устойчивость финансовой системы и отдельных банков.

Важно отметить, что данная методология имеет определенное количество ограничительных допущений. Во-первых, в качестве входных данных используются вероятности дефолта и доли невозвратности, рассчитанные на собственных моделях банков, что не может гарантировать достаточную консервативность полученных результатов. Во-вторых, допускается наличие ненаблюдаемого фактора систематического риска, следующего нормальному распределению, который при этом не является реальной макроэкономической переменной. Другим важным пунктом являются зафиксированные вероятности дефолта и корреляций между активами. Во время реализации негативных экономических шоков начальные вероятности дефолта могут увеличиваться и удлинять правый хвост распределения кредитных потерь. Во время стрессовых для экономики периодов корреляции дефолтов между активами также обычно растут.

В финансовой литературе не принято считать Гауссову копулу наиболее консервативным методом для моделирования кредитных рисков. Причина заключается в том, что слабой стороной Гауссовой копулы является неспособность в полной мере учитывать хвостовую зависимость финансовых данных. В связи с этим при построении моделей кредитного риска большой популярностью пользуется модель копулы Стьюдента t . Методологические аспекты и допущения следует тщательно учитывать при оценке результатов модели.

Литература

1. Bellini, Tiziano. (2016). "Stress Testing and Risk Integration in Banks." Elsevier Monographs, Elsevier, edition 1, number 9780128035900.
2. BIS, (2006). "Basel II International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework." Bank for International Settlements, Basel.

3. David Jamieson Bolder. (2018). "Credit-Risk Modelling." Springer Books, Springer, number 978-3-319-94688-7, August.
4. Di Clemente, Annalisa. (2020). "Modeling Portfolio Credit Risk Taking into Account the Default Correlations Using a Copula Approach: Implementation to an Italian Loan Portfolio" *Journal of Risk and Financial Management* 13, no. 6: 129.
5. Gordy, M. B. (2002). "A risk-factor model foundation for ratings-based bank capital rules." Board of Governors of the Federal Reserve System.
6. Meissner, G. (2019) "Correlation Risk Modeling and Management." RISK Books.
7. Merton, R. C. (1974). "On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates". *The Journal of Finance*, 29(2), 449-470.
8. Sklar, A. (1959). "Fonctions de répartition à n dimensions et leurs marges." *Publications de l'Institut de Statistique de L'Université de Paris*, 8, 229–231.
9. Vasicek, O. A. (1991). "Limiting loan loss probability distribution." KMV Corporation.
10. Vasicek, O. A. (2002). "The distribution of loan portfolio value." *Risk*, (12), 160–162.
11. Конурбаева, Н. А., Нурханова О. В., Хакимжанов С. Т. (2021). "Оценка Качества Ссудного Портфеля По Данным На Уровне Займа." *Экономическое обозрение НБРК 2021*, no. 7.
12. Разумовский П.А. (2010). "Internal Ratings-based Approach и Creditrisk+: преимущества и недостатки методологий". *Экономическая политика*. 2010. № 4. С. 154-175.
13. Разумовский П.А., Помазанов М.В (2010). "Штраф на капитал за концентрацию кредитного риска." *Банковское дело*. № 2.

Определение Гауссовой копулы

Копула – многомерная функция распределения, используемая для моделирования и анализа зависимости между случайными величинами. Представим, что у нас есть вектор непрерывных случайных величин $[X_1, \dots, X_N]$, тогда вектор маргинальных функций распределения принимает вид $[F_1(X_1), \dots, F_N(X_N)] = [U_1, \dots, U_N]$, где каждая случайная величина будет равномерно распределена на отрезке $[0,1]$ (Meissner, 2019). Тогда согласно теореме Склара (Sklar, 1959), существует уникальная копула C , или многомерная функция распределения для маргинальных функций $[U_1, \dots, U_N]$:

$$C(u_1, \dots, u_N) = P(U_1 \leq u_1, \dots, U_N \leq u_N) = P(X_1 \leq F_1^{-1}(u_1), \dots, X_N \leq F_N^{-1}(u_N)) = \\ = F(X_1 \leq F_1^{-1}(u_1), \dots, X_N \leq F_N^{-1}(u_N)).$$

Функция Гауссовой копулы использует многомерную функцию нормального распределения с заданной матрицей корреляций:

$$C(u_1, \dots, u_N) = \Phi(\Phi^{-1}(u_1), \dots, \Phi^{-1}(u_N); \Omega).$$

В данной работе Гауссова копула используется для моделирования корреляций дефолтов между кредитами в различных секторах экономики.

Корпоративные характеристики и финансовая устойчивость компаний: Эмпирические результаты по Казахстану

Ыбраев Ж. Ж. – заместитель директора Департамента финансовой стабильности и исследований Национального Банка Республики Казахстан

Рустанов С. К. – главный специалист-аналитик управления комплексной оценки рисков финансовых организаций Национального Банка Республики Казахстан

Багланова А. М. – ведущий специалист-аналитик управления анализа рынка финансовых и реальных активов Департамента финансовой стабильности и исследований Национального Банка Республики Казахстан

В научной литературе существует множество моделей для оценки финансового состояния предприятий, среди которых широко применяется модель Z-score Альтмана. Показатель Z-score Альтмана, основанный на данных бухгалтерского учета фирм, используется в этом исследовании в качестве прокси меры финансовой устойчивости казахстанских компаний. Целью данной работы является оценка связи между финансовым состоянием предприятий реального сектора и их характеристиками, такими как размер, возраст, уровень долга, ликвидность, наличие банковского займа, факт банкротства и другое. Влияние этих характеристик на финансовую устойчивость фирм в Казахстане оценивается в данном исследовании в разрезе отраслей экономики. Согласно результатам анализа, фирмы с высоким левереджем и большим размером активов более уязвимы в финансовом отношении, тогда как фирмы с более ликвидными активами и зрелым этапом жизненного цикла менее финансово уязвимы. Также было выявлено, что обанкротившиеся предприятия и те, что имеют банковский долг, менее финансово устойчивы, чем другие фирмы.

Ключевые слова: корпоративный долг, финансовая нестабильность, развивающиеся рынки.

JEL-классификация: F34, G15, G32.

1. Введение

Наращивание нефинансового корпоративного долга вызывает повышенное беспокойство как академического сообщества, так и регуляторов во всем мире, особенно в странах с «формирующимся» типом экономики. За последние два десятилетия долг нефинансового корпоративного сектора в странах с формирующимся рынком вырос примерно с 70% ВВП до исторического максимума в 100% ВВП, превзойдя долг стран с развитой экономикой (Fukuzawa and Islamaj (2022)). Постпандемические всплески инфляции и последующие циклы ужесточения денежно-кредитной политики во всем мире потенциально усугубляют риски, связанные с более высокими уровнями задолженностей субъектов корпоративного сектора. В результате макроэкономические последствия корпоративного долга и структурные проблемы заимствований нефинансового сектора получают все большее общественное внимание.

Интересно, что, как утверждают Jord'A et al. (2022), в отличие от циклов бума кредитования домашних хозяйств, накопление корпоративного долга обычно не приводит к длительному экономическому спаду. Одна из причин заключается в том, что обязательства отдельной компании в конечном счете ограничены ее активами. При наступлении процедуры банкротства, ликвидация фирмы является определенным выходом из ситуации, избыточный долг списывается, а активы могут быть повторно использованы для других производственных целей. Однако сам процесс ликвидации может оказаться неэффективным, так как присутствует риск удерживания неэффективных фирм на плаву, что в конечном счете приведет к экономическим издержкам на макроуровне.

Основной вклад данной работы заключается в исследовании влияния количественных характеристик фирм на их корпоративную финансовую устойчивость в контексте формирующейся рыночной экономики. В данной работе используются получаемые из Бюро национальной статистики Республики Казахстан (БНС РК) административные данные на уровне предприятий, которые охватывают малые, средние и крупные фирмы в деидентифицированной форме. Информация о финансовых показателях предприятий предоставлена на годовой основе. В данной работе используется Z-score Альтмана для оценки общей финансовой устойчивости и/или уязвимости фирм, который рассчитан для предприятий развивающихся рынков (Altman (2005)). В расчете Z-score Альтмана, как прокси меры финансовой уязвимости (устойчивости) предприятий, и других переменных применялись показатели бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках.

Целью данной работы является оценка связи между финансовым состоянием предприятий реального сектора и их характеристиками, такими как размер, возраст, уровень долга, ликвидность, наличие банковского займа, факт банкротства и другое, с использованием данных финансовой отчетности предприятий Казахстана с 2010 по 2022 годы. Также в исследовании оценивается влияние этих характеристик предприятий на их финансовую устойчивость в разрезе отраслей экономики Казахстана.

Так, в работе было выявлено, что фирмы в Казахстане с высоким левереджем и большим размером активов более уязвимы в финансовом отношении. Эффект влияния размера активов на устойчивость фирм наиболее заметен в секторах строительства и торговли, в то время как влияние левереджа более очевидно в сельском хозяйстве и строительстве. Во-вторых, было выявлено, что фирмы с более ликвидными активами и зрелым этапом жизненного цикла менее финансово уязвимы. В-третьих, обанкротившиеся в результате своей деятельности фирмы имеют Z-score значительно ниже, чем среднее значение Z-score других фирм. Также предприятия с банковской задолженностью менее финансово устойчивы, чем фирмы без банковского долга.

Эти наблюдения о взаимосвязи между финансовой устойчивостью фирм, их размером и левереджем согласуются с более ранними выводами Alfaro et al. (2019). Мы утверждаем, что в Казахстане чем крупнее предприятие и чем выше его уровень заемных средств, тем менее оно финансово устойчиво. Полученные нами в ходе исследования результаты являются статистически значимыми.

Статья организована следующим образом. В разделе 2 представлен обзор литературы. В разделе 3 мы остановились на текущей динамике корпоративного долга и его доли в общем объеме внутреннего долга страны. Раздел 4 охватывает методологию и описание данных, в том числе Z-score Альтмана и других характеристик фирм. В разделе 5 приводятся результаты эконометрических тестов. Раздел 7 – заключение.

2. Литературный обзор

В нашем исследовании рассматривается вопрос о том, как характеристики фирм влияют на общее финансовое состояние компаний в корпоративном секторе, а также изучается роль неоднородности фирм по отраслям и их взаимосвязи с макроэкономическими параметрами в контексте экономики с формирующимся рынком. Несмотря на актуальность проблемы, один из немногих системных вкладов представлен Альтманом (2005) с модификацией его давней модели риска банкротства, разработанной для фирм с формирующимся рынком. Таким образом, данная статья относится к нескольким направлениям литературы в области корпоративных финансов и макроэкономики.

Прежде всего мы полагаемся на исследования, изучающие риск корпоративного дефолта на основе определенных финансовых переменных, характерных для конкретной фирмы. Shumway (2001) представляет модель множественного логита, которая объединяет данные с отчета балансов фирм с набором рыночных переменных, включающих размер

рынка, отношение чистого дохода к совокупным активам, отношение совокупных обязательств к совокупным активам и другие связанные характеристики. Campbell et al. (2008) пришли к выводу, что фирмы с наибольшей вероятностью окажутся в бедственном положении, если у них более высокое кредитное плечо, более низкая прибыльность, меньшие запасы наличности, более высокие рыночные коэффициенты среди других предикторных переменных. Кроме того, Duffie et al. (2009) вводят факторы уязвимости – ненаблюдаемые факторы – которые дополняют модели вероятности дефолта каждой фирмы. Их методология может быть применена к ситуациям, в которых предполагается, что общий ненаблюдаемый фактор играет важную роль в изменении времени поступления данных о классе событий, например, событий, связанных со слияниями и поглощениями. Alfaro et al. (2019) используют данные на уровне фирм, чтобы показать, что корреляция между леввереджем и корпоративной уязвимостью меняется во времени и наиболее сильна для крупных фирм и в период обесценения местной валюты.

Во-вторых, эмпирическая литература о чрезмерном объеме корпоративного долга относительно неоднозначна. Исследования, основанные на уровне микроданных европейских фирм (Kalemli-ozcan et al. (2022) и Barbiero et al. (2020)), демонстрируют противоположные результаты в отношении инвестиций и высокого уровня задолженности. Так, Kalemli-ozcan et al. (2022) выявили, что компании с более высоким уровнем задолженности и более высокой долей краткосрочной задолженности после кризиса еще больше сокращают свои инвестиции. Этот негативный эффект сильнее проявляется у компаний, связанных с более уязвимыми банками, подверженными суверенному риску. В то же время Barbiero et al. (2020) обнаружили, что фирмы с высоким уровнем долгового финансирования инвестируют относительно больше, если они работают в секторах, имеющих хорошие возможности для глобального роста. Положительное влияние незначительного увеличения долга на инвестиции в секторы с хорошими возможностями для глобального роста исчезает, если задолженность компаний является чрезмерной, если в ней преобладают короткие сроки погашения, а также во время системных банковских кризисов. Lang et al. (1996) утверждают, что кредиторы осторожно сокращают предложение кредитов, если они считают, что инвестиционные возможности фирм с привлечением заемных средств сводятся к абсолютному минимуму. Следовательно, это может сдерживать рост фирмы и не быть связано со стимулом акционеров к недостаточному инвестированию. Исследования, проведенные в период после глобального кризиса в 2008–09 годах (Chodorow-Reich (2014), Giroud and Mueller (2017)), доказывают, что инвестиции, возможно, сократились не из-за избыточного предложения, а из-за того, что банки, испытывающие стресс, сократили предложение кредитов для сохранения капитала. Учитывая, что доля крупных фирм в общей экономической активности особенно велика, уязвимость этих фирм от заемных средств особенно важна как для регуляторов, так и для академических целей.

Наш вклад основывается на расширении эмпирических исследований в области финансовых показателей на уровне фирм для дальнейшего изучения неоднородного влияния денежно-кредитной политики, макропоказателей и других переменных на состоянии фирм. В частности, важными эмпирическими факторами реагирования на потрясения денежно-кредитной политики на уровне фирмы являются размер (Gertler and Gilchrist (1994)), леввередж (Anderson and Cesa-Bianchi (2020), Ottonello and Winberry (2020)), возраст (Anderson and Cesa-Bianchi (2018)), ликвидность (Jeenas (2019), Greenwald et al. (2020)), доля долга с плавающей процентной ставкой (Ippolito et al. (2018), Gurkaynak et al. (2022)), доля облигационного финансирования (Darmouni et al. (2022)) и структура долга по срокам погашения (Jungherr et al. (2022)). В разрезе секторов Durante et al. (2022) приводят дезагрегированные оценки для двадцати четырех отраслей обрабатывающей промышленности, шести секторов услуг и строительного сектора. Авторы обнаружили, что фирмы, производящие товары длительного пользования, реагируют на инвестиции гораздо сильнее, чем другие.

Поскольку в нашей работе в основном используется метод Alfaro et al. (2019), мы в первую очередь тестируем и опираемся на выводы авторов об отношении между финансовыми характеристиками корпораций и устойчивостью фирм в странах с формирующимся рынком с использованием обширной базы данных предприятий на микроуровне. Насколько нам известно, наша работа является одним из немногих исследований, где используются эмпирический подход и оценка финансового состояния предприятий на микроуровне, основанная на показателях финансовой отчетности. Как и в работе Alfaro et al. (2019), учитывая исследование экономики с формирующимся рынком, в Казахстане наблюдается схожая картина: чем крупнее предприятие и чем выше уровень его заемных средств, тем менее оно финансово устойчиво. Кроме того, было обнаружено, что фирмы с более ликвидными активами и большим возрастом менее уязвимы в финансовом отношении.

3. Корпоративный долг как часть общего внутреннего долга: последние события в Казахстане

В 2023 году рынок корпоративного долга Казахстана уступал рынку государственных ценных бумаг. По итогам 2023 года объем корпоративного долга составил почти 2,2 трлн тенге (4 млрд долларов США), в то время как рынок государственных облигаций достиг 8,0 трлн тенге (17 млрд долларов США). Рынок корпоративных облигаций является одним из наиболее динамично развивающихся финансовых секторов и имеет перспективы дальнейшего роста. За последнюю декаду абсолютная величина корпоративного долга заметно выросла (таблица 1).

Среднее количество сделок в 2022 году составило 75 по корпоративному долгу (в два раза больше, чем в 2021 году) и 14 по рынку государственных ценных бумаг, в то время как средний объем одной сделки с корпоративными и государственными облигациями составил 300 тыс. долларов США (на 25,6% больше, чем в 2021 году) и около 4 млн долларов США соответственно. В 2022 году в секторе корпоративного долга на долю финансового сектора приходилось около 59%, энергетический сектор являлся вторым по величине с 29,8%, а производственный сектор составил около 9%. Большинство инвесторов в корпоративном секторе являются юридическими лицами (73%) и институциональными инвесторами (13,2%), при этом общее количество активных счетов в 2022 году составило 3 138 (на 63,3% больше, чем в 2021 году).

Таблица 1

Структура общего долга

	Доля от общего долга			Доля от ВВП		
	2008	2015	2022	2008	2015	2022
Государственные ценные бумаги	10,5%	3,0%	19,2%	5,8%	1,0%	9,2%
Корпоративный долг (банковские кредиты)	62,0%	61,1%	30,8%	34,1%	21,5%	14,7%
Корпоративный долг (облигации)	5,0%	9,0%	8,0%	2,7%	3,2%	3,8%
Долг домохозяйств (банковские кредиты)	22,5%	27,0%	42,1%	12,4%	9,5%	31,6%

Примечание: Корпоративное банковское кредитование не включает кредитование финансовой организации. Задолженность по корпоративным облигациям показывает номинальную стоимость всех находящихся в обращении коммерческих бумаг фирм (включая бумаги финансовых организаций).

Расчеты авторов.

Источник: Министерство финансов РК, Национальный Банк Казахстана, Казахстанская фондовая биржа.

Замедление темпа роста отношения долга по корпоративным облигациям к ВВП в последние несколько лет указывает на трудности привлечения финансирования крупными

компаниями путем выпуска внутренних облигаций. В результате неразвитость рынка корпоративных облигаций может помешать иностранным инвесторам создавать совместные бизнес-проекты в стране и нуждается в дальнейшем развитии.

4. Методология и описание данных

Анализ и оценка взаимосвязи между Z-score¹ и леведреджем, размером компании и другими характеристиками на уровне фирм основываются на следующей модели²:

$$Z_{i,c,t} = \alpha_i + \delta_{c,t} + \beta_1 * Leverage_{i,c,t} + \beta_2 * SIZE_{i,c,t} + \beta_3 * X_{i,c,t} + \varepsilon_{i,c,t} \quad (1)$$

где $Z_{i,c,t}$ – Z-score фирмы «i», отрасли «c» и года «t»; $Leverage_{i,c,t}$ – леведредж фирмы i , отрасли c , года t ; $X_{i,c,t}$ – показатели других характеристик фирм; α_i – фиксированные эффекты для фирм; $\delta_{c,t}$ – фиксированные эффекты для отраслей экономики; $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ – коэффициенты леведреджа, размера фирм и других объясняющих переменных. Стандартные ошибки сгруппированы на уровне фирм и отрасли-года.

Log-активы используются в качестве показателя размера фирмы ($SIZE_{i,c,t}$). Другие характеристики фирм включают показатели ликвидности и возраста компаний. Мы также добавляем фиктивные переменные для банкротства и банковского кредита. Первая фиктивная переменная равна единице, если фирма проходит процедуру банкротства, реабилитации или ликвидации без возбуждения банкротства. Вторая фиктивная переменная равна единице, если на балансе фирмы есть банковская задолженность.

В данной работе для расчета Altman Z-score (Z-модель Альтмана), показателя долговой нагрузки и других показателей используются данные малых, средних и крупных предприятий Казахстана, полученные из баз данных БНС РК на уровне фирм в деидентифицированном виде. Компоненты Altman Z-score рассчитаны на показателях бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках с 2010 по 2022 годы (ежегодно).

Информация о финансовых показателях предприятий Республики Казахстан собрана из статистических форм³ общегосударственного статистического наблюдения финансово-хозяйственной деятельности предприятий на годовой основе. Данные форм отчетности, кроме показателей бухгалтерского баланса, отчета о прибылях и убытках и другой информации о финансово-хозяйственной деятельности предприятий, также включают отдельные национальные и ведомственные статистические классификации⁴ респондентов. Круг респондентов ограничен юридическими лицами, при этом исключаются организации образования, здравоохранения, банки, страховые организации, ЕНПФ, общественные фонды и общественные объединения. Количество респондентов – крупных и средних предприятий в среднем за отчетный период составляет 4 648, малых – 39 269.

Выборка данных состоит только из частных предприятий, исключены респонденты со 100% государственным участием, в том числе фирмы иностранных государств. При расчете Z-score в выборку включались только те респонденты, которые имели данные как в знаменателе, так и в числителе по каждому его компоненту на дату⁵. Экстремальные

¹ Мы используем обозначение Z-score имея ввиду EM Z-score из раздела 4.2.1.

² Для регрессионного анализа переменные усечены на уровне 5% максимальных и минимальных значений по Z-score.

³ Индекс 1-ПФ – отчет о финансово-хозяйственной деятельности предприятия, Индекс 2-МП – отчет о деятельности малого предприятия.

⁴ Классификатор секторов экономики, Общий классификатор видов экономической деятельности (4 знака), Классификатор административно-территориальных объектов (2 знака), Классификатор форм и видов собственности, Классификатор размерности предприятий, а также справочник организационно-правовых форм хозяйствования.

⁵ Исключались респонденты с нулевыми или пустыми значениями в знаменателе либо в числителе на каждый отчетный период.

значения Z-score были удалены⁶. В результате по попавшим в выборку респондентам были рассчитаны другие показатели, используемые в статье. Таким образом, выборка по коэффициенту Z-score состоит из 246 605 наблюдений (респондент-год), которая включает 84 599 уникальных предприятий-респондентов. В итоговой выборке присутствуют как ликвидированные в период с 2010 по 2022 годы, так и продолжающие свою деятельность предприятия. Данный факт исключает либо приводит к минимуму систематическую ошибку выжившего (survivorship bias), что иначе завышало бы результаты анализа. Основная масса респондентов представлена из отраслей оптовой и розничной торговли, обрабатывающей промышленности и строительства, а наименьшая доля у предприятий искусства, развлечения и отдыха. Этих данных вполне достаточно для целей расчета и анализа Altman Z-score как меры корпоративной неустойчивости.

В исследовании также используется информация организаций-должников, в отношении которых применялись либо все еще применяются процедуры банкротства, реабилитации и ликвидации без возбуждения процедуры банкротства, доступные на сайте КГД МФ РК. Список должников сформирован на основе публичной информации за период с 2015 по 2023 годы и связан с базой респондентов отчетностей по финансово-хозяйственной деятельности БНС РК. Так, всего в отношении 3 621 малых, средних и крупных предприятий-респондентов применялась либо все еще применяется процедура банкротства⁷.

Altman Z-score как мера финансовой устойчивости (уязвимости) предприятия.

В работе Altman (1968) впервые была представлена финансовая модель (формула) Altman Z-score, разработанная для оценки вероятности банкротства предприятия и которая по сей день достаточно широко используется в исследованиях. Изначально Z-модель Альтмана была предложена для оценки вероятности банкротства только производственных и публично торгуемых предприятий, в основе которой использовались 5 ключевых финансовых показателей⁸. Каждый компонент прямо влияет на показатель Altman Z-score, и чем больше показатель, тем лучше считается финансовое состояние предприятия. Модель Альтмана дает результат с точностью 72%⁹ при прогнозировании банкротства за два года до его факта с 6% ошибкой, когда модель классифицировала компанию банкротом, которая по факту им не являлась.

После 1968 года Альтман неоднократно пересматривал модель, адаптировав ее как для непроизводственных предприятий, так и для непубличных частных организаций. В работе Altman (2005) также была предложена очередная Z-модель для оценки предприятий развивающихся рынков (Emerging Market Z-score или EM Z-score). EM Z-score адаптирована под особенности развивающихся стран, в том числе их менее ликвидные рынки. Например, рыночная стоимость капитала, используемая в модели, была заменена на балансовую. Учитывая, что EM Z-score применим к производственным и непроизводственным предприятиям, а также подходит для оценки как публичных, так и непубличных частных компаний, именно этот показатель мы используем в нашей работе как наиболее подходящий.

В основе модели EM Z-score лежит комбинация 4 финансовых показателей и выглядит следующим образом:

$$\text{EM Z – score} = 6,56 * X_1 + 3,26 * X_2 + 6,72 * X_3 + 1,05 * X_4 + 3,25 \quad (2)$$

⁶ Выборка была усечена, удалены наименьшие 5% и наибольшие 5% значений Z-score всех респондентов за все периоды.

⁷ в том числе процедуры реабилитации или ликвидации без возбуждения процедуры банкротства.

⁸ Z-score = 1,2*X1 + 1,4*X2 + 3,3*X3 + 0,6*X4 + 1,0*X5; где X1 – оборотные средства / активы, X2 – нераспределенная прибыль / активы, X3 – ЕБИТ / активы, X4 – рыночная стоимость капитала / балансовая стоимость обязательств, X5 – доходы / активы.

⁹ Recall (полнота, True positive rate) показывает отношение верно классифицированных банкротств к общему числу фактических банкротств.

где (Altman, 1968):

$X_1 = \frac{\text{Оборотные средства}}{\text{Активы}}$ определяет чистые ликвидные активы фирмы к активам.

Оборотные средства рассчитаны как разница между краткосрочными активами и краткосрочными обязательствами. Как правило, у фирмы, приносящей последовательные операционные убытки, снижаются краткосрочные активы относительно активов;

$X_2 = \frac{\text{Нераспределенная прибыль}}{\text{Активы}}$ оценивает способность предприятия накапливать

прибыль, а также неявно указывает на возраст фирм. Относительно молодая, динамично развивающаяся компания, вероятно, будет иметь низкий X_2 в силу меньшего времени для накопления кумулятивной прибыли. Исторически сложилось, что случаев провала бизнеса больше на раннем этапе развития предприятия;

$X_3 = \frac{\text{Операционный доход}}{\text{Активы}}$ оценивает рентабельность активов компании, отчего во

многом зависит дальнейшее существование компании. Несостоятельность предприятия в рамках банкротства возникает именно тогда, когда обязательства превышают справедливую стоимость активов. В свою очередь, рыночная стоимость активов зависит от их способности генерировать прибыль, то есть рентабельности;

$X_4 = \frac{\text{Капитал}}{\text{Обязательства}}$ определяет коэффициент долговой нагрузки фирм по балансовой

стоимости. Чем ниже коэффициент, тем больше долговая нагрузка у предприятия.

Константа в модели (3,25) позволяет стандартизировать результаты модели так, чтобы эквивалент дефолта соответствовал показателю ниже нуля (Altman, 2005).

Предприятия с низкими значениями EM Z-score считаются менее устойчивыми и более уязвимыми к шокам. В соответствии с распределением результатов скоринга в Altman (2005), значения выше 5,85 относятся к зеленой, или безопасной, зоне, значения в диапазоне между 3,75 и 5,85 к серой, или уязвимой, зоне, а значения ниже 3,75 относятся к красной зоне, или зоне дефолта.

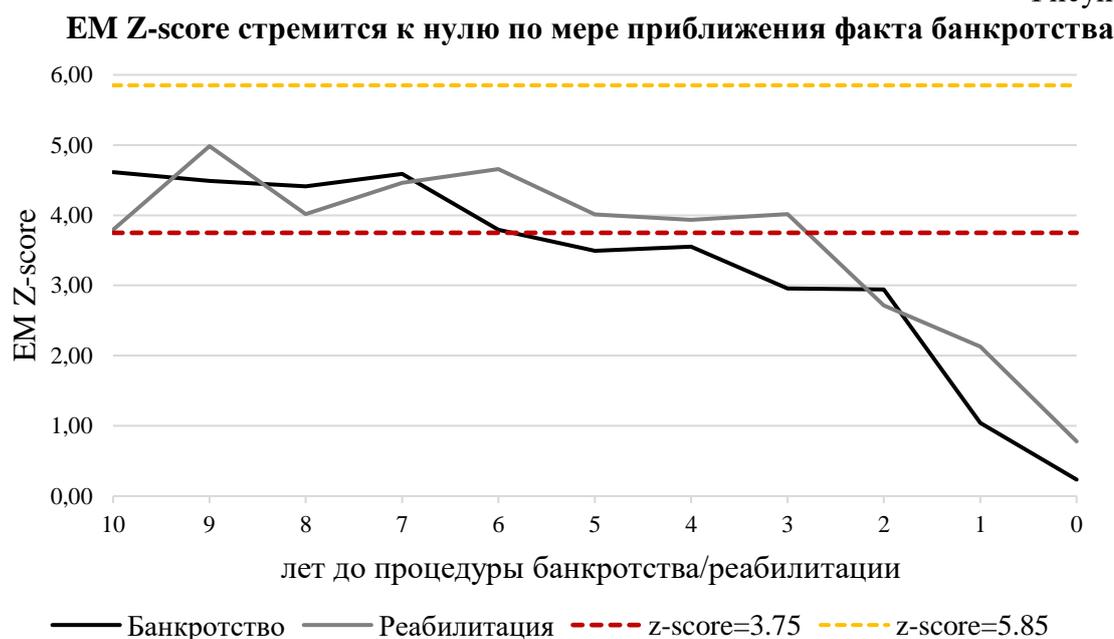
Среднее значение EM Z-score по всем наблюдениям выборки составил 9,65, а медиана – 6,63 (приложение, таблица 1), что находится в безопасной зоне. Средние годовые значения EM Z-score предприятий за весь период умеренно увеличиваются и отрицательно коррелируют с финансовым левереджем. Годовые медианные значения EM Z-score с 2010 по 2022 годы выросли с 5,82 до 7,63, а среднее значение коэффициента увеличилось с 8,74 до 10,65 за тот же период¹⁰. К наиболее уязвимым отраслям экономики по EM Z-score Альтмана попали горнодобывающая промышленность, электроснабжение, развлечение и отдых. Выборка значений EM Z-score в основном представлена отраслями торговли, обрабатывающей промышленности и строительства. Также, как и по показателю долговой нагрузки, существуют заметные отличия в уровнях EM Z-score в группах респондентов с банковским займом и без него. Среднее значение EM Z-score 5,15 и 10,55 у предприятий с банковским долгом и без него соответственно, а уровень медианных значений равен 4,90 и 7,27 соответственно. Такая разница указывает на то, что более платежеспособные предприятия менее склонны финансировать свою деятельность банковским долгом.

EM Z-score по факту обанкротившихся¹¹ в результате своей деятельности предприятий в среднем находится в красной зоне (3,65), а медианное значение по всей выборке составило 3,39. Также, как и в случае с коэффициентом долговой нагрузки, основная масса обанкротившихся предприятий (58%) концентрируется в отраслях строительства, обрабатывающей промышленности и торговли. Медианы EM Z-score данных отраслей в среднем составили 3,65, 2,92 и 3,77 соответственно.

¹⁰ Средневзвешенные по доходам значения EM Z-score выросли с 8,45 до 10,73 за период с 2010 по 2022 годы – примерно на одном уровне со среднеарифметическими значениями показателя.

¹¹ Либо попавших на процедуры реабилитации или ликвидации без возбуждения процедуры банкротства

Рисунок 1



Средние значения EM Z-score группы предприятий, которые в результате своей деятельности стали несостоятельными, за 10 лет до факта банкротства или реабилитации уже были в зоне уязвимых (рисунок 1). При этом в среднем по EM Z-score группа обанкротившихся предприятий перешла в красную зону за 5 лет до факта их банкротства, а группа предприятий, попавших на процедуры реабилитации, перешли в красную зону за 2 года до начала реабилитации. Так, в группе банкротов 56% респондентов находились в красной и 18% в уязвимой зоне по EM Z-score за 5 лет до факта банкротства. Для сравнения, в группе реабилитируемых предприятий 55% респондентов находились в красной и 21% в уязвимой зоне по показателю EM Z-score за 2 года до начала процедуры реабилитации.

Таблица 2

Матрица ошибок

	Факт*: Банкрот	Факт: Не банкрот
Оценка по EM Z-score: Банкрот	True positive = 73%	False positive = 42%
Оценка по EM Z-score: Не банкрот	False negative = 27%	True negative = 58%

*Для целей данной таблицы при оценке качества EM Z-score в группу фактических банкротов попали респонденты, которые перешли на процедуру реабилитации или банкротства в течение последующих 2 лет. Количество в группе банкротов составило 982 респондента.

В группу фактически не банкротов попало 3 089 предприятия, которые непрерывно сдавали отчетность в период с 2016 по 2022 годы. Оценка ошибок по группе не банкротов проводилась за 2 года до года последней сданной отчетности предприятия. Например, оценка Z-score предприятий за 2020 и 2021 годы, понимая, что они существовали в 2022 году и т.д.

В матрице ошибок (таблица 2) показаны результаты анализа ошибок EM Z-score для оценки качества EM Z-score в определении банкротов и небанкротов, используя данные предприятий Казахстана. По нашим результатам, показатель верно отнес 73% респондентов группы банкротов¹² к несостоятельным¹³ за 2 года до факта их банкротства или реабилитации, что на 1 пп выше результата Алтмана (1968). С точки зрения кредитора намного важнее избежать выдачу займа потенциальному банкроту, чем ошибиться в

¹² В том числе респонденты попавшие на процедуры реабилитации или ликвидации без возбуждения процедуры банкротства.

¹³ Отнесение респондента к уязвимым или дефолтным категориям. При этом доля в категории дефолтных составила – 62%.

отнесении небанкрота к банкроту, и поэтому кредитор будет стремиться максимизировать True positive rate. Все же ошибка EM Z-score отнесения фактически банкротов к банкротам гораздо выше и составляет, по нашим оценкам, 42%, тогда как в результатах Альтмана (1968) такая ошибка составляет всего 6%. Высокий уровень ложной оценки банкротов среди казахстанских предприятий, возможно, связан, с одной стороны, постоянной поддержкой убыточного бизнеса со стороны акционеров или собственников, с другой, нежеланием кредиторов обращаться в суд с целью признания должника банкротом. Наше исследование не нацелено на оценку применимости EM Z-score, и поэтому изучение данного вопроса оставляем для отдельных исследований. Для целей нашей работы мы считаем EM Z-score подходящим проху показателем финансового состояния предприятий.

Долговая нагрузка и другие показатели предприятий. В отличие от L. Alfaro et al. (2019)¹⁴ коэффициент долговой нагрузки или финансовый левередж, используемый в данной работе, рассчитан как отношение финансовых обязательств¹⁵ к активам предприятий, что отражает долю активов предприятий финансируемых за счет долга. Использование данной меры, вместо долга к капиталу, связано с присутствием в нашей выборке предприятий без капитала¹⁶, доля которых составляет 21% всей выборки. Также финансовые обязательства имеют более обременительные свойства, в отличие от большинства других обязательств предприятия. По облигациям или банковским займам предприятия, если они не обслуживаются в срок, кредиторы могут объявить технический дефолт, что в результате снизит кредитный рейтинг компании и ударит по репутации.

Средний размер долговой нагрузки респондентов по всем наблюдениям выборки составил 39%, а медиана – 23% (приложение, таблица 1). При этом за весь период средние годовые значения коэффициента долговой нагрузки предприятий постепенно снижаются. Так, левередж медианного предприятия с 2010 по 2022 годы снизился с 26% до 18%, а среднее годовое значение коэффициента долговой нагрузки снизилось с 41% до 34% за аналогичный период. Половина респондентов в отраслях финансовой деятельности¹⁷, а также искусства, развлечения и отдыха имеют финансовых обязательств к активам больше 70% и 57% соответственно. При этом доли респондентов данных отраслей в общей выборке предприятий являются одними из наименьших. Выборка по долговой нагрузке предприятий в основном представлена отраслями торговли и обрабатывающей промышленности, медиана которых на уровне 22% и 25% соответственно. По наличию банковского займа существуют незначительные отличия в уровнях финансового левереджа. Среднее значение и медиана финансового долга к активам выше у предприятий с банковским долгом (43% и 30%), чем у предприятий без него (36% и 14%).

Наибольший интерес вызывают именно крупные предприятия, так как их крах имеет наибольший потенциал влияния на экономику. Исторически сложилось, что более крупные предприятия по доходам имеют меньший уровень долга к активам. Это заметно по среднегодовому значению левереджа, взвешенного по доходам предприятий, уровни которого несколько ниже средних значений. Так, средневзвешенный по доходам коэффициент долговой нагрузки снизился с 17% до 12% за период с 2010 по 2022 годы.

Долговая нагрузка предприятий, которые в результате своей деятельности обанкротились¹⁸, гораздо выше, чем у других предприятий. Их среднее значение левереджа по всей выборке составило 58%, а медиана – 37%. Основная масса обанкротившихся предприятий (60%) концентрируется в отраслях строительства, обрабатывающей промышленности и торговли. Долговая нагрузка данных отраслей в среднем составила 28%, 72% и 68% соответственно. Относительно низкое значение левереджа предприятий в

¹⁴ В L. Alfaro et al. (2019) в качестве коэффициента левереджа используется отношение долга к капиталу.

¹⁵ Банковские займы занимают значительную долю в финансовых обязательствах предприятий. Финансовый долг не включает обязательства по налогам и кредиторскую задолженность.

¹⁶ Капитал равен нулю или отрицательному значению.

¹⁷ В основном кредитные организации (кроме банков) и ломбарды.

¹⁸ Либо попали на процедуры реабилитации или ликвидации без возбуждения процедуры банкротства.

строительной отрасли и высокий уровень их банкротства объясняется тем, что строительные компании финансируют свою деятельность больше краткосрочной кредиторской задолженностью, чем финансовым долгом. Коэффициент долговой нагрузки, используемый нами, не покрывает риски предприятий, связанные с их чрезмерной кредиторской задолженностью. Все же в расчете Altman Z-score в том числе используется левередж как отношение капитала к обязательствам, и поэтому риски строительной отрасли должны учитываться лучше в Z-модели Альтмана.

5. Результаты исследования

В таблице 3 представлены оценки различных финансовых характеристик корпоративных фирм и их взаимосвязи с показателем Z-score Альтмана. Мы используем модель фиксированных эффектов для выделения факторов, не зависящих от периода и отрасли экономики, с целью исключения возможных искажающих эффектов на наши ключевые результаты регрессионного анализа. Так, графа 4 является основной спецификацией используемой модели, в то время как графы 1-3 служат в качестве проверки результатов на устойчивость. В части взаимосвязи между размером, левереджем и Z-score субъектов бизнеса, наши результаты согласуются с результатами Alfaro et al. (2019). Так, размер фирм и левередж отрицательно связаны с Z-score Альтмана. Кроме того, в отличие от Alfaro et al. (2019), мы документируем взаимосвязь Z-score с ликвидностью фирм, их возрастом, ставками вознаграждения по кредитам бизнесу, а также учитываем эффект фиктивных переменных на факт банкротства и наличие банковского займа. Показатель ликвидности положительно влияет на финансовое состояние фирм. С возрастом фирмы становятся более финансово устойчивыми. Увеличение ставок вознаграждения по кредитам бизнесу негативно отражается на Z-score Альтмана. Обанкротившиеся компании или компании, которые имеют банковские займы, более финансово уязвимы. Эти результаты, на наш взгляд, указывают на полезность Z-score Альтмана в качестве показателя оценки финансового состояния фирм.

Все модели регрессионного анализа в таблице 3 указывают на то, что фирмы с высоким левереджем с большей долей вероятности могут оказаться в зоне дефолта, при этом влияние левереджа на Z-score во всех случаях статистически значимо на уровне 1%. Результаты также показывают, что чем больше размер фирм, тем они более финансово уязвимы, и этот эффект влияния размера на Z-score фирм тоже является крайне статистически значимым. С другой стороны, мы наблюдаем положительное и статистически значимое влияние возраста и ликвидности на Z-score фирм. Так, фирмы с более ликвидными активами и более зрелым возрастом менее уязвимы в финансовом отношении. Однако стоит отметить, что величина коэффициента возраста довольно мала, то есть при увеличении Z-score на 1 единицу, возраст фирмы при прочих равных условиях должен увеличиться в среднем более чем на 10 лет ($=1/0,1$). Это указывает лишь на незначительное воздействие возраста на финансовую устойчивость фирм.

Важно отметить, что обанкротившиеся фирмы имеют значительно ниже Z-score, чем средний Z-score фирм, не являющихся банкротами, со статистически значимым эффектом на уровне 1%. Данный результат также обосновывает наше использование Z-score Альтмана в качестве косвенного показателя финансовой неустойчивости предприятия. Мы наблюдаем, что предприятия с банковским займом более уязвимы в финансовом отношении, чем предприятия без банковской задолженности. Учитывая результаты, мы предполагаем, что финансово устойчивые компании в Казахстане менее склонны брать банковский кредит. В отличие от других переменных, ставка вознаграждения по кредитам бизнесу не является статистически значимой во всех параметрах регрессионного анализа. Следовательно, более высокие ставки по кредитам повышают финансовую уязвимость фирм, но коэффициенты не являются статистически значимыми в моделях с фиксированными эффектами по годам.

	Z-Score Альтмана, долг и финансовая неустойчивость			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Z-Score	Z-Score	Z-Score	Z-Score
Размер	-0.064*** (0.017)	-0.070*** (0.017)	-0.042** (0.017)	-0.048*** (0.017)
Лeverедж	-5.220*** (0.661)	-5.213*** (0.662)	-5.215*** (0.682)	-5.208*** (0.682)
Ликвидность	5.667*** (0.152)	5.672*** (0.151)	5.850*** (0.167)	5.851*** (0.167)
Возраст	0.105*** (0.006)	0.104*** (0.007)	0.102*** (0.006)	0.102*** (0.006)
Банкроты	-2.136*** (0.162)	-2.137*** (0.168)	-2.002*** (0.179)	-2.016*** (0.184)
Банковские заемщики	-0.866*** (0.075)	-0.857*** (0.077)	-0.895*** (0.082)	-0.892*** (0.084)
Процентная ставка	-0.099*** (0.022)	-0.096 (0.059)	-0.097*** (0.021)	-0.073 (0.059)
Константа	8.798*** (0.434)	9.044*** (0.863)	9.655*** (0.445)	9.643*** (0.854)
Наблюдения	68945	68945	68945	68945
R ²	0.164	0.164	0.172	0.173
Год FE	No	Yes	No	Yes
Отрасль FE	No	No	Yes	Yes

Робастные стандартные ошибки в скобках: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.010$.

Примечание: Размер выражен как логарифм активов, Лeverедж представлен как общий финансовый долг, деленный на общий объем активов, Ликвидность выражена как доля ликвидных активов в текущих активах, Возраст выражен в годах как разница между отчетным годом и датой регистрации предприятия, Банкроты – это фиктивная переменная равная 1, если фирма была признана банкротом, Банковские заемщики – это фиктивная переменная равная 1, если фирма имеет банковскую задолженность. Процентная ставка – средневзвешенная по объему краткосрочная ставка вознаграждения по кредиту субъектам бизнеса со сроком погашения от 3 месяцев до 1 года.

Мы также исследуем финансовую неустойчивость предприятий в различных отраслях экономики, представленных в таблице 4. Мы наблюдаем, что в отраслях строительства и торговли с увеличением размера предприятий ухудшается их финансовая устойчивость. Наибольшая величина отрицательного эффекта размера на Z-score Альтмана наблюдается в торговле и строительстве. Также мы видим, что с ростом финансового долга фирмы становятся менее финансово устойчивыми во всех секторах, но особенно выделяются отрасли сельского хозяйства и строительства. На наш взгляд, отдельные причины финансовой неустойчивости предприятий в сельском хозяйстве и строительстве могут быть связаны с подверженностью этих отраслей сезонному эффекту (в теплое время года наблюдается большая деловая активность), дефицитом квалифицированных кадров, а также наличием множества льготных программ со стороны государства (субсидии/гарантии). Высокая зависимость от государственных льгот делает эти отрасли Казахстана менее конкурентоспособными.

Таблица 4

Z-Score Альтмана и финансовая уязвимость в разных отраслях

	Все	Обр. пром.	Строит.	Торговля	Горн. пром.	Транспорт	Сельх. пром.
Размер	-0.048*** (0.017)	0.026 (0.040)	-0.086* (0.048)	-0.268*** (0.037)	0.495*** (0.061)	0.001 (0.049)	0.090 (0.067)
Лeverедж	-5.208*** (0.682)	-3.192** (1.351)	-6.612*** (0.370)	-5.900*** (0.193)	-6.102*** (0.235)	-5.625*** (0.211)	-7.487*** (0.604)
Ликвидность	5.851*** (0.167)	7.382*** (0.459)	6.224*** (0.499)	5.755*** (0.554)	5.894*** (0.762)	6.015*** (0.530)	6.397*** (0.531)
Возраст	0.102*** (0.006)	0.103*** (0.013)	0.015 (0.017)	0.123*** (0.011)	0.061*** (0.021)	0.043** (0.019)	0.217*** (0.017)
Банкроты	-2.016*** (0.184)	-2.282*** (0.401)	-2.355*** (0.230)	-1.250*** (0.214)	-1.307*** (0.396)	-1.894*** (0.365)	-1.815*** (0.334)
Банковские заемщики	-0.892*** (0.084)	-0.925*** (0.170)	-0.197 (0.173)	-0.222* (0.126)	-0.636*** (0.241)	-0.639*** (0.202)	-1.367*** (0.200)
Lag(Процентная ставка)	0.004 (0.029)	0.047 (0.055)	-0.075 (0.078)	-0.015 (0.048)	-0.105 (0.165)	0.014 (0.115)	-0.056 (0.101)
Константа	8.546*** (0.544)	4.399*** (1.025)	8.566*** (1.479)	11.856*** (1.041)	-2.794 (2.698)	5.576*** (2.040)	6.149*** (1.942)
Observations	68945	12469	7544	11750	3149	5486	7888
R ²	0.173	0.151	0.142	0.169	0.297	0.192	0.196

Робастные стандартные ошибки в скобках: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.010$

Во всех отраслях экономики предприятия с более высокими коэффициентами ликвидности менее уязвимы в финансовом отношении. Что касается фиктивных переменных, то предприятия-банкроты и банковские заемщики менее финансово устойчивы во всех отраслях. Наибольшие эффекты банкротства и наличия банковского займа заметны в строительстве и сельском хозяйстве соответственно. Наши результаты дают дополнительное подтверждение специфическим для отрасли качествам Альтмана (2005), которые часто остаются недостаточно изученными в литературе, особенно для развивающихся стран и стран с формирующейся рыночной экономикой.

6. Заключение

В этой статье мы исследуем влияние различных особенностей предприятий на их финансовую устойчивость в контексте экономики с формирующимся рынком. Мы используем предоставленные Бюро национальной статистики Республики Казахстан данные на уровне предприятий, охватывающих малые, средние и крупные субъекты предпринимательства. Данные о финансовых показателях предприятий использовались на годовой основе. Так, для расчета Z-score Альтмана и других характеристик предприятий применялись показатели бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках. Выборка охватывает период с 2010 по 2022 год. Мы также смогли определить среди респондентов Бюро национальной статистики Республики Казахстан предприятия, в отношении которых применялись либо все еще применяются процедуры банкротства.

Применяя эти данные в регрессионном анализе, мы пришли к следующим основным результатам. Во-первых, мы утверждаем, что в Казахстане фирмы с высоким лeverеджем и/или большими активами наиболее финансово уязвимы (Z-score). Эффект влияния размера на Z-score наиболее заметен в секторах строительства и торговли, в то время как влияние лeverеджа более очевидно в сельском хозяйстве и строительстве. Во-вторых, мы наблюдаем, что фирмы с более ликвидными активами и зрелым этапом жизненного цикла наиболее финансово устойчивы. В-третьих, в этой работе было выявлено, что предприятия-респонденты, которые в конечном итоге обанкротились, имеют значительно ниже Z-score,

чем среднее значение предприятий, не являющихся банкротами. Также мы наблюдаем, что банковские заемщики более финансово уязвимы, чем предприятия без банковского долга. Таким образом, мы дополняем ранее существующие исследования, касающиеся финансовой неустойчивости предприятий и их характеристик, основанные на данных экономик с формирующимся рынком.

Стоит отметить, что недостатком используемого метода EM Z-score Альтмана может являться то, что он не учитывает специфических особенностей предприятий казахстанского рынка. Как мы уже отмечали, в нашем исследовании уровни Z-score отдельно для казахстанских предприятий не рассчитывались. Учитывая компоненты, используемые в модели EM Z-score Альтмана, очевидно, что чем ниже этот показатель, тем хуже финансовое состояние предприятия, и чем он выше, тем лучше. Таким образом, для целей оценки влияния отдельных характеристик предприятий на их финансовую устойчивость, мы считаем EM Z-score хорошим прокси показателем финансового состояния предприятий, в том числе казахстанских.

Финансовое состояние предприятий в Казахстане, а также их особенности мало исследуются, особенно на уровне фирм. Мы считаем, что исследования в данном направлении будут стимулировать дискуссии в научной литературе и позволят лучше понимать особенности казахстанских предприятий. Дальнейшие исследования в этом направлении могут затронуть вопросы, связанные с выяснением причин низких финансовых показателей 42% предприятий (таблица 2), состояние которых сопоставимо с банкротами по Z-score Альтмана. Также в дальнейших исследованиях могут быть рассмотрены вопросы применимости модели Альтмана для казахстанских предприятий и/или предложения собственной модели с учетом специфики казахстанского рынка.

Литература

1. Alfaro, L., G. Asis, A. Chari, and U. Panizza (2019). Corporate debt, firm size and financial fragility in emerging markets. *Journal of International Economics* 118, 1–19.
2. Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance* 23 (4), 589–609.
3. Altman, E. I. (2005). An emerging market credit scoring system for corporate bonds.
4. *Emerging markets review* 6 (4), 311–323.
5. Anderson, G. and A. Cesa-Bianchi (2018). Firm heterogeneity, credit spreads, and monetary policy. *Monetary Policy and Financial Stability ECB*.
6. Anderson, G. and A. Cesa-Bianchi (2020). Crossing the credit channel: credit spreads and firm heterogeneity.
7. Asis, G., A. Chari, and A. Haas (2021). In search of distress risk in emerging markets.
8. *Journal of International Economics* 131, 103463.
9. Barbiero, F., A. Popov, and M. Wolski (2020). Debt overhang, global growth opportunities, and investment. *Journal of Banking & Finance* 120, 105950.
10. Barrett, J. P. (1974). The coefficient of determination—some limitations. *The American Statistician* 28 (1), 19–20.
11. Campbell, J. Y., J. Hilscher, and J. Szilagyi (2008). In search of distress risk. *The Journal of finance* 63 (6), 2899–2939.
12. Chodorow-Reich, G. (2014). The employment effects of credit market disruptions: Firm-level evidence from the 2008–9 financial crisis. *The Quarterly Journal of Economics* 129 (1), 1–59.
13. Colton, J. B. and M. Keith (2002). Some misconceptions about r-square. 3.
14. Darmouni, O., O. Giesecke, and A. Rodnyansky (2022). The bond lending channel of monetary policy. *Columbia Business School Research Paper Forthcoming*.
15. Duffie, D., A. Eckner, G. Horel, and L. Saita (2009). Frailty correlated default. *The Journal of Finance* 64 (5), 2089–2123.

16. Durante, E., A. Ferrando, and P. Vermeulen (2022). Monetary policy, investment and firm heterogeneity. *European Economic Review* 148, 104251.
17. Fukuzawa, D. and E. Islamaj (2022). Non-financial corporates in emerging market and developing economies: Evaluating liquidity and solvency risk.
18. Gertler, M. and S. Gilchrist (1994). Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms. *The Quarterly Journal of Economics* 109 (2), 309–340.
19. Giroud, X. and H. M. Mueller (2017). Firm leverage, consumer demand, and employment losses during the great recession. *The Quarterly Journal of Economics* 132 (1), 271–316.
20. Greenwald, D. L., J. Krainer, and P. Paul (2020). The credit line channel. Federal Reserve Bank of San Francisco.
21. Gu`rkaynak, R., H. G. Karasoy-Can, and S. S. Lee (2022). Stock market's assessment of monetary policy transmission: The cash flow effect. *The Journal of Finance* 77 (4), 2375–2421.
22. Helbling, T., J. P. Shanaka, and P. Monica (2023). Asia must monitor rising corporate debt amid higher interest rates. Technical report, IMF.
23. Ippolito, F., A. K. Ozdagli, and A. Perez-Orive (2018). The transmission of monetary policy through bank lending: The floating rate channel. *Journal of Monetary Economics* 95, 49–71.
24. Jeenas, P. (2019). Firm balance sheet liquidity, monetary policy shocks, and investment dynamics. Work 5.
25. Jord`a, O., M. Kornejew, M. Schularick, and A. M. Taylor (2022). Zombies atlarge? corporate debt overhang and the macroeconomy. *The Review of Financial Studies* 35 (10), 4561–4586.
26. Jungherr, J., M. Meier, T. Reinelt, I. Schott, et al. (2022). Corporate debt maturity matters for monetary policy. *Econometrica* 1 (4), 345.
27. Kalemli-O`zcan, S., L. Laeven, and D. Moreno (2022). Debt overhang, rollover risk, and corporate investment: Evidence from the european crisis. *Journal of the European Economic Association* 20 (6), 2353–2395.
28. Lang, L., E. Ofek, and R. Stulz (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of financial Economics* 40 (1), 3–29.
29. Ottonello, P. and T. Winberry (2020). Financial heterogeneity and the investment channel of monetary policy. *Econometrica* 88 (6), 2473–2502.
30. Shumway, T. (2001). Forecasting bankruptcy more accurately: A simple hazard model.
31. *The journal of business* 74 (1), 101–124.

Описательная статистика выборки

№	Показатель	Наблюдения*, количество	Среднее	Стандартное отклонение	Медиана	P25	P75	Min	Max
На уровне фирм – все предприятия									
1	EM Z-score	246605	9,65	13,33	6,63	2,81	13,14	-17,81	77,52
	<i>в том числе:</i>								
a.1	фирмы с капиталом	194532	12,68	13,06	8,70	4,75	15,61	-17,79	77,52
a.2	фирмы без капитала	52073	-1,67	6,47	-0,66	-5,17	2,30	-17,81	76,86
b.1	фирмы с банковским займом	41156	5,15	6,32	4,90	2,31	8,07	-17,80	75,97
b.2	фирмы без банковского займа	205449	10,55	14,16	7,27	2,94	14,69	-17,81	77,52
2	Финансовый долг	92257	0,39	0,56	0,23	0,05	0,57	0,00	51,20
3	Активы, млрд. тенге	246605	5,31	130,89	0,11	0,02	0,59	0,00	23347,40
4	Ликвидность	242308	0,27	0,31	0,13	0,02	0,44	0,00	1,00
5	Возраст, лет	179092	10,62	6,29	9,94	5,45	15,00	0,00	112,00
На уровне фирм – банкроты									
1	EM Z-score	9369	3,65	8,54	3,39	-0,07	6,41	-17,80	76,36
	<i>в том числе:</i>								
a.1	фирмы с капиталом	5406	7,43	8,06	5,32	3,44	9,04	-15,10	76,36
a.2	фирмы без капитала	3963	-1,52	6,12	-0,45	-4,83	2,36	-17,80	72,88
b.1	фирмы с банковским займом	3259	1,91	5,73	2,88	-0,72	5,06	-17,75	41,81
b.2	фирмы без банковского займа	6110	4,57	9,58	3,67	0,31	7,46	-17,80	76,36
2	Финансовый долг	5148	0,58	0,75	0,37	0,10	0,82	0,00	17,02
3	Активы, млрд. тенге	9369	2,42	12,20	0,35	0,08	1,43	0,00	950,47
4	Ликвидность	9083	0,14	0,23	0,03	0,00	0,15	0,00	1,00
5	Возраст, лет	7179	10,35	5,50	9,84	6,17	14,02	0,01	30,12

*Наблюдения за все периоды (2010-2022) и по всем респондентам попавших в выборку.

Наблюдения по EM Z-score фирм усечены, удалены наименьшие 5% и наибольшие 5%. В выборке остались только фирмы, по которым имелись данные по EM Z-score.

Median Leverage: Financial Debt to Assets by industry

Industry	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
A	18.8%	20.5%	21.0%	22.4%	22.3%	27.3%	24.9%	23.6%	23.0%	22.7%	20.7%	21.7%	20.7%
B	31.5%	25.6%	27.1%	26.3%	24.1%	31.9%	30.6%	33.9%	26.8%	24.6%	24.8%	22.6%	25.3%
C	30.3%	30.5%	28.4%	26.5%	27.4%	30.0%	27.1%	25.8%	24.0%	22.9%	20.6%	19.1%	18.4%
D	9.6%	13.3%	14.3%	16.2%	15.2%	23.9%	20.6%	15.6%	17.7%	19.8%	20.3%	24.9%	20.8%
E	18.8%	19.9%	17.9%	18.0%	15.7%	22.8%	15.1%	11.2%	21.3%	14.3%	17.4%	16.7%	13.0%
F	15.6%	14.3%	11.6%	11.6%	13.5%	14.2%	9.4%	10.7%	11.3%	9.7%	8.6%	10.1%	8.5%
G	29.2%	24.9%	27.3%	22.3%	23.4%	25.5%	21.2%	21.4%	20.9%	20.6%	18.0%	16.4%	14.3%
H	25.1%	21.4%	29.2%	27.1%	25.3%	31.5%	26.3%	25.2%	24.2%	20.7%	21.2%	18.6%	16.8%
I	41.4%	25.6%	32.2%	35.7%	30.7%	37.1%	40.2%	37.7%	38.1%	33.4%	33.3%	29.9%	26.7%
J	18.2%	18.2%	15.3%	14.5%	16.5%	16.2%	15.7%	9.8%	6.8%	7.8%	9.3%	10.8%	13.4%
K	61.6%	63.2%	68.7%	74.5%	76.2%	75.5%	74.8%	73.2%	71.8%	67.4%	67.7%	67.3%	62.9%
L	39.5%	37.3%	32.8%	34.2%	32.8%	37.0%	33.7%	29.1%	28.4%	29.5%	26.1%	23.6%	26.3%
M	12.4%	20.7%	13.1%	14.8%	12.9%	19.1%	13.0%	14.6%	13.7%	11.0%	10.7%	12.5%	14.1%
N	17.8%	22.5%	19.9%	20.9%	16.2%	24.1%	14.5%	17.8%	17.1%	16.3%	14.8%	14.2%	12.2%
R	69.4%	66.2%	64.0%	55.4%	50.0%	65.9%	63.7%	51.4%	66.5%	54.6%	45.7%	39.9%	47.7%
S	34.0%	30.3%	18.0%	22.5%	27.2%	46.2%	27.2%	21.9%	23.0%	20.2%	28.8%	14.4%	11.5%
All	26.2%	25.5%	25.4%	23.6%	23.6%	28.3%	23.7%	23.0%	22.3%	20.8%	19.1%	18.1%	17.7%

Median EM Z-score by industry

Industry	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
A	6.20	7.52	6.28	5.91	5.89	6.22	6.65	6.93	6.74	6.82	7.59	7.62	8.06
B	3.76	4.62	4.81	4.76	4.47	3.79	4.10	4.24	4.66	4.97	5.59	5.83	5.32
C	5.48	5.49	5.71	5.75	5.89	5.64	5.97	5.97	5.95	6.32	6.52	6.72	6.91
D	3.97	5.56	5.31	5.54	5.74	5.28	5.25	5.76	5.27	4.83	3.99	4.89	5.05
E	5.36	4.82	4.82	5.90	6.22	5.95	6.11	5.84	6.74	7.07	7.10	7.38	7.25
F	5.13	5.13	5.85	5.54	5.53	5.47	5.80	6.09	6.63	7.07	7.54	7.33	7.32
G	5.22	5.08	5.45	5.51	5.63	5.66	6.15	6.36	6.58	6.93	7.03	7.27	7.38
H	4.61	4.81	5.12	4.96	5.05	4.75	5.42	5.78	6.20	6.15	6.01	6.70	7.14
I	6.07	6.74	6.92	6.79	6.38	6.02	5.95	6.79	6.54	7.71	6.05	6.71	8.31
J	7.42	7.84	8.94	8.50	8.53	9.51	9.74	9.23	10.01	10.25	11.03	10.46	11.19
K	7.80	6.78	6.94	5.69	5.76	6.82	6.31	7.10	7.58	6.97	6.50	7.64	8.57
L	6.98	6.47	7.23	7.72	7.41	7.12	7.33	7.30	7.53	7.58	8.52	7.71	8.01
M	7.40	7.73	8.36	7.75	7.73	8.10	8.04	9.19	9.28	10.23	9.27	9.58	9.36
N	7.95	7.58	7.45	7.92	8.69	8.41	8.67	8.82	8.08	8.40	8.09	8.09	8.34
R	4.12	4.39	5.40	4.40	5.86	4.86	5.46	5.77	5.41	6.71	5.01	6.66	6.49
S	10.28	9.69	11.22	9.50	8.44	8.76	7.27	8.16	9.24	8.57	8.89	8.24	9.01
All	5.82	5.92	6.22	6.10	6.15	6.19	6.42	6.83	6.92	7.26	7.32	7.49	7.63

Сравнительный анализ инвестиционной активности в Казахстане и соседних странах: тенденции, проблемы, перспективы

Жакупова М. М. – начальник управления экономических исследований Департамента – Центра исследований и аналитики Национального Банка Республики Казахстан

Статья посвящена обзору и сравнительному статистическому анализу инвестиционной активности Казахстана и соседних стран за период 2018–2022 годы с целью выявления тенденций и проблем привлечения инвестиций. Несмотря на то, что все рассматриваемые страны являются бывшими странами СССР и после его развала находились примерно в одинаковых условиях, территориальные, природно-климатические, культурные и политические особенности обуславливают различные пути их дальнейшего развития. В статье сравниваются уровень и динамика инвестиций в основной капитал, в том числе в разрезе отраслей, а также другие статистические показатели рассматриваемых стран.

Ключевые слова: инвестиционная активность, инвестиции в основной капитал, ИОК, экономический рост, ВВП, ВДС, ВНОК, валовое накопление основного капитала, основные фонды, основные средства, отраслевое распределение инвестиций, ПИИ.

JEL-классификация: E22, O11.

1. Введение

Ключевой составляющей устойчивого экономического роста любой страны является инвестиции в основной капитал. Так, еще в 1936 году Дж. М. Кейнс в своем труде «General Theory of Employment, Interest, and Monetary» отмечал, что для увеличения национального дохода (национального производства) необходимо увеличить инвестиции. Механизм взаимодействия экономического роста и инвестиций основывается на принципе мультипликативного эффекта, суть которого состоит в том, что инвестиционные ресурсы увеличивают равновесный уровень национального производства на величину, большую, чем сами инвестиционные ресурсы (Keynes, 1936).

Согласно экономической теории, под инвестициями в основной капитал (ИОК) понимаются расходы, направленные на покупку средств производства и оборудования для производства товаров и услуг в будущем. То есть ИОК предполагают долгосрочные вложения в капитал путем откладывания потребления в настоящем времени в пользу извлечения прибыли в будущем и расширения производственного процесса. Основной капитал включает в себя часть производственного капитала, который участвует много раз в производстве и создает добавочную стоимость на выпущенную продукцию.

Однако ИОК являются весьма волатильным показателем, который чувствителен как к внешним факторам, понятным всем, так и к факторам, которые понятны лишь предпринимателям. В этой связи в настоящее время для современной экономической науки по-прежнему актуальной является проблема стимулирования инвестиций и оценка их влияния на экономический рост. При этом одним из важных направлений для изучения является правильное распределение инвестиционных ресурсов в целях достижения качественного экономического роста.

Целью данной статьи является обзор современной литературы по взаимосвязи экономического роста и инвестиций и на основе сравнительного анализа статистических показателей по инвестициям Казахстана и соседних стран выявление тенденций и проблем по рассматриваемому вопросу в некоторых постсоветских странах.

2. Литературный обзор

В современной экономической литературе огромное количество работ посвящены изучению влияния инвестиций на экономический рост в краткосрочном и долгосрочном периодах, причинно-следственной взаимосвязи между ними и другими показателями, такими как прямые иностранные инвестиции (ПИИ), внутренние сбережения, внутренние инвестиции, значимость секторального распределения инвестиций. Обобщение выводов исследований некоторых авторов по результатам литературного обзора приведено в таблице 1.

Хотя большинством авторов подчеркивается особая роль инвестиций в обеспечении устойчивости экономики и ее роста, но разнообразие выводов и многообразие подходов к оценке значения инвестиций для достижения экономического прогресса подтверждают сложный характер рассматриваемой проблемы.

Так, спорными являются выводы о причинно-следственных связях между инвестициями и темпом экономического роста. К примеру, тесная взаимосвязь между долей валового накопления основного капитала в ВВП и темпом роста после Второй мировой войны привела многих авторов, таких как De Long & Summers (1991, 1992), к выводу, что темп валового накопления капитала или ИОК определяют темп экономического роста страны. Однако рассмотрение такой связи на протяжении 15-20-летнего временного периода не доказывает причинно-следственную связь. Одним из ранних исследований по данному вопросу была работа Lipsey & Kravis (1987), которая показала, что при делении длительного периода на пятилетние периоды темпы роста были более тесно связаны с темпами накопления капитала в последующие пятилетние периоды, чем с темпами накопления капитала предшествующих или соответствующих пятилетних периодов. Этот результат позволил предположить, что наблюдаемые долгосрочные отношения были обусловлены скорее влиянием экономического роста на накопление капитала, чем влиянием накопления капитала на экономический рост (Blomstrom et al., 1996).

Blomstrom et al. (1996), аналогичным образом рассмотрев изменения в накоплении капитала и экономическом росте в течение последовательных пятилетних периодов, но с использованием более формальных методов изучения направления причинно-следственной связи, не нашли доказательств того, что инвестиции в основной капитал являются ключом к экономическому росту. Этот вывод согласуется с результатами последних 25 лет исследований в области экономики развития, которые показывают, что путь к экономическому росту и развитию – это нечто большее, чем просто повышение норм сбережений и инвестиций с 5% до 15% или иных показателей. Институциональное развитие, экономический и политический климат, а также экономическая политика, которая поощряет образование, приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ), эффективное использование инвестиций, являются главными основами экономического роста (Blomstrom et al., 1996).

Если рассматривать влияние ПИИ на экономический рост, то обзор литературы, проведенный Bruno & Campos (2013), показывает, что 50% эмпирических исследований на макроуровне сообщают о значительном положительном влиянии ПИИ на экономический рост, 11% обнаруживают отрицательное влияние, а 39% считают, что рост не зависит от ПИИ. Такие противоречивые результаты объясняются авторами использованием различных эконометрических методов и спецификаций (Bruno & Campos, 2013) и различной поглощающей способностью принимающих стран (Blomstrom et al., 2003). Так, эмпирические исследования сходятся к выводу, что влияние ПИИ на экономический рост зависит от нескольких местных обстоятельств, таких как уровень развития (Blomstrom et al., 1994), человеческий капитал (Borensztein et al., 1998), финансовое развитие (Alfaro et al., 2004), деловая среда (Busse et al., 2008) и секторальное распределение (Aykut and Sayek, 2007).

Литературный обзор о роли инвестиций в обеспечении экономического роста

Авторы, год публикации	Диапазон данных	Результаты и выводы
De Long & Summers (1991, 1992)	61 страна за период 1960–1985 гг., 54 стран за период 1950–1985 гг., 1985–1990 гг.	Инвестиции в машины и оборудования имеют сильную взаимосвязь с экономическим ростом: каждый дополнительный процент ВВП, вложенный в оборудование, связан с увеличением темпа роста ВВП на одну треть процентного пункта в год. Эта взаимосвязь гораздо сильнее, чем взаимосвязь, найденная между экономическим ростом и другими компонентами инвестиций. Более высокие инвестиции в оборудование способствуют более быстрому экономическому росту, социальная отдача от инвестиций в оборудование в хорошо функционирующих рыночных экономиках составляет около 30% в год.
Blomstrom et al. (1996)	более 100 стран в течение последовательных пятилетних периодов с 1965 по 1985 гг.	При разделении периода после Второй мировой войны на пятилетние подпериоды обнаружилось, что рост ВВП на душу населения за определенный период более тесно связан с последующим накоплением капитала, чем с текущим или прошлым накоплением капитала. Более того, результаты простых тестов на причинно-следственную связь предполагают, что экономический рост стимулирует последующее накопление капитала в большей степени, чем накопление капитала вызывает последующий экономический рост. Таким образом, не найдено доказательств того, что инвестиции в основной капитал (или инвестиции в оборудование) являются ключом к экономическому росту.
Aykut & Sayek (2007)	55 стран за период 1990–2003 гг.	Результаты показывают, что, если отраслевая структура ПИИ смещается в сторону производственного сектора, это оказывает значительное и положительное влияние на экономический рост. Напротив, если отраслевая структура ПИИ смещается в сторону услуг или сырьевого сектора, это оказывает негативное и, в основном, незначительное влияние на экономический рост. Ожидается, что ПИИ в сырьевом секторе окажут в основном негативное воздействие на местную экономику из-за следующих факторов, которые будут доминировать: воздействие на структуру рынка, возможные последствия «голландской болезни» из-за влияния на реальный обменный курс и низкие связи в отрасли с местной экономикой по своей природе.
Blomstrom, Kokko и Mucchielli (2003)		В статье предполагается, что использование инвестиционных стимулов, ориентированных исключительно на иностранные фирмы – хотя и мотивированных в некоторых случаях с теоретической

		<p>точки зрения – как правило, не является эффективным способом повышения национального благосостояния. Основная причина заключается в том, что самый сильный теоретический мотив финансовых субсидий для привлечения ПИИ – распространение иностранных технологий и навыков в местную промышленность – не является автоматическим следствием иностранных инвестиций. Потенциальные побочные выгоды реализуются только в том случае, если местные фирмы имеют возможность и мотивацию инвестировать в освоение иностранных технологий и навыков. Поэтому, чтобы поощрять привлечение иностранных инвестиций, необходимо в то же время поддерживать обучение и инвестиции в местные фирмы.</p> <p>Следовательно, вместо того, чтобы предлагать узко определенную политику в области ПИИ, необходимо рассматривать пакеты инвестиционных стимулов как часть общей промышленной политики страны и предоставлять любые стимулы на равных условиях всем инвесторам, как иностранным, так и местным.</p>
Ai and Zhang (2013)	Китай	<p>Основным каналом, через который ПИИ способствовали экономическому росту, было увеличение общего накопления капитала. Результаты показали, что ПИИ оказывают положительное влияние на экономический рост Китая, но существуют явные региональные различия.</p>
Abu & Karim (2016)	16 стран Африки южнее Сахары за период 1981–2011 гг.	<p>Хотя между экономическим ростом и инвестициями существует двунаправленная причинно-следственная связь, влияние внутренних инвестиций на экономический рост является отрицательным в краткосрочной перспективе и положительным в долгосрочной перспективе.</p>
Trojette (2016)	Страны 5 регионов: Африка южнее Сахары, Ближний Восток и Северная Африка, Европа, Азия и Америка, за период 1984–2013 гг.	<p>Масштабы влияния институтов на взаимосвязь между ПИИ и экономическим ростом неравномерны по группам стран. Критическая ценность институтов объясняет разницу между группами. Для положительного воздействия ПИИ на экономический рост необходим минимальный уровень институтов. Установлено, что ПИИ способствуют росту за счет стабильности правительства, социально-экономических условий, правопорядка, демократической подотчетности и качества бюрократии для трех из пяти групп.</p> <p>Результаты показывают, что даже если страны находятся выше порога по институциональному развитию, влияние ПИИ на экономический рост может быть разным. Эта разница обусловлена уровнем доходов стран. Действительно, помимо глобального институционального уровня, положительное влияние ПИИ на экономический рост более важно в странах со</p>

		средним уровнем дохода, чем в странах с высоким уровнем дохода.
Yedder et al. (2023)	страны Северной Африки за период 1990–2021 гг.	Эмпирические результаты подтверждают, что внутренние инвестиции и экспорт не оказывают никакого влияния на экономический рост в долгосрочной перспективе. Возможные причины этого: политическая нестабильность, зависимость от экспорта природных ресурсов, трудности в создании прочной инфраструктуры и прозрачной нормативно-правовой базы, проблемы с образованием и квалификацией рабочей силы.

Таким образом, вышеприведенный литературный обзор свидетельствует, что инвестиции не являются панацеей для экономического роста, а тем более для качественного экономического роста, и выступают как один из возможных факторов, способствующих экономическому росту при создании определенных благоприятных условий, которые отмечаются авторами исследований по изучению влияния инвестиций на экономический рост.

3. Страновой анализ инвестиционной активности

Существуют количественные и качественные показатели для оценки инвестиционной активности на уровне стран.

Группа качественных показателей предназначена для оценки уровня государственно-частного партнерства, количества реализованных проектов по обеспечению благоприятного инвестиционного климата, а также принимаемых мер финансовой и иной поддержки инвесторов и предпринимателей. В данной работе мы остановимся на рассмотрении количественных показателей, так как информация о качественных показателях в разрезе стран не доступна в полной мере.

К количественным показателям относятся устойчивая динамика ВВП и ИОК, доля валового накопления основного капитала (ВНОК) в ВВП, доля ИОК в ВВП, ИОК на душу населения и другие показатели.

При этом в соответствии с международными стандартами статистики ИОК представляет собой совокупность затрат, направленных на приобретение, создание и воспроизводство основных фондов, то есть затрат на новое строительство, реконструкцию объектов, которые приводят к увеличению их первоначальной стоимости, приобретение машин, оборудования, транспортных средств, производственного и хозяйственного инвентаря, на формирование рабочего, продуктивного и племенного стада, насаждение и выращивание многолетних культур и т. д., а также инвестиции в нематериальный основной капитал, который включает инвестиции в объекты интеллектуальной собственности. ИОК отражается в текущих ценах, для получения реальных значений рассчитывается индекс физического объема ИОК к предыдущему периоду с использованием дефлятора.

Согласно международным стандартам статистики ВНОК представляет собой стоимость приобретения производителями новых и существующих основных средств, используемых в производстве для создания нового дохода в будущем, за вычетом стоимости выбытия основных средств. В основе расчета ВНОК лежит показатель ИОК с учетом корректировок для приведения его в соответствие концепции СНС. Так, в ИОК включаются затраты на приобретение рабочего, продуктивного и племенного скота, а при исчислении ВНОК – изменение стоимости животных основного стада, равное общей величине стоимости приобретения животных, включая выращивание для собственного использования, за вычетом стоимости выбытия. В состав ИОК не включаются затраты на организацию и содержание заповедников и национальных парков, не полностью включаются затраты конечного покупателя недвижимости на оплату посреднических

услуг, связанных с передачей прав собственности на нее, которые должны входить в состав ВНОК. Выплаты процентов за кредит, учитываемые в составе ИОК, по методологии СНС не включаются в ВНОК и ВВП.

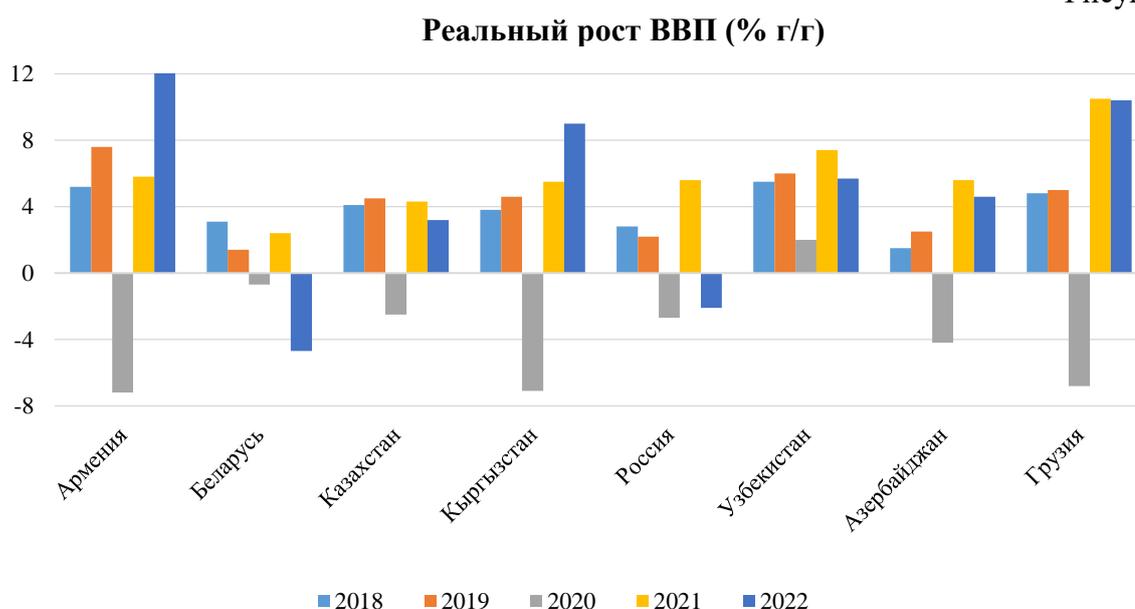
Согласно методике расчета показателей «Доля инвестиций в основной капитал в валовом внутреннем продукте» и «Доля инвестиций в основной капитал в валовом региональном продукте субъекта Российской Федерации», утвержденной приказом Росстата от 30 января 2014 года № 56, в целях обеспечения единых методологических принципов сопоставимости данных об ИОК и ВВП в расчетах предлагается использовать показатель ВНОК. На региональном уровне ввиду проблем, связанных с информационным обеспечением, в расчетах предлагается использовать ИОК. В нашем анализе мы рассмотрим оба данных показателя.

Вместе с тем годовое соотношение ИОК к ВВП на самом деле не показывает, было ли инвестиций слишком много или мало. Чтобы определить это, полезнее рассмотреть общие запасы основных средств, который включает стоимость всех прошлых инвестиций с поправкой на амортизацию.

Таким образом, для всестороннего сравнительного анализа в данной работе использованы различные статистические показатели инвестиционной активности, которые доступны в разрезе рассматриваемых стран: Казахстан, Армения, Беларусь, Кыргызстан, Россия, Узбекистан, Азербайджан, Грузия.

Для начала сравним темпы экономического роста рассматриваемых стран за 2018–2022 гг. (рисунок 1). Так, в 2020-м «пандемийном» году отмечается сокращение реального ВВП в разной степени во всех странах, кроме Узбекистана, где зафиксирован рост на уровне 2%. Также негативный рост ВВП сложился в 2022 году в России и Белоруссии в связи обострением геополитической обстановки и наложением санкций западными странами. Во всех остальных странах в 2022 году отмечается рост, при этом рост реального ВВП, зафиксированный в Армении (12,6%), Грузии (10,4%, в 2021 году – 10,5%), Кыргызстане (9%), являются достаточно высокими показателями даже для развивающихся стран. Такой беспрецедентный рост, возможно, связан с эмиграцией трудовых и иных ресурсов из России.

Рисунок 1

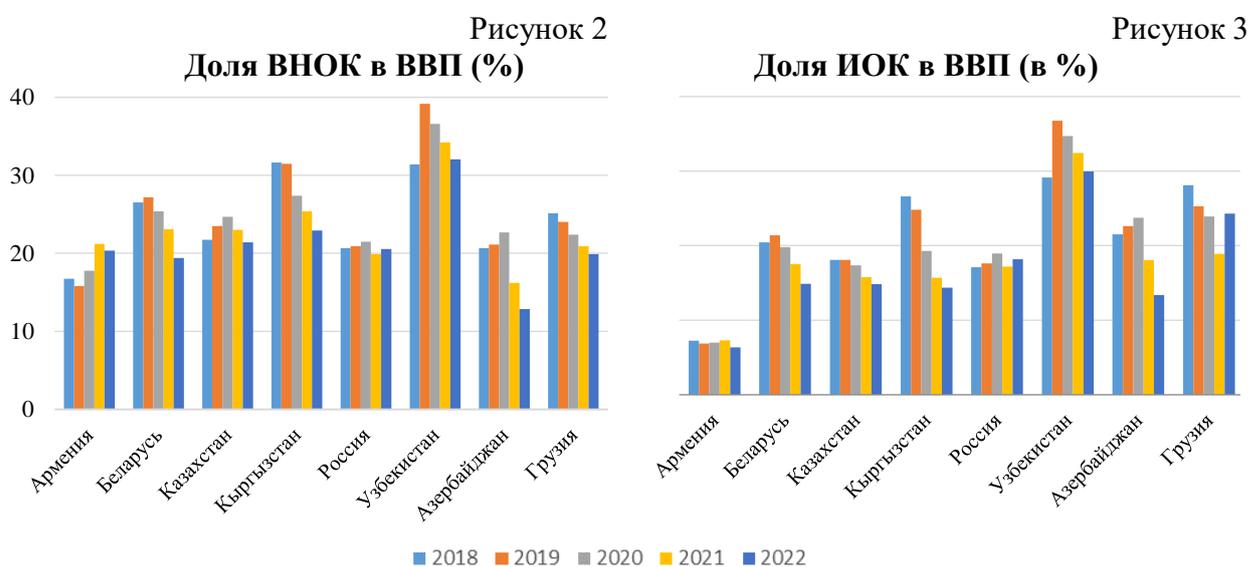


Источник: Статистика стран ЕАЭС <https://eec.eaeunion.org/comission/>, данные органов статистики стран

Для выявления наличия связи между инвестициями и высокими темпами экономического роста в вышеуказанных странах требуется более глубокий эконометрический анализ. Вместе с тем с помощью анализа статистических данных

инвестиционной активности также можно сделать определенные выводы. Такие показатели, как доля ВНОК в ВВП и доля ИОК в ВВП в рассматриваемых странах, возможно, свидетельствуют о том, что высокие показатели инвестиций, к примеру, в Узбекистане, позволили поддержать положительный рост в «пандемийный» 2020 год (рисунки 2, 3). В целом тенденция изменений долей ВНОК и ИОК в ВВП в большинстве стран показывает незначительно ниже уровень доли ИОК по сравнению с ВНОК, за исключением Армении. Так, доля ВНОК в ВВП в Армении за рассматриваемый период составлял 16-21%, в то время как доля ИОК в ВВП 6,4-7,3%.

Если сравнить с мировыми показателями, то, согласно данным Всемирного Банка, средний показатель доли ВНОК в ВВП за 2022 год по 141 стране составил 24,56%, инвестиции – около 20-25% от ВВП¹. Обычно более высокие значения присущи менее развитым странам, чем странам с развитой экономикой, поскольку эти страны находятся в процессе индустриализации, требующей дополнительных инвестиций. Таким образом, показатели Армении, России и Азербайджана в 2022 году отстают от среднемировых значений, показатели Казахстана, Белоруссии, Кыргызстана и Грузии находятся около среднемировых значений, а Узбекистана – выше среднемировых значений.



Источник: Статистика стран ЕАЭС <https://eec.eaeunion.org/comission/>, данные органов статистики стран, расчеты автора

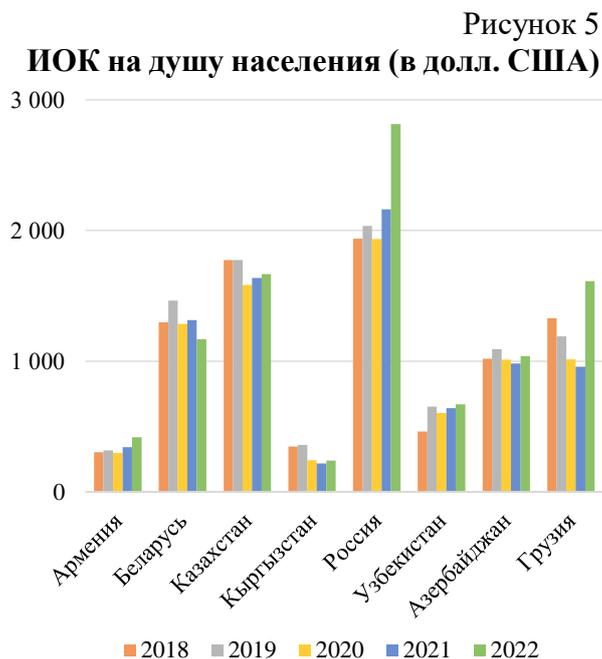
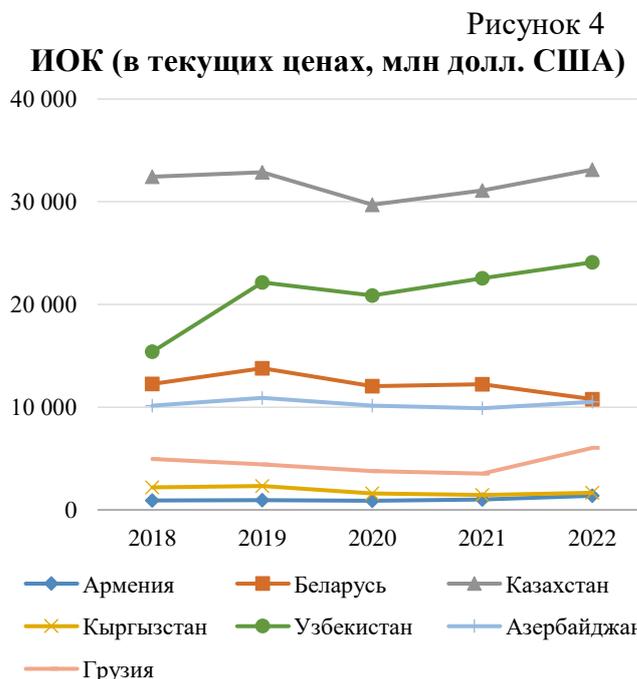
Также был сопоставлен общий уровень ИОК в долл. США в текущих ценах и на душу населения (рисунки 4, 5). При сопоставлении общего уровня ИОК Россия была исключена из графика, так как этот показатель в данной стране составил 413 тыс. долл. США, что более чем в 12 раз превышает показатели других стран. Россия среди сравниваемых стран является самой большой как по территории и численности населения, так и по объему экономики.

При сравнении уровня ИОК на душу населения показатель России (2 815 долл. США в 2022 году) превышал показатели Казахстана и Грузии (1 666 и 1 613 долл. США в 2022 году соответственно) в 1,6-1,7 раз, в то время как показатели Узбекистана, Армении и Кыргызстана (670, 418 и 239 долл. США в 2022 году соответственно) были существенно ниже.

Низкие значения ИОК на душу населения свидетельствуют о значительном потенциале роста объема инвестиций в будущем и их высокой эффективности при создании

¹ <https://www.theglobaleconomy.com>. Данные немного отличаются от данных национальных статистических органов.

необходимых условий для рентабельности, таких как качественное институциональное развитие, повышение уровня развития человеческого капитала и финансовой среды, правильное секторальное распределение инвестиций, благоприятный бизнес-климат и др.



Источник: Статистика стран ЕАЭС <https://eec.eaeunion.org/comission/>, данные органов статистики стран, расчеты автора

В дополнение к показателям инвестиций представляет интерес сравнение уровня общих запасов основных средств рассматриваемых стран по остаточной балансовой стоимости, то есть за вычетом амортизации (рисунок 6).



Источник: Данные органов статистики стран, расчеты автора

В сравнительный анализ по запасам основных средств не вошли данные по Армении ввиду их отсутствия в общем доступе. Данные по России также не были включены в график,

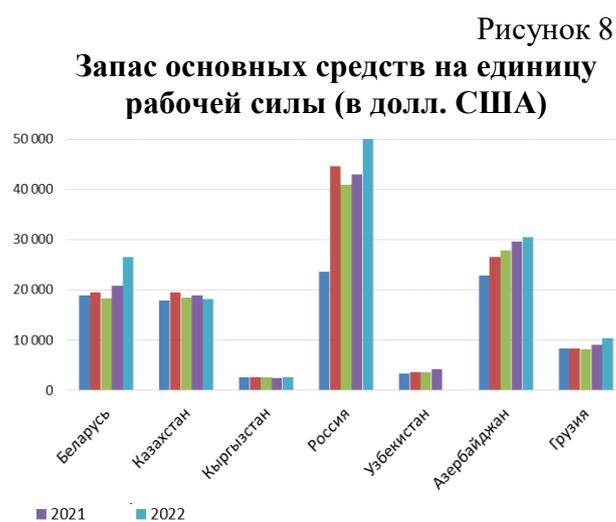
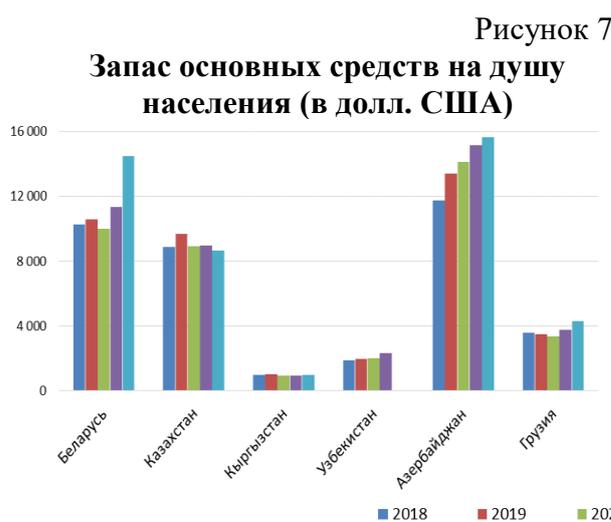
так как ее показатели значительно выше остальных стран (общий запас основных средств на конец 2022 года составил 3,8 трлн долл. США или 535 тыс. долл. США на душу населения), что обусловлено значительными масштабами экономики России и наследием СССР.

Среди рассмотренных стран уровень общих запасов основных средств в Казахстане (171 млрд долл. США в 2022 году) и Азербайджане (158,5 млрд долл. США в 2022 году) выше, чем у других, что объясняется преобладанием капиталоемких отраслей в экономиках данных стран, а именно добывающей отрасли, доля которой в общем запасе основных средств в Казахстане составила в 2022 году 16,8%, что является вторым показателем после оптово-розничной торговли (доля 26,4%). В Азербайджане доля добывающей отрасли в общем запасе основных средств лидировала среди других отраслей и составила 50,5%.

При этом в Азербайджане последние 5 лет наблюдается рост запасов основных средств в долларовом эквиваленте в текущих ценах (при фиксированном курсе 1,7 манат за 1 долл. США) в среднем на 6,3%, тогда как в Казахстане рост запасов основных средств в долларовом эквиваленте незначительный (0,9%), в тенговом эквиваленте составил 6,9% в текущих ценах.

Следующими странами по уровню общих запасов основных фондов являются Беларусь, в экономике которой преобладает обрабатывающая промышленность (24% ВВП в 2022 году), и Узбекистан, в экономике которого преобладает сельское хозяйство (25,2% ВВП в 2022 году) и обрабатывающая промышленность (20,5% ВВП в 2022 году). В Грузии и Кыргызстане наблюдаются низкие запасы основных фондов (ниже 20 тыс. долл. США в 2022 году), что объясняется сравнительно небольшим объемом экономики и преобладанием сферы услуг. Более подробно отраслевой анализ инвестиций в разрезе некоторых стран приведен в следующих разделах.

Далее, как предложено в экономической литературе, важно сравнить уровень запасов основного капитала на душу населения или единицу рабочей силы (рисунки 7, 8). Сравнение этих показателей или отслеживание их изменений с течением времени может дать ценную информацию о таких факторах, как технологический прогресс, эффективность труда и иностранные инвестиции. В целом высокое соотношение основного капитала на одного работника, то есть капиталоемкость, указывает на экономику с надежной производственной инфраструктурой, что часто приводит к большей экономической стабильности.



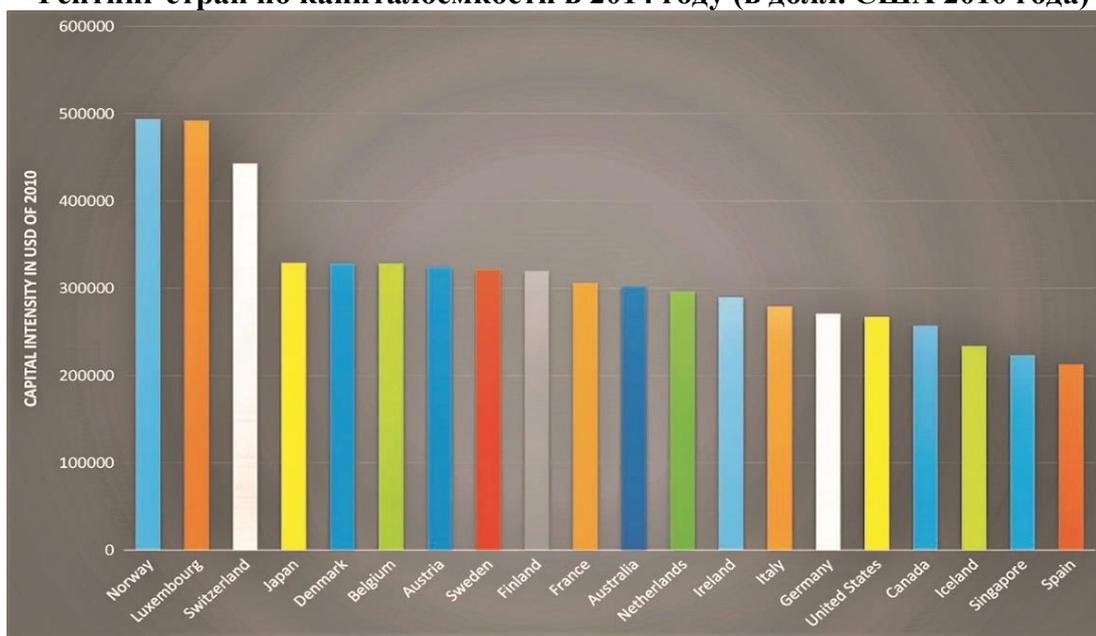
Источник: Статистика стран ЕАЭС <https://eec.eaeunion.org/comission/>, данные органов статистики стран, расчеты автора

В диаграмму по запасам основных средств на душу населения (рисунок 7) не включена Россия, так как ее показатель в 34 раза превышает показатель Азербайджана,

который идет следующим, в то время как в диаграмму по запасам основных средств на единицу рабочей силы Россия включена, так как ее показатель превышает показатель Азербайджана всего в 1,65 раза и составил в 2022 году около 50 тыс. долл. США на единицу рабочей силы. Это подтверждает, что по показателю капиталоемкости все рассматриваемые нами страны отстают от мировых показателей. Так, сравнительно небольшие, но высокоразвитые страны, такие как скандинавские страны, Бельгия, Ирландия, Австрия и Люксембург, входят в число 20 стран с самой высокой капиталоемкостью с уровнем более 200 тыс. долл. США на каждого работника (рисунок 9). В то время как Китай, Индия и, в меньшей степени, Бразилия и Россия не очень хороши с точки зрения капиталоемкости (Berlemann & Wesselhöft, 2017).

Рисунок 9

Рейтинг стран по капиталоемкости в 2014 году (в долл. США 2010 года)



Источник: Berlemann & Wesselhöft (2017)

Для более детального анализа, в том числе для рассмотрения секторального распределения инвестиций, остановимся на некоторых странах по отдельности.

Казахстан. В Казахстане за последние 5 лет отмечается снижение доли ИОК в ВВП с 18% в 2018 году до 14,7% в 2022 году (рисунок 10). Это происходит на фоне отставания среднегодового темпа роста инвестиций (за 2018–2022 гг. – 6,4%) от среднегодового темпа роста номинального ВВП (за 2018–2022 гг. – 10,9%). Снижение инвестиций отмечается по всем отраслям экономики: доля ИОК добывающей отрасли в ВВП сократилась до 4,3% в 2022 году (в 2018 году – 7,2%), доля ИОК обрабатывающей отрасли незначительна и постепенно снижается по отношению к ВВП (с 2,0% в 2018 году до 1,5% в 2022 году).

Вместе с тем в структуре ИОК (рисунок 11) сохраняется преобладающая доля добывающего сектора (29,2%), что свидетельствует не только о капиталоемкости данной отрасли, но и сырьевой направленности экономики страны. Этому также способствуют иностранные прямые инвестиции, из которых 80% (139,6 млрд долл. США на 1 июля 2023 года) направляются в горнодобывающую и металлургическую промышленность, в том числе 70,3% (122,2 млрд долл. США) – на добычу сырой нефти и природного газа. При этом доля обрабатывающей отрасли в структуре ИОК в 3 раза меньше – всего лишь 10,4%.

Рисунок 10

ИОК к ВВП Казахстана в разрезе отраслей

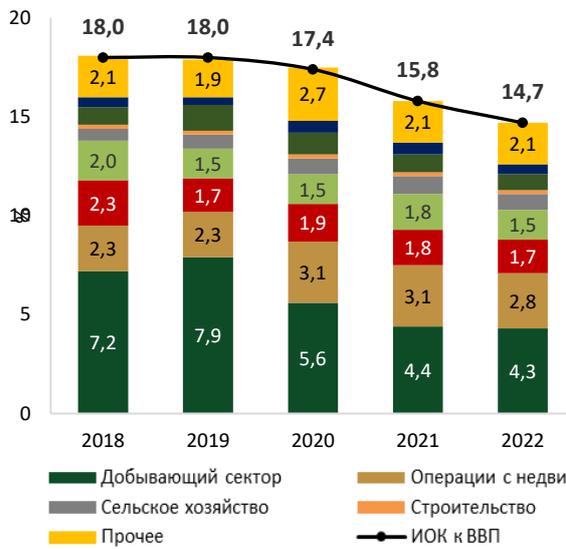
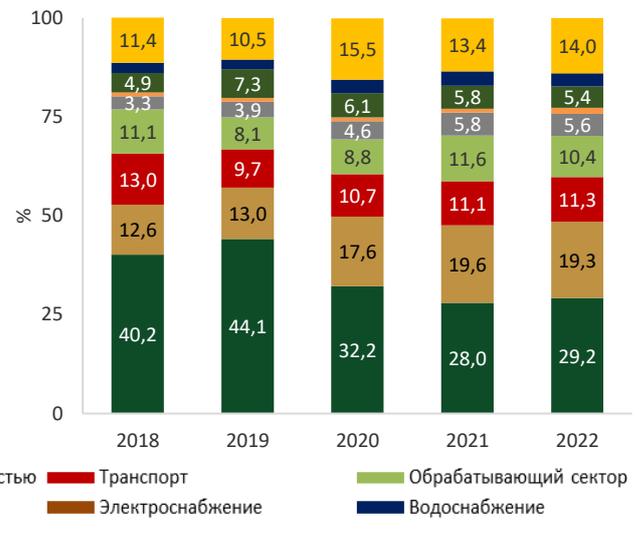


Рисунок 11

Структура ИОК в динамике



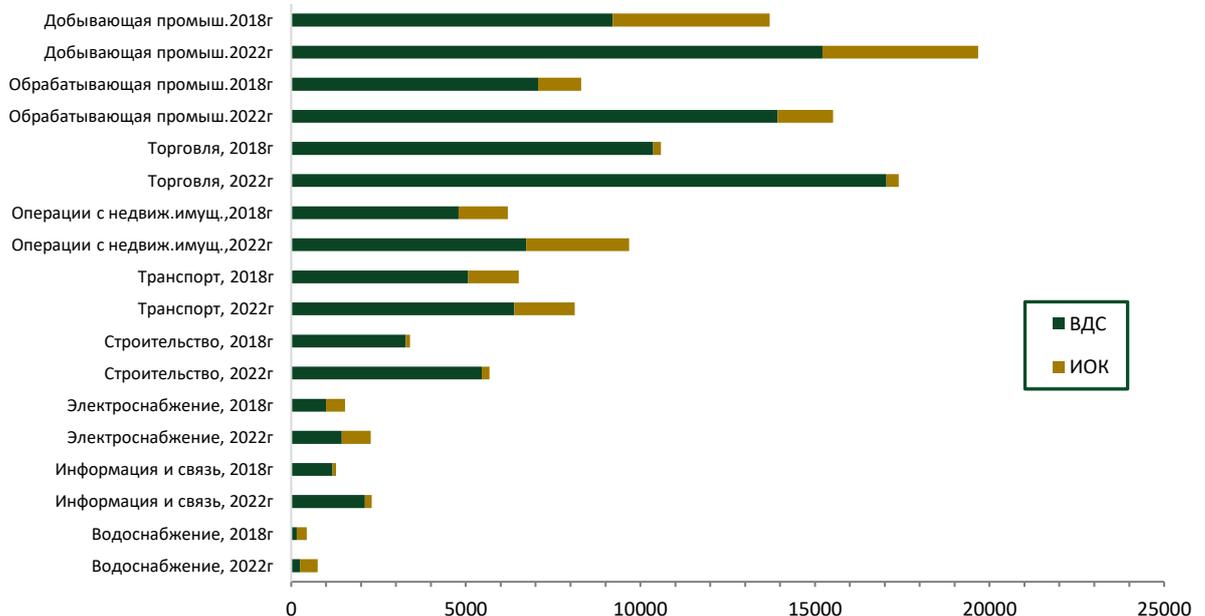
Источник: БНС АСПиР РК, расчеты автора

Сопоставление вкладов отраслей экономики Казахстана в валовой добавленной стоимости (ВДС) и ИОК свидетельствует о недоинвестированности обрабатывающей отрасли Казахстана (рисунок 12). Так, рост инвестиций в обрабатывающую отрасль отстает от роста ВДС данной отрасли более чем в 3 раза.

Несмотря на то, что среди рассматриваемых стран, за исключением России, уровень запасов основных средств в Казахстане самый высокий, существует острая необходимость в обновлении основных фондов в ключевых отраслях. Так, темп износа основных средств в 5 раз опережает темп их обновлений. Общий уровень износа основных средств вырос с 38% в 2018 году до 46% в 2022 году, в то время как коэффициент обновления практически не изменился (9,3% в 2018 году и 9,7% в 2022 году).

Рисунок 12

ВДС и ИОК в разрезе отраслей, млрд тенге



Источник: БНС АСПиР РК, расчеты автора

Наиболее капиталоемкой (29% всех основных средств Казахстана) и в то же время с наибольшей степенью износа основных средств (72,3%) является отрасль энергоснабжения (рисунок 13). У данной отрасли отмечается минимальный коэффициент обновления (1,8%), что свидетельствует о ее недоинвестированности. Другими отраслями с высокой степенью износа являются добывающая (63,8%) и обрабатывающая (41,2%) отрасли, а также информация и связь (51,3%) (рисунок 14).

Рисунок 13

Распределение основных средств по отраслям (по состоянию на конец 2022 года)

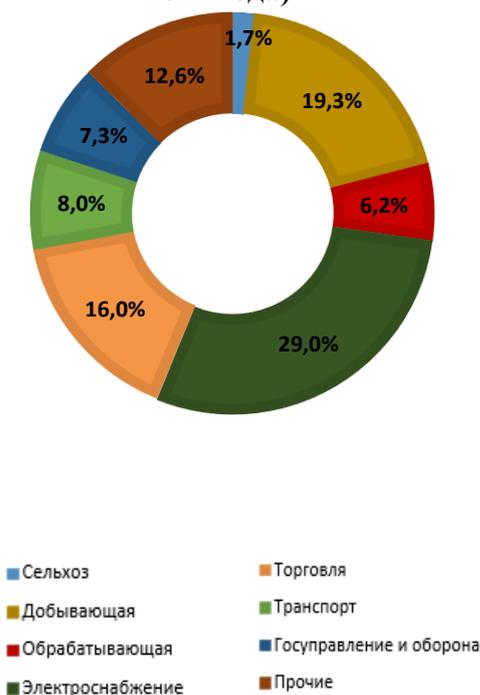


Рисунок 14

Степень износа основных средств по отраслям



Источник: БНС АСПиР РК, расчеты автора

Для качественного роста важны инвестиции в высокотехнологичные машины и оборудования и нематериальные активы. Значительная доля инвестиций в Казахстане направлена на здания и сооружения (61%), и они, в основном, преобладают в отрасли, связанной с операциями с недвижимостью. В обрабатывающей отрасли больше половины объема инвестиций приходится на строительство и капитальный ремонт зданий и сооружений.

Затраты на машины и оборудование составляют меньше трети (28%) от общего объема инвестиций в Казахстане. Инвестиции в нематериальный основной капитал минимальны и сокращаются из года в год (с 21% от всех ИОК в 2019 году до 11% в 2022 году). Их объем снизился с 2,7 трлн тенге в 2019 году до 1,6 трлн тенге в 2022 году. Инвестиции в нематериальные активы напрямую связаны с финансированием научно-технического прогресса, повышением инновационных аспектов и улучшением технологичности производства в целом.



Источник: БНС АСПиР РК, расчеты автора

Таким образом, несмотря на сравнительно высокие показатели инвестиций и запасов основных средств относительно других рассматриваемых стран (за исключением России) в Казахстане имеются структурные проблемы распределения инвестиций как по отраслям, так и по видам затрат. Высокая степень износа и низкая степень обновления основных средств ограничивают инновационно-технологическое развитие, приводит к потере конкурентоспособности на внутреннем и внешнем рынках. Недостаточность инвестиций в высокотехнологичные основные средства ограничивает генерацию добавленной стоимости. В этой связи требуются значительные реформы для привлечения инвестиций в те отрасли, которые особо нуждаются в них, а также обеспечат качественный экономический рост.

Узбекистан. В Узбекистане, как было отмечено выше, показатели ИОК к ВВП выше среднемировых показателей (30% в 2022 году) (рисунок 16). Основными отраслями, генерирующими ВДС в Узбекистане в 2022 году, являлись сельское хозяйство, лесное и рыбное хозяйство (25,2% от ВВП), обрабатывающая промышленность (20,5% от ВВП), торговля (7% от ВВП), строительство (6,7% от ВВП), операции с недвижимым имуществом (5,5% от ВВП) и транспортные услуги (5,2% от ВВП). Остальные отрасли генерируют меньше 5% ВВП, в том числе горнодобывающая промышленность (рисунок 18).

При этом, согласно отраслевой структуре ИОК, в 2022 году основными получателями инвестиций являлись обрабатывающая промышленность (25,5%), операции с недвижимым имуществом (11,6%), горнодобывающая промышленность (8,7%), транспорт (7,7%), электроснабжение (7,5%) и строительство (6,1%) (рисунок 17). Доля сельского хозяйства составила 5,9%, что не сопоставимо с его вкладом в ВВП страны и может свидетельствовать о недоинвестированности данной отрасли.

Рисунок 16

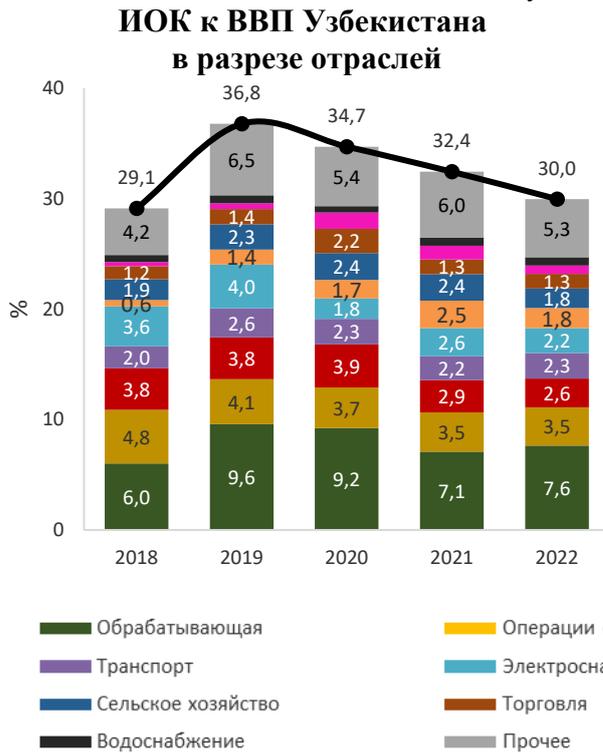


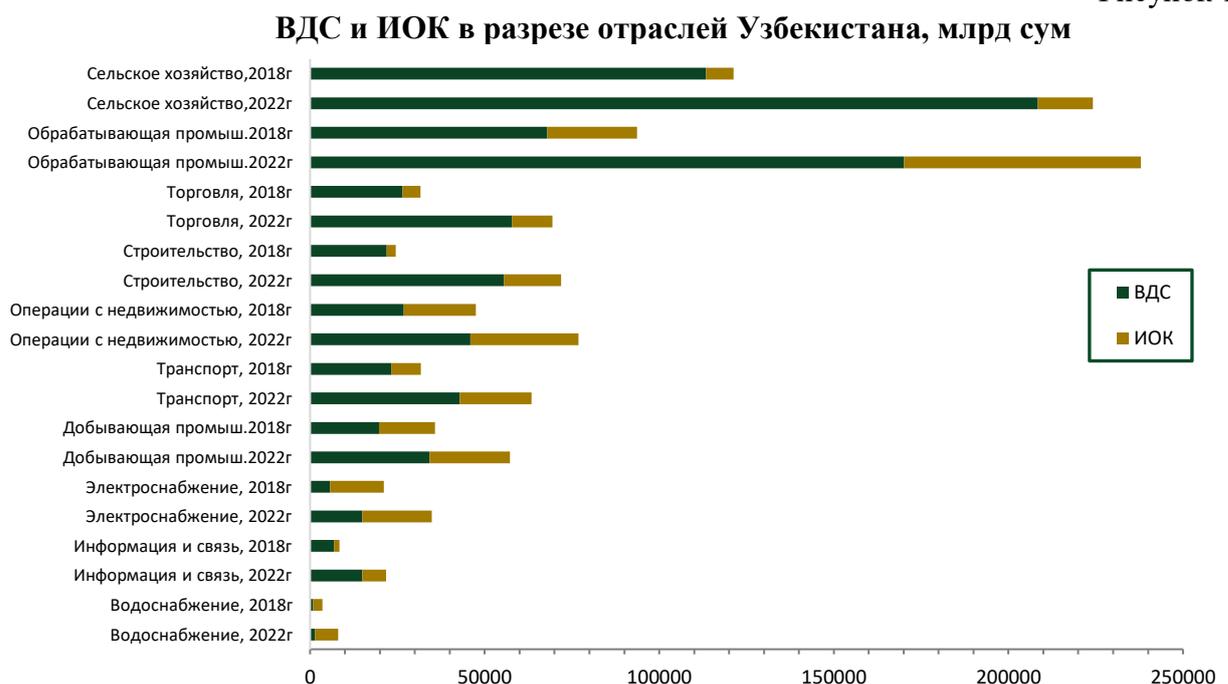
Рисунок 17



Источник: Агентство статистики при Президенте Республики Узбекистан, расчеты автора

Между тем отмечают опережающие темпы роста инвестиций по сравнению с ростом их вклада ВДС в строительстве (в 3,5 раза), информации и связи (в 2,75 раза) и водоснабжении (в 2,37 раза), что показывает рост инвестиционной привлекательности, а также возросший приоритетности этих отраслей для государственной политики. Так, согласно исследованию Бегалова Б. А. и др. (2023), в последние 5 лет в Узбекистане реализуются много проектов по строительству инфраструктуры, социальных объектов, объектов в обрабатывающей промышленности.

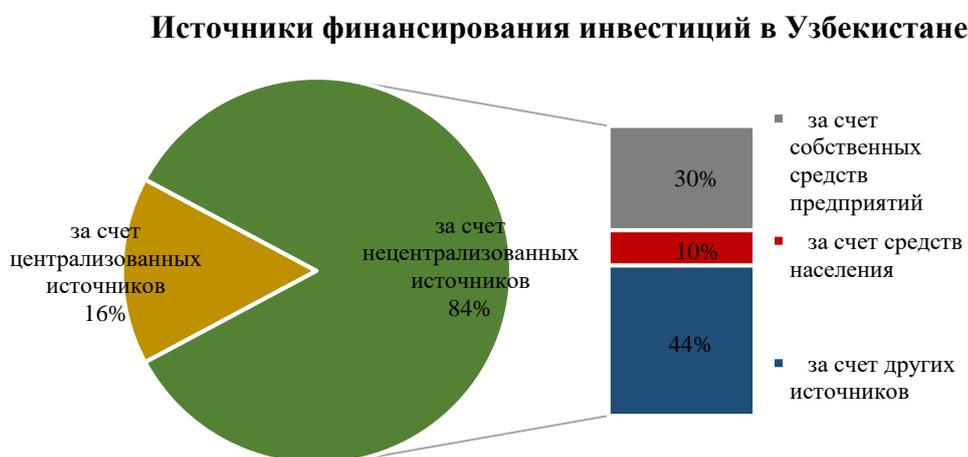
Рисунок 18



Источник: Агентство статистики при Президенте Республики Узбекистан, расчеты автора

С точки зрения источников финансирования в 2022 году за счет централизованных источников, в которые входят государственный бюджет, государственные фонды и иностранные кредиты под гарантию Республики Узбекистан, профинансировано около 16% инвестиций. Остальные 84% общего объема инвестиций были профинансированы из нецентрализованных источников, таких как собственные средства предприятий (30%) и населения (10%), банковские кредиты и другие займы (6,6%) и другие источники.

Рисунок 19



Источник: Агентство статистики при Президенте Республики Узбекистан

Согласно Отчету Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике «Состояние и движение основных средств по Республике Узбекистан за 2021 год», степень износа основных средств с 2017 по 2021 год сократилась с 34,9% до 26,7%, а коэффициент обновления колебался с 15,5% до 13,8% и в среднем составил 14,1%. Несмотря на то, что наиболее капиталоемкой отраслью в 2021 году была сфера услуг с долей 59,9% от всех основных средств (по остаточной стоимости), в которую включены транспорт, строительство, информация и связь и прочие отрасли услуг, однако наибольшая степень износа зафиксирована в промышленности – 30,4%, в частности, в добывающей отрасли – 30,5%, обрабатывающей отрасли – 31,0%, электроснабжении – 29,2% и водоснабжении – 25,2%. При этом лидерами по вводу в действие новых основных средств являются промышленность (40,5%) и сфера услуг (39%).

Структура ИОК Узбекистана по видам затрат показывает, что с 2019 по 2022 год доля затрат на строительство и капитальный ремонт зданий и сооружений увеличилась с 39,5% до 49,6%, в то время как доля затрат на машины и оборудования уменьшилась до 43,2% (рисунок 20). Продолжает оставаться незначительной доля затрат на нематериальные активы (0,8%), хотя в стоимостном выражении отмечается рост в 2022 году в более чем 2 раза (с 292,3 млрд сум до 1 169 млрд сум).

Таким образом, статистический анализ данных Узбекистана по динамике ИОК и их распределению по отраслям и по видам затрат показал, что основной упор государственной политики направлен на развитие обрабатывающей промышленности в целях насыщения внутреннего рынка собственными потребительскими товарами. Реализуемые за последние 5 лет реформы оказались успешными, что позволило наращивать инвестиции в среднем в реальных выражениях (ИФО) на 11% ежегодно. Вместе с тем показатели ИОК на душу населения и запасы основных фондов на единицу рабочей силы достаточно низкие, что свидетельствует о необходимости дальнейшего наращивания инвестиций. При этом важно сделать упор на вливания, способствующие научно-техническому прогрессу, повышению инновационных аспектов и улучшению технологичности производства в целом.



Источник: Агентство статистики при Президенте Республики Узбекистан

Армения. Показатели ИОК Армении 2022 года как доли от ВВП (6,4%), так и на душу населения (418 долл. США) самые низкие среди рассмотренных стран. Это объясняется преобладанием в экономике менее капиталоемких отраслей, а также такими факторами, как нестабильная политическая ситуация в стране и военное положение из-за ситуации на границе с Азербайджаном, которые способствуют снижению уровня инвестиций. Кроме того, малые размеры экономики, дефицитный бюджет и относительно высокий долг, а также низкие доходы населения ограничивают потенциал внутренних источников инвестиций. Поэтому основным источником инвестиций являются иностранные инвесторы.

С 2012 по 2020 год в Армении наблюдалась тенденция спада чистого притока ПИИ в ВВП. Наиболее значимый спад выпал на 2019 и 2020 годы – 0,7% и 0,5% соответственно. По мнению Аветисян А. М. (2023), снижение в последние годы притока ПИИ, за исключением 2021 и 2022 годов, связано с не очень благоприятным инвестиционным климатом, а также с условиями ведения бизнеса. Проблематичность ведения бизнеса в Армении зависит от ряда факторов, а именно:

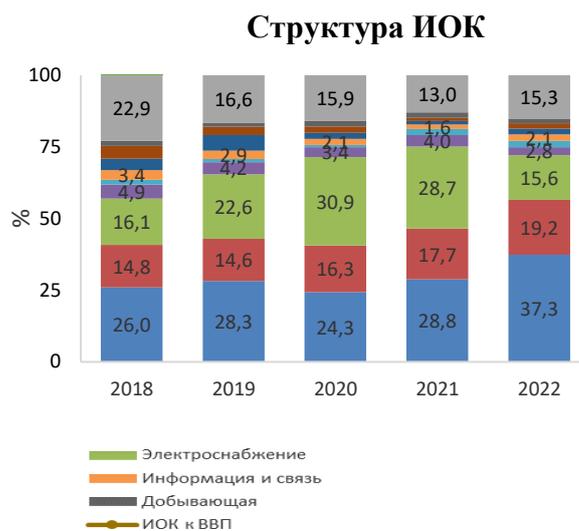
- относительно небольшой размер рынка Армении, осложненный логистикой. Две границы (с Турцией и Азербайджаном) из четырех закрыты, что отрицательно сказывается на торговле и на росте экономики в целом;
- утечка квалифицированных кадров;
- коррупция в налоговой и таможенной системе и в других системах;
- наличие проблем с верховенством права и прозрачностью, в том числе в судебных решениях.

Помимо названных факторов, в Армении существуют структурные проблемы распределения инвестиций. В основном инвестиции направляются не в производственные отрасли, а в отрасли услуг, такие как операции с недвижимым имуществом (37,3% в 2022 году), транспорт (19,2% в 2022 году), энергоснабжение (15,6% в 2022 году) и прочие услуги (15,3% в 2022 году) (рисунок 21, 22). При этом во всех остальных отраслях отмечается сокращение инвестиций. Основным реципиентом ПИИ в 2022 году была отрасль энергоснабжения (28,6% от чистого притока ПИИ), которая опередила добывающую отрасль (25,8% от чистого притока ПИИ). Третье место по привлечению ПИИ принадлежит операциям с недвижимым имуществом (16,7%).

Рисунок 21



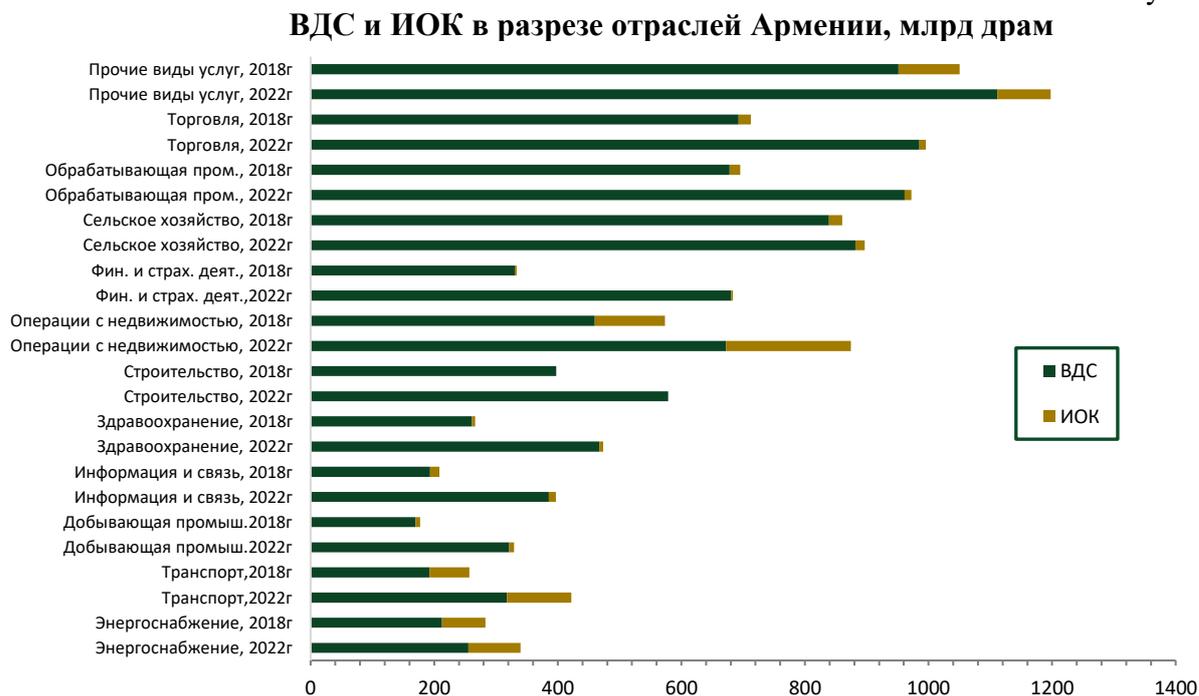
Рисунок 22



Источник: Статистический Комитет Республики Армении, расчеты автора

Вместе с тем сопоставление вкладов отраслей экономики Армении в ВДС и ИОК страны показывает, что топ три отрасли, генерирующие ВВП, – торговля (11,6% от ВВП), обрабатывающая промышленность (11,3% от ВВП) и сельское хозяйство (10,4% от ВВП) – недополучают соразмерную долю инвестиций (рисунок 23).

Рисунок 23



Источник: Статистический Комитет Республики Армении, расчеты автора

Между тем в 2022 году наблюдались значительные изменения в некоторых отраслях по их вкладу в высокий рост реального ВВП Армении (12,6%). Так, изменение реального ВВП по отраслям составило в сферах «Информация и связь» – 150,6%, «Финансовые и страховые услуги» – 146,8%, «Услуги проживания и питания» – 142,2%, «Транспорт и складирование» – 133,8%. По характеру предоставляемых услуг можно предположить, что такие значительные увеличения произошли за счет эмиграции трудовых и иных ресурсов из России. Поэтому в дальнейшем поддержание такого высокого роста реального ВВП без

проведения реформ по привлечению инвестиций в производственные отрасли и создания благоприятного бизнес-климата видится сомнительным.

В советский период Армения была развитой промышленной страной. Промышленный продукт завода «Наирит» поставлялся в 120 стран мира. Были развиты машиностроительная, электротехническая, химическая промышленности. После развала СССР объекты в этих отраслях перестали действовать. Несмотря на разрушительные последствия распада СССР, эксперты отмечают высокий потенциал для развития инвестирования в промышленность Армении (Петросян С. А., 2013).

Азербайджан. В Азербайджане динамика инвестиционной активности схожа с казахстанской. Так, за последние 5 лет отмечается снижение доли ИОК в ВВП с 21,5% в 2018 году до 13,4% в 2022 году (рисунок 24). Это происходит на фоне отставания среднегодового темпа роста инвестиций (за 2021–2022 годы – 0,7%) от среднегодового темпа роста номинального ВВП (за 2021–2022 годы – 10,8%). Снижение инвестиций отмечается по всем ключевым отраслям экономики: доля ИОК добывающей отрасли в ВВП сократилась до 3,7% в 2022 году (2018 год – 7,1%), строительства – до 2,6% (4,7%), обрабатывающей отрасли – до 0,9% (1,8%), за исключением транспорта, доля ИОК которого в ВВП выросла с 2,4% в 2018 году до 3,4% в 2022 году.

В структуре ИОК (рисунок 25) сохраняется преобладающая доля добывающего сектора (27,9%) и отмечается постепенное увеличение доли транспорта (с 11,2% в 2018 году до 25,8% в 2022 году), что произошло благодаря участию Азербайджана в таких проектах, как транспортные коридоры «Восток-Запад» и «Север-Юг», нефтепровод Баку-Тбилиси-Джейхан и газопровод Баку-Тбилиси-Эрзурум, Шах-Дениз-2 и Южный газовый коридор. Оба последних являются приоритетными энергетическими проектами для Европейского Союза. Кроме того, Азербайджан добился значительных успехов благодаря заметным региональным инициативам, таким как железная дорога Баку-Тбилиси-Карс, Новый Бакинский международный морской торговый порт и железная дорога, соединяющая Азербайджан и Иран. Эти важные мероприятия способствуют развитию трансрегиональной инфраструктуры.

Рисунок 24

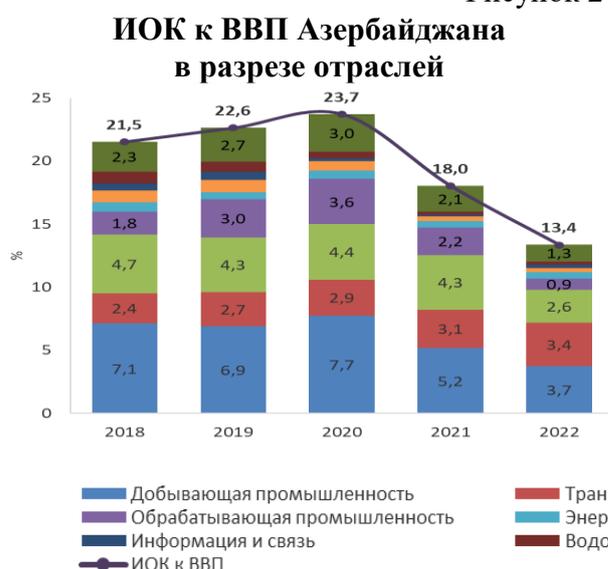


Рисунок 25



Источник: Государственный Статистический Комитет Республики Азербайджан, расчеты автора

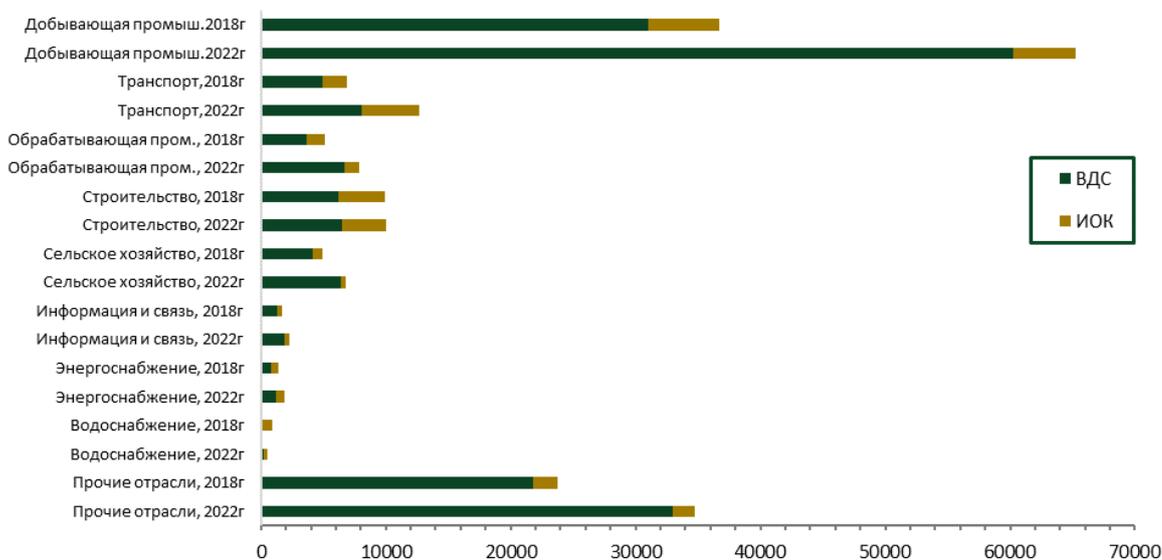
Вместе с тем в последнее время отмечается сокращение инвестиций в нефтяной сектор и увеличение инвестиций в нефтяной сектор. Согласно Яхяевой (2023), объем ИОК нефтегазового сектора Республики Азербайджан в 1995–2006 годах в связи с реализацией «Контракта века» и крупных нефтегазовых проектов (строительство Южно-Кавказского газопровода и нефтепровод Баку-Тбилиси-Джейхан) был выше объема

инвестиций в нефтегазовый сектор. Однако с 2007 года (исключая 2016 год) большая часть ИОК приходится на нефтегазовый сектор. Если в 2005 году в нефтегазовый и нефтяной сектор было направлено 65,1% и 34,9% ИОК соответственно, то в 2020 году это соотношение изменилось на 34,8% и 65,2% соответственно.

Соотношение внутренних и иностранных инвестиций в добывающую промышленность в 2020 году составило 57,6% и 42,4% соответственно (Яхяева, 2023). Если в 2015 году в добычу сырой нефти и природного газа вложено 44,6% инвестиций, то в 2020 году этот показатель сократился до 32,0% и, в основном, за счет иностранных инвестиций. Вместе с тем иностранные инвестиции в перерабатывающие отрасли экономики Азербайджана очень незначительны. Вложение иностранных финансовых ресурсов не только в перерабатывающие направления промышленности, но и в аграрный сектор и предприятия по производству готовой продукции значительно ниже требуемого (Яхяева, 2023). По результатам сопоставления вкладов отраслей в ВДС и ИОК также можно сделать вывод о недоинвестированности обрабатывающей отрасли и сельского хозяйства (рисунок 26). Более того, инвестиции в сельское хозяйство снизились почти в 2 раза с 2018 по 2022 год.

Рисунок 26

ВДС и ИОК в разрезе отраслей Азербайджана, млн. манат



Источник: Государственный Статистический Комитет Республики Азербайджан, расчеты автора

Доля собственных средств предприятий и организаций в общем объеме ИОК в 2020 году составила 56,4%, бюджетных средств – 27,4%, личных средств населения – 5,8%, банковских кредитов – 6,2%, внебюджетных фондов – 1,5%, прочих фондов – 2,7%. Хотя банковские кредиты составляют лишь 6,2% заемных средств, в развитых странах этот показатель значительно выше. Низкая доля банковских кредитов обусловлена высокими процентными ставками банков, что является фактором, ограничивающим инвестиционную активность в стране в целом (Наjiyeva & Mirzayeva, 2024).

Наиболее капиталоемкой отраслью экономики Азербайджана традиционно является добывающая промышленность (50,5%), после которого следует транспорт (7%). При этом в Азербайджане последние 5 лет наблюдается рост запасов основных средств в среднем на 6,3% в год, в основном за счет таких отраслей как строительство (средний рост 16,3%), водоснабжение (10,8%), обрабатывающая промышленность (10,4%). Вместе с тем из-за отсутствия данных в открытом доступе не представляется возможным сделать выводы о степени износа и обновления основных фондов.

Рисунок 27

Распределение основных фондов по отраслям Азербайджана



Источник: Государственный Статистический Комитет Республики Азербайджан

Как показывают результаты корреляционного анализа взаимоотношений внутренних и внешних инвестиций с ВВП Азербайджана за 2000–2020 годы, который провели авторы Hajiyeva & Mirzayeva (2024), степень корреляции между внутренними инвестициями и ВВП составила 0,9323, а степень корреляции между иностранными инвестициями и ВВП – 0,6962. Это говорит о том, что существует очень тесная связь между внутренними инвестициями и ВВП, а также значительная связь между иностранными инвестициями и ВВП (по шкале Чеддока). Совокупный эффект изменения внутренних и иностранных ИОК на ВВП Азербайджана равен 0,9692. По результатам регрессионного анализа увеличение внутренних инвестиций на 1 манат показывает рост ВВП на 4,386 манатов, увеличение иностранных инвестиций на 1 манат показывает рост ВВП на 3,4405 манатов.

Таким образом, инвестиции играют существенную роль для роста ВВП Азербайджана, особенно внутренние инвестиции, направленные в нефтегазовый сектор. Поэтому усилия государства по привлечению инвестиций в нефтегазовый сектор являются эффективными.

Беларусь. Динамика ИОК к ВВП Беларуси с 2020 года неуклонно снижается во всех отраслях (рисунок 28) в связи с сокращением инвестиционной деятельности во всем мире из-за пандемии COVID-19, а в дальнейшем и из-за западных санкций.

В структуре ИОК первое место занимают операции с недвижимым имуществом (в том числе инвестиции в жилищное строительство) (26,3% в 2022 году), затем следует обрабатывающая промышленность (18,1%) и замыкает тройку лидеров сельское хозяйство (16,2%) (рисунок 29).

Рисунок 28

ИОК к ВВП Беларуси в разрезе отраслей

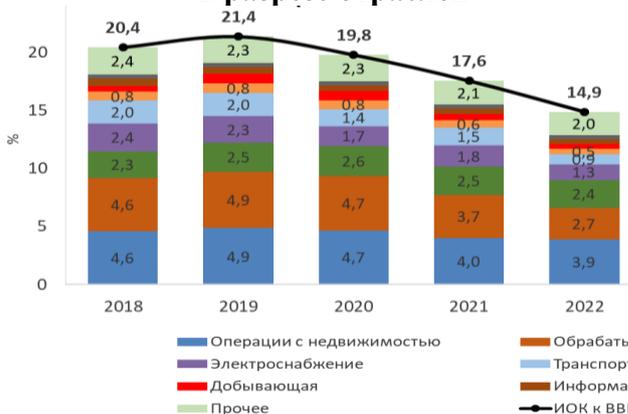
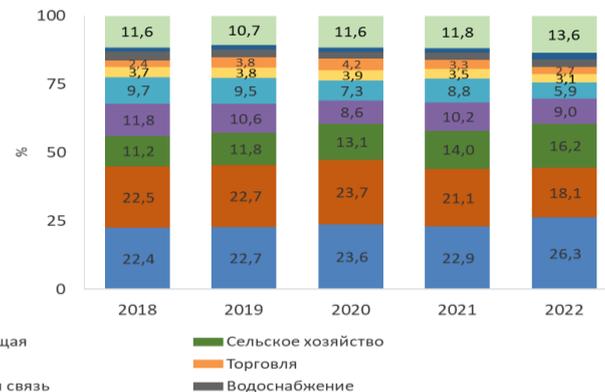


Рисунок 29

Структура ИОК



Источник: Статистика стран ЕАЭС <https://eec.eaeunion.org/comission/>, Национальный статистический комитет Республики Беларусь, расчеты автора

Вместе с тем с точки зрения генерации ВДС операции с недвижимым имуществом занимают пятое место (6,5% ВДС в 2022 году) (рисунок 30). Основной отраслью, которая генерирует ВДС Беларуси, является обрабатывающая промышленность (26,9% ВДС в 2022 году), затем торговля (10,9%), сельское хозяйство (9%) и информация и связь (6,9%). Таким образом, сопоставление ВДС и ИОК по отраслям говорит о недостаточной продуктивности инвестиций, направленных на операции с недвижимым имуществом.

Рисунок 30



Источник: Национальный статистический комитет Республики Беларусь, расчеты автора

В Беларуси также, как и в Казахстане, существует острая необходимость в обновлении основных фондов в ключевых отраслях. Так, темп износа основных средств более чем в 9 раз опережает темп их обновлений. Общий уровень износа основных средств вырос с 38,8% в 2018 году до 41,5% в 2022 году, в то время как коэффициент обновления снизился (5,2% в 2018 году и 4,5% в 2022 году).

Рисунок 31

Распределение основных средств по отраслям (по состоянию на конец 2022 года)

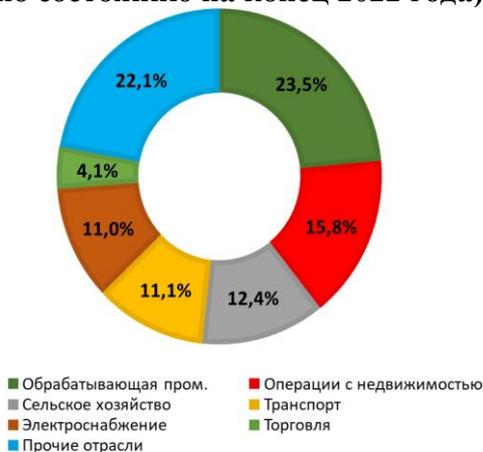
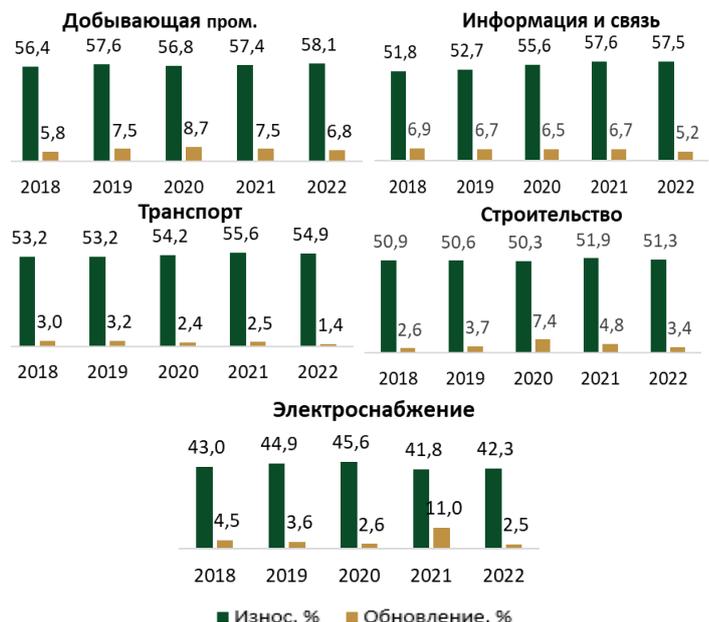


Рисунок 32

Степень износа и коэффициент обновления основных средств по отраслям



Источник: Национальный статистический комитет Республики Беларусь, расчеты автора

Наиболее высокая степень износа наблюдается в следующих отраслях: добывающая промышленность (58,1% в 2022 году), информация и связь (57,5%), транспорт (54,9%), строительство (51,3%), электроснабжение (42,3%), наименьший коэффициент обновления отмечается в отрасли транспорта (1,4%) и электроснабжения (2,5%) (рисунок 32).

С точки зрения технологической структуры ИОК в 2022 году в Беларуси 51,6% инвестиций направлено на строительство зданий и сооружений, 34,3% – на закуп машин и оборудования, транспортных средств, инструментов, инвентаря, 14,1% – на прочие работы и затраты. Данных о том, сколько направлено на приобретение нематериальных активов в открытом доступе отсутствуют. С точки зрения источников инвестиций в 2022 году отмечается большая доля государства (42,7%), частных инвестиций (50,4%) и незначительная доля иностранных инвесторов (6,9%).

Таким образом, в Беларуси также имеются структурные проблемы, связанные с распределением инвестиций и высокой степенью износа основных средств при низкой степени их обновления.

4. Заключение

Проведенный сравнительный анализ инвестиционной активности в соседних Казахстану странах, являющихся бывшими странами СССР, выявил как общие для всех, так и присущие конкретной стране проблемы. Так, общей для рассмотренных стран проблемой является высокая степень износа основных фондов и низкий коэффициент их обновления в ключевых отраслях и, как следствие, высокий уровень издержек и низкая производительность отраслей. Кроме того, объемы инвестиций, направленные на нематериальные активы, минимальны, в то время как нематериальные активы являются основой для развития высоких технологий и наукоемких отраслей.

В отдельных странах, таких как Казахстан, Азербайджан, Россия наблюдается низкая отраслевая диверсификация распределения инвестиций с перекосом в сторону добывающей промышленности, что усугубляет сырьевую направленность экономик этих стран.

Повышение диверсификации экономик с сырьевой направленностью видится в наращивании инвестиционной активности в обрабатывающей отрасли. В частности, для Казахстана приоритетом реформ по привлечению инвестиций должно стать расширение инвестиций в производство потребительских товаров для снижения зависимости от импорта. Основой для обеспечения населения отечественными потребительскими товарами является обрабатывающая промышленность.

Виды деятельности, которые обеспечивают производство потребительских непродовольственных товаров (текстиль, одежда, мебель, компьютеры и электрооборудование, машины и оборудование, автопром, деревообработка и кожаная продукция и другие), в Казахстане в совокупности составили 6,5% от всех инвестиций в обрабатывающую промышленность в 2022 году (в 2018 году 7,2%). Это недостаточный объем, несмотря на то, что за последние 5 лет были реализованы несколько государственных программ поддержки бизнеса в обрабатывающей промышленности («Экономика простых вещей», Дорожная карта бизнеса, льготное автокредитование и другие).

Кроме того, объемы инвестиций в экономику рассмотренных стран имеют тенденцию к сокращению. При этом приток внешних инвестиций сокращается на фоне глобального снижения ПИИ. Так, общемировые потоки ПИИ после периода роста на уровне 9% в год (2012–2016 годы) и достижения пиковых показателей в середине 2010-х снижались в среднем на 5% ежегодно, что усугубляет конкуренцию за меньший объем ПИИ. В этой связи ситуация в Центральной Азии и Казахстане обстоит еще более остро: помимо общего снижения чистого притока ПИИ в Центральную Азию в среднем на 5% в год с 2012 по 2022 год, доля Казахстана в общем пуле инвестиций за тот же период сократилась с 75% до 61%.

Учитывая сокращение объемов как внутренних, так и внешних инвестиций, а также вышеизложенные проблемы, которые снижают эффективность инвестиций для поддержания долгосрочного экономического развития, простое воспроизведение существующих производственных моделей и следование сложившемуся тренду инвестиционной активности не является стратегически перспективным. Для максимального извлечения положительного эффекта инвестиций и придания стратегически корректного вектора инновационному процессу экономикам рассмотренных стран необходимо использование всего набора инструментов, наиболее действенными из которых могут быть институциональные преобразования. Именно улучшение бизнес-климата, повышение конкуренции на внутреннем рынке, снижение административных барьеров будут способствовать росту эффективности как производственной, так и инвестиционной деятельности предприятий, а также их привлекательности для инвесторов.

Литература

1. Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan (reprinted 2007).
2. De Long, J.B., and Summers, L. (1991). «Equipment Investment and Economic Growth». *Quarterly Journal of Economics*, CVI (1991), pp.445-502.
3. De Long, J.B. and Summers, L. (1992). «Equipment Investment and Economic Growth: How Strong Is the Nexus?». *Brookings Papers on Economic Activity* (1992), pp.157-211.
4. Lipsey, R. and Kravis, I. (1987). «Saving and Economic Growth: Is the United States Really Falling Behind?». New York: The Conference Board, 1987.
5. Blomstrom, M., Lipsey, R.E. and Zejan, M. (1996). «Is Fixed Investment the Key to Economic Growth?». *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, No. 1. (Feb., 1996), pp. 269-276.
6. Oleinik, E. and Zakharova, A. (2016). «Quantitative and Qualitative Aspects of Influence of the Investments on Economic Growth». *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2016, 6(S8), pp. 340-345.
7. Abu, N., Karim, M.Z.A. (2016). «The relationships between foreign direct investment, domestic savings, domestic investment, and economic growth: The case of Sub-Saharan Africa». *Society and Economy*, 38, pp.193-217.
8. Yedder, N.B., Weriemmi, M.E., Bakari, S. (2023). «The Impact of Domestic Investment and Trade on Economic Growth in North Africa Countries: New Evidence from Panel CS-ARDL Model». *Munich Personal RePEc Archive*. Available online at: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/id/eprint/117956>
9. Ai, H., & Zhang, Y. (2013). «An empirical study of foreign direct investment and economic growth in China: Based on the provincial data». *Pak. J. Statistics*. Vol. 29(6), pp. 925-934.
10. Aykut, D., Sayek, S. (2007). «The role of the sectoral composition of foreign direct investment on growth». *Do Multinationals Feed Local Development and Growth?*, Amsterdam: Elsevier, pp. 35-59.
11. Blomström, M., Kokko, A., Mucchielli, J.-L. (2003). «The economics of foreign direct investment incentives». Springer. DOI:[10.1007/978-3-540-24736-4_3](https://doi.org/10.1007/978-3-540-24736-4_3).
12. Bruno, R.L., Campos, N.F. (2013). Reexamining the conditional effect of foreign direct investment, *IZA Discussion Paper No. 7458*.
13. Borensztein, E., De Gregorio, J., Lee, J.-W. (1998). «How does foreign direct investment affect economic growth?» *Journal of International Economics*, 45(1), pp.115–135.
14. Busse, M., Groizard, J.L. (2008). «Foreign direct investment, regulations and growth» *The World Economy*, 31(7), 861–886.
15. Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S., Sayek, S. (2004). «FDI and economic growth: the role of local financial markets». *Journal of International Economics*, 64(1), pp.89–112.

16. Balasubramanyam, V. N., Salisu, M., & Sapsford, D. (1996). «Foreign direct investment and growth in EP and IS countries». *The Economic Journal*, 106(434), 92–105.
17. Berlemann, M., Wesselhöft, J. (2017). «Aggregate Capital Stock Estimations for 122 Countries: An Update». *Review of Economics*, vol. 68(2), pp. 75-92. DOI:[10.1515/roe-2017-0004](https://doi.org/10.1515/roe-2017-0004).
18. Методика расчета показателей «Доля инвестиций в основной капитал в валовом внутреннем продукте» и «Доля инвестиций в основной капитал в валовом региональном продукте субъекта Российской Федерации», утвержденная приказом Росстата от 30.01.2014г. № 56.
19. Методика по составлению счета операций с капиталом, утвержденная приказом Председателя Комитета по статистике МНЭ РК от 01.11.2016г. №254.
20. Методика по формированию показателей статистики инвестиционной деятельности, утвержденная приказом Председателя Комитета по статистике МНЭ РК от 02.12.2016 года № 296 (с изменения по состоянию на 27.05.2022г.).
21. Официальные интернет-ресурсы статистических органов рассмотренных стран: <https://www.stat.gov.az/>, <https://stat.uz/>, <https://www.geostat.ge/>, <https://stat.gov.kz/>, <https://www.belstat.gov.by/>, <https://rosstat.gov.ru/>, <https://www.stat.gov.az/>, <https://www.stat.kg/>.
22. Статистика стран ЕАЭС <https://eec.eaeunion.org/comission/>
23. Бегалов, Б. А., Жуковская, И. Е., Жомолов, М. М., Абдурахмонов, А. Д. (2023). «Статистический анализ инвестиций в основной капитал в Республике Узбекистан в условиях цифровой трансформации». *Цифровые модели и решения*, Vol.2(3), стр. 37-50, DOI: [10.29141/2949-477X-2023-2-3-3](https://doi.org/10.29141/2949-477X-2023-2-3-3).
24. Отчет Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике «Состояние и движение основных средств по Республике Узбекистан за 2021 год».
25. Аветисян А.М. (2023). «Инвестиционная политика Армении в области привлечения прямых иностранных инвестиций». «ИННОВАЦИИ И ИНВЕСТИЦИИ». № 5, стр. 32-35.
26. Петросян С.А. (2013). «Анализ и оценка инвестиционного потенциала Армении». *Вестник Университета* № 6, стр. 163-167.
27. Яхяева А.Ю, (2023). «Влияние иностранных инвестиций на нефтегазовый сектор Азербайджана». *Journal of Central Asia Economy*, №1'2023 (January–March), стр. 49-61.
28. Hajiyeva, A. & Mirzayeva, F. (2024). «Statistical analysis of fixed capital investment in the Republic of Azerbaijan». Available online at: https://www.researchgate.net/publication/378287801_STATISTICAL_ANALYSIS_OF_FIXED_CAPITAL_INVESTMENT_IN_THE_REPUBLIC_OF_AZERBAIJAN

Ключевой тренд развития мировой экономики: стимулирование устойчивого развития (ESG)

Закарина Д. К. – главный специалист управления развития рынка ценных бумаг и накопительной пенсионной системы Департамента развития финансовых организаций Национального Банка Республики Казахстан

Чайковский Р. Р. – главный специалист управления развития рынка ценных бумаг и накопительной пенсионной системы Департамента развития финансовых организаций Национального Банка Республики Казахстан

В мировой экономике все большую актуальность набирает ведение бизнеса в соответствии с новыми стандартами, учитывающими широкий спектр различных факторов. К новым стандартам, формирующим ключевой тренд развития современной мировой экономики, относятся такие значимые области как экология (E), социальная ответственность (S), корпоративное управление (G), которые совместно представляют новое понятие ESG. Актуальность ESG обусловлена пониманием со стороны инвесторов, государства и общества важности стимулирования устойчивого развития компании путем внедрения экологических, социальных и корпоративных подходов в управление компанией, ввиду их влияния на потенциал компаний создавать долгосрочную ценность и способствовать достижению находящихся в глобальной повестке приоритетных целей.

В данной работе авторы, основываясь на опыте зарубежных исследователей и существующих практиках внедрения ESG, рассмотрели процедуры и последствия от стимулирования устойчивого развития (ESG). Были проанализированы международные стандарты раскрытия информации по ESG, проведен сравнительный анализ законодательств стран по регулированию ESG, оценен эффект от реализации проектов ESG, определены мировые тренды стимулирования устойчивого развития ESG, рассмотрено текущее состояние развития принципов ESG в Республике Казахстан, сформулированы предложения по дальнейшему совершенствованию отечественного законодательства, в том числе по вопросам выработки требований к содержанию годовых отчетов, публикуемых листинговыми компаниями по вопросам ESG.

Ключевые слова: ESG, устойчивое развитие, мировая экономика, стандарты финансовой отчетности, тренд развития ESG.

JEL-классификация: F21, F64, F63, Q01, Q56.

Введение

Впервые понятие ESG появилось в 2004 году в докладе Who Cares Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World [1], подготовленном по инициативе ООН. В докладе отражены рекомендации финансовым организациям, компаниям, инвесторам, попечителям пенсионных фондов и другим заинтересованным сторонам необходимости внедрения экологических, социальных и управленческих факторов (ESG) в свои бизнес процессы, а регулирующим органам – формирования нормативно-правовой базы, обеспечивающей минимальную степень раскрытия информации и подотчетности по ESG-факторам и способствующей интегрированию этих факторов в финансовый анализ.

ESG как аббревиатура затрагивает 3 фактора, которые следует учитывать компаниям при осуществлении своей деятельности:

Е – экология, затрагивает вопросы защиты окружающей среды, климатических изменений, использования природных ресурсов, управления отходами, применения чистых технологий и т.д.

S – социальная ответственность, включает вопросы, связанные с социальными аспектами, такими как здоровье и безопасность людей, управление персоналом, качество продукции, взаимоотношения с заинтересованными лицами и в целом с общественностью.

G – корпоративное управление, охватывает вопросы обеспечения прозрачности деятельности, соблюдения деловой этики, наличия надлежащей системы управления рисками и внутреннего контроля.

Цель исследования – изучить международный опыт внедрения и стимулирования устойчивого развития (ESG), барьеры и пути их преодоления, провести сравнительный анализ международных стандартов раскрытия информации по ESG, определить статус текущей ситуации развития принципов ESG в Республике Казахстан, включая выявление препятствий развития ESG и путей их преодоления, рассмотреть мировые тренды стимулирования устойчивого развития ESG, оценить эффект от реализации проектов ESG на финансовые показатели и экономику в целом, включая влияние каждого канала ESG (экология, социальная ответственность, корпоративное управление), выявить наиболее подходящий международный стандарт раскрытия информации по ESG национальными листинговыми компаниями и выработать предложения по дальнейшему развитию ESG-направления в Казахстане.

Исследование показало, что стимулирование устойчивого развития (ESG) является ключевым трендом развития мировой экономики. Казахстан активно внедряет принципы ESG, стремясь адаптироваться к мировым трендам устойчивого развития. Несмотря на положительные тенденции, существует ряд барьеров, преодоление которых требует комплексного подхода, включая законодательную поддержку и повышение осведомленности о принципах устойчивого развития.

1. Передовая международная практика стимулирования принципов ESG

1.1. Международные стандарты раскрытия информации о ESG

Возросший интерес к инвестированию в проекты устойчивого развития вызывает необходимость раскрытия информации как о факторах ESG, так и рисках, присущих им.

На данный момент нет единого глобального стандарта предоставления отчетности ESG, но существует широкий спектр стандартов, разработанных различными организациями, а также нормативных правовых актов регуляторов в области ESG. В мировой практике наиболее распространены международные стандарты, выработанные Европейской консультативной группой по финансовой отчетности (European Financial Reporting Advisory Group) – EFRAG, Глобальной инициативой отчетности (Global Reporting Initiative) – GRI и Советом по международным стандартам устойчивого развития (International Sustainability Standards Board) – ISSB.

Европейские стандарты отчетности в области устойчивого развития (ESRS) были разработаны EFRAG в целях повсеместного внедрения стандартов ESG в деятельность компаний стран ЕС к 2024 году. ESRS устанавливают подробные требования к отчетности для компаний и по своей сути делятся на три основные категории:

1. Обязательные сквозные стандарты ESRS 1 и ESRS 2. Эти стандарты являются неотъемлемой частью отчетности всех компаний, стремящихся к предоставлению отчетности, и указывают, как структурировать раскрытие информации, чтобы обеспечить ясность, актуальность и последовательность. ESRS 1 разъясняет основополагающие требования к соблюдению корпоративной отчетности в области устойчивого развития, гарантируя соответствие компаний основным стандартам отчетности в области устойчивого развития. ESRS 2 расширяет этот аспект, детализируя всеобъемлющие требования к раскрытию информации, которые применяются повсеместно, независимо от конкретного предмета отчетности в области устойчивого развития. При этом ESRS 2 охватывает три ключевые области: управление – описывает, как устойчивое развитие интегрируется в систему корпоративного управления; стратегия – разъясняет роль устойчивого развития в долгосрочном планировании компании и процессах принятия

решений; управление воздействием, рисками и возможностями – предоставляет схему для составления отчетов с указанием информации об управлении воздействиями, рисками и возможностями, связанными с устойчивостью, а также о том, как эти факторы интегрируются в их общее управление рисками.

2. Тематические стандарты. Помимо базовых требований, ESRS предлагают десять необязательных тематических стандартов, которые углубляются в специфику ESG и облегчают раскрытие информации по конкретным направлениям, с их помощью можно оценивать показатели устойчивого развития и отчитываться о них. Хотя эти тематические стандарты не являются обязательными, они имеют решающее значение для всестороннего раскрытия компаниями своих практик и их воздействия в конкретных областях ESG.

3. Отраслевые стандарты. Учитывая разнообразие отраслей, ESRS будут дополнительно развиваться и включать отраслевые стандарты. Ожидается, что они будут окончательно приняты Европейской комиссией к июню 2026 года. Эти стандарты направлены на учет уникальных аспектов устойчивого развития и потребностей в отчетности, присущих различным секторам, и обеспечение максимально актуальной и содержательной отчетности.

EFRAG в максимально возможной степени учитывает работу других глобальных инициатив по установлению стандартов и сотрудничает с ISSB и GRI в целях повышения функциональной совместимости. При этом, несмотря на взаимодействие, компании, применяющие ESRS от EFRAG, не будут автоматически соответствовать всем требованиям стандартов ISSB, что вызывает необходимость проверки и доработки отчетов для соответствия выбранному стандарту.

Стандарты GRI позволяют любой компании – большой или малой, частной или государственной – понимать и отчитываться о своем воздействии на экономику, окружающую среду и людей сопоставимым и заслуживающим доверия образом, тем самым повышая прозрачность их вклада в устойчивое развитие. Стандарты имеют большое значение для заинтересованных сторон, включая инвесторов и гражданское общество. Стандарты GRI делятся на 3 типа: общие, отраслевые и тематические. Каждый из этих стандартов имеет подразделы – «индексы GRI», упрощающие доступ, и понимание, какой стандарт применяется.

1. Общие стандарты (GRI 1, GRI 2, GRI 3) сформированы для использования всеми компаниями независимо от направления деятельности и отрасли. GRI 1 – основная информация о стандарте, важнейшие концепции и методологии использования. GRI 2 – общая информация о компании, в данном блоке изложены подробные требования к раскрытию информации о субъекте, составляющем отчет, в том числе его организационной структуре, практике предоставления иной отчетности, сфере деятельности, штатных и внештатных сотрудниках, методике управления, стратегии, политике, взаимодействии с заинтересованными сторонами. GRI 3 – аспекты деятельности компании, признаваемые существенными, где изложено руководство для определения наиболее значимых аспектов деятельности и описывается, как используются отраслевые стандарты.

2. Отраслевые стандарты GRI направлены на углубление и расширение предоставляемой информации субъекта отчетности в соответствии с отраслевой деятельностью и сформированными в мире международными стандартами и рекомендациями экспертов в соответствующей области (к примеру, газ – GRI 11, угольный сектор – GRI 12, горнодобывающая промышленность – GRI 14). Отраслевые стандарты GRI постоянно дополняются, и их применение является обязательным для субъекта отчетности, при наличии его отраслевой деятельности в перечне.

3. Тематические стандарты GRI содержат указания по предоставлению информации по конкретным темам. Каждый стандарт содержит обзор темы, к ней относящуюся информацию и то, как компания управляет связанными с ней воздействиями. Компания выбирает соответствующие тематические стандарты и использует их для отчетности.

В качестве примеров можно привести следующие стандарты. GRI 200 – экономические стандарты – вопросы, связанные с экономической деятельностью компании, такие как противодействие коррупции (GRI 205), экономическое представление (GRI 201) и др. GRI 300 – экологические стандарты – показатели, связанные с управлением ресурсами, такие как выбросы парниковых газов (GRI 305), использование воды и других ресурсов (GRI 303), управление отходами (GRI 306). GRI 400 – социальные стандарты – социальные аспекты, включая права человека (GRI 412), охрану труда и здоровья работников (GRI 403), разнообразие и равенство (GRI 405).

Стандарты GRI позволяют начать составление отчетности при наличии небольшого количества данных. В GRI есть базовый вариант, который требует от компаний раскрывать только один ключевой показатель эффективности по каждой существенной проблеме. Очень важно определить аспекты деятельности с помощью оценки существенности – это те области, где компания оказывает наиболее существенное воздействие на окружающую среду, экономику и людей. После определения этих существенных аспектов компания устанавливает приоритеты в области устойчивого развития, чтобы определить, какие аспекты следует включить или исключить из своей отчетности.

Основными требованиями стандартов также являются: материальность – определение и раскрытие только тех аспектов и тем, которые имеют существенное значение для бизнеса и его заинтересованных сторон; контекст устойчивого развития; целостность данных – достаточность и полнота информации; баланс и сопоставимость, т. е. отчеты должны представлять как положительные, так и отрицательные аспекты деятельности и позволять сопоставлять данные за различные периоды; точность и своевременность; ответственность, что подразумевает подтверждение достоверности данных и обязательство по улучшению показателей устойчивого развития.

Стандарты ISSB включает положения, разработанные Советом по стандартам раскрытия информации о климате (Climate Disclosure Standards Board, CDSB), Целевой группой по раскрытию финансовой информации, связанной с климатом (Task Force on Climate-Related Financial Disclosures, TCFD), Международным советом по интегрированной отчетности (Value Reporting Foundation, VRF), Советом по стандартам бухгалтерского учета в области устойчивого развития (Sustainability Accounting Standards Board, SASB) и Всемирной экономической ассоциацией (World Economic Association, WEA). В 2023 году ISSB опубликовал свои первые два стандарта отчетности в области устойчивого развития – IFRS S1 и IFRS S2. При разработке стандартов IFRS учитывалась необходимость их соответствия следующим критериям: полнота и корректность сведений, удобство в применении заинтересованными лицами и международная сопоставимость. За счет международной сопоставимости стандарты ISSB помогают компаниям избегать двойной отчетности и соответствовать универсальным требованиям для различных законодательств.

IFRS S1 устанавливает требования к раскрытию информации о рисках и возможностях, связанных с устойчивым развитием, основными пользователями финансовой отчетности являются существующие и потенциальные инвесторы и кредиторы. Риск, способный оказать воздействие на будущее компании, описывается в два этапа:

Этап 1 – определение риска. В первую очередь компания рассматривает стандарты раскрытия информации в соответствии с IFRS S1, тематическими стандартами и стандартами SASB. Стандарты SASB основаны на отраслевой принадлежности и определяют направления раскрытия, подходящие для данной отрасли (например, управление водными ресурсами), а также список показателей для каждого направления (например, общий объем забранной воды, общий объем потребленной воды и процентное соотношение каждого из них в регионах с высоким или чрезвычайно высоким исходным дефицитом воды). IFRS S1 требует, чтобы компания рассматривала свою способность создавать ценность для себя и ценность, которую создает, сохраняет или уменьшает для других, что не входит в стандарты SASB, которые не охватывают все вопросы раскрытия информации, связанные с устойчивостью. В целях полноты охвата предоставляемых

сведений IFRS S1 указывает целесообразным рассмотрение иных рекомендаций, к примеру, CDSB (для раскрытия информации, связанной с водой и биоразнообразием), а также учитывать опыт, сформированный компаниями из смежных отраслей или географических регионов. На первом этапе компания применяет профессиональное суждение.

Следующим шагом является определение существенности рисков и возможностей, так как в соответствии с IFRS S1 необходимо раскрывать только существенную информацию. Т. е. этап 2 – определение информации, подлежащей раскрытию. При определении, какая информация может быть существенной для раскрытия, компания должна обратиться к соответствующему стандарту раскрытия информации в области устойчивого развития IFRS, который касается конкретного риска или возможности. Если стандарт не касается рисков или возможностей, связанных с устойчивостью, компания применяет профессиональное суждение для определения информации, которая достоверно отражает конкретный риск. При вынесении суждения компания:

- должна рассматривать применимость показателей, включенных в разделы раскрытия информации в отраслевых стандартах SASB, и может учитывать, в той мере, в какой это не противоречит стандарту IFRS:

- должна учитывать руководство по применению рамочной основы CDSB для раскрытия информации, связанной с водой и биоразнообразием;

- должна учитывать самые последние заявления других органов, устанавливающих стандарты, требования которых направлены на удовлетворение информационных потребностей основных пользователей;

- должна предоставлять информацию, включая показатели, раскрываемые компаниями, работающими в одной и той же отрасли или географическом регионе;

- должна учитывать стандарты ESRS и GRI в той мере, в какой они помогают компании достичь цели IFRS S1.

В соответствии с IFRS S1 требуется соблюдение следующих принципов.

1. Объективное представление информации. Информация должна быть полной, иметь нейтральное и точное описание рисков и возможностей, связанных с устойчивым развитием компании, соответствовать рамкам целей составления финансовой отчетности.

2. Предоставление взаимосвязанной информации. Информация должна помогать пользователям понять взаимосвязи между рисками, связанными с устойчивостью, и возможностями, которые могут повлиять на перспективы компании.

3. Соответствие «основному содержанию». Требуется раскрытие существенной информации в отношении каждого из четырех основных принципов, используемых в рамках TCFD: управление, стратегия, управление рисками, показатели, включая целевые.

4. Управление. Раскрытие информации, связанной с корпоративным управлением, помогает пользователям понять процессы управления компанией, средства контроля и процедуры для мониторинга и управления рисками и возможностями, связанными с устойчивым развитием. Компания должна раскрывать информацию, включая, но не ограничиваясь, о руководящем органе или отдельном лице, ответственном за надзор за рисками и возможностями, связанными с устойчивостью, и их роли в этих процессах.

5. Стратегия. Компания обязана раскрывать информацию о своей стратегии и о том, как устраняются выявленные риски и возможности, связанные с устойчивым развитием, влияющим на будущее компании в различных временных перспективах; на бизнес-модель и цепочку создания стоимости компании; на стратегию и процесс принятия решений.

6. Управление рисками. Обязательное раскрытие информации об управлении рисками включает процессы, которые компания использует для выявления, оценки, определения приоритетов и мониторинга выявленных рисков и возможностей, связанных с устойчивостью. Требуется раскрытие информации о том, в какой степени и каким образом эти процессы интегрируются в общие процессы управления рисками компании.

7. Суждения. Компания обязана раскрывать информацию о примененных суждениях, которые оказывают наиболее существенное влияние на его отчетность в области устойчивого развития, за исключением тех, которые связаны с оценками.

8. Неопределенности в оценке и результатах. При подготовке финансовой отчетности, связанной с устойчивым развитием, могут возникнуть ситуации, когда суммы не могут быть измерены напрямую, а могут быть только оценены любые предположения о возможных будущих событиях с неопределенными результатами.

9. Ошибки. Ошибки определены в IFRS S1 аналогично МСФО (IAS) 8 «Учетная политика, изменения в бухгалтерских оценках и ошибки».

IFRS S2 основан на общих принципах IFRS S1 и сфокусирован на раскрытии информации о физических рисках и рисках переходного периода при изменении климата. Компания обязана выявлять риски и возможности, связанные с изменением климата, которые могут повлиять на перспективы компании в краткосрочной, среднесрочной и долгосрочной перспективе. При выявлении этих рисков и возможностей компания должна ссылаться на отраслевые разделы, определенные в «Отраслевом руководстве по внедрению IFRS S2» (которое основано на раскрытии информации, связанной с климатом, в стандартах SASB), и рассматривать их применимость.

Физические риски – риски, возникающие в результате изменения климата, которые могут быть обусловлены конкретными событиями, в виде относительно краткосрочных погодных явлений (ураган, наводнение, засуха или аномальная жара) или долгосрочными изменениями климатических условий (увеличение или уменьшение осадков и температуры, которые могут привести к повышению уровня моря, сокращению доступности воды, утрате биоразнообразия и изменению продуктивности почв). Эти риски могут оказывать прямое воздействие на финансовую устойчивость компании через нанесение прямого ущерба активам и косвенного – через нарушение цепочки поставок. На финансовые показатели компаний также могут повлиять изменения в доступности, источниках и качестве воды, а также экстремальные перепады температур, влияющие на помещения, цепочки поставок, транспортные потребности и безопасность сотрудников.

Риски переходного периода – риски, возникающие в результате усилий для перехода к экономике с низким уровнем выбросов углерода. Риски перехода включают политические, юридические, технологические, рыночные и репутационные. Эти риски могут иметь финансовые последствия для компании, такие как увеличение операционных расходов или обесценение активов из-за новых или измененных нормативных актов, связанных с изменением климата. На финансовые показатели компании также могут повлиять изменения потребительского спроса и разработка и внедрение новых технологий.

IFRS S1 и IFRS S2 содержат рекомендации, помогающие компаниям избежать ненужное дублирование информации, даже если это специально не указано в стандартах раскрытия информации в области устойчивого развития по IFRS.

Соответствии с IFRS S2 требует соблюдение следующих пунктов:

1. Корпоративное управление. Требования в целом аналогичны IFRS S1, но дополнительно учитывают климатическую повестку.

2. Стратегия. Компания обязана раскрывать информацию о своей стратегии управления выявленными рисками и возможностями, связанными с изменением климата.

3. Анализ сценариев, связанных с изменением климата. Подразумевает проведение оценки ряда гипотетических последствий, связанных с климатом, рисков и возможностей путем рассмотрения различных сценариев с учетом определенного набора допущений и ограничений.

4. Управление рисками. Требования в целом аналогичны IFRS S1, но дополнительно учитывают климатическую повестку.

5. Показатели и целевые показатели. IFRS S2 требует, чтобы компания раскрывала информацию о том, как компания использует показатели, в том числе целевые, для

измерения, мониторинга и управления выявленными рисками и возможностями, связанными с климатом.

В IFRS S2 включены семь межотраслевых категорий показателей, которые включают количественные и качественные компоненты, которые необходимо раскрывать, если они существенны:

1) выбросы парниковых газов (в абсолютном выражении) – измеряются в соответствии с корпоративным стандартом GHG Protocol, за исключением случаев, когда юрисдикционный орган требует от компании использовать другой метод; данные представляются в метрических тоннах эквивалента CO₂;

2) риски переходного периода, связанные с изменением климата – информация об уязвимости активов или видов деятельности в абсолютном и процентном выражении (например, суммы и процентной доли выручки компании от добычи угля);

3) физические риски, связанные с изменением климата – информация об уязвимости активов или видов деятельности в абсолютном и процентном выражении (например, объем и процентная доля имущественного портфеля компании в районе, подверженном наводнениям);

4) возможности, связанные с изменением климата – информация о количестве и процентной доле активов или видов деятельности, связанных с изменением климата (например, доходы компании от услуг, которые поддерживают переход к экономике с низким уровнем выбросов углерода);

5) размещение капитала – информация о сумме, используемой для покрытия рисков и возможностей, связанных с изменением климата (например, сумма инвестиций в исследования и разработки низкоуглеродных продуктов в процентах от годового дохода);

6) внутренние цены на выбросы углерода, используемые при расчете стоимости выбросов в пересчете на метрическую тонну, а также информация о том, как компания использует эти цены для принятия решений;

7) вознаграждение – процентная доля вознаграждения высшего руководства, связанная с климатом, и качественные аспекты влияния вознаграждения на соображения, связанные с климатом.

Исходя из преимуществ и недостатков каждого стандарта можно сделать следующие выводы. GRI можно назвать наиболее предпочтительным стандартом для компаний, которые стремятся к глобальной и гибкой отчетности по ESG. Его ключевые преимущества: глобальная применимость – применим ко всем компаниям, независимо от размеров и местоположения; гибкость – возможность постепенного внедрения отчетности с минимальными показателями, что снижает нагрузку на компании; сбалансированный подход учитывает экологические и социальные аспекты, обеспечивая более полную картину устойчивого развития.

ISSB предпочтителен для крупных международных компаний, ориентированных на привлечение инвестиций и управление финансовыми рисками, связанными с устойчивым развитием. Он фокусируется на прозрачности и доступности информации для инвесторов.

EFRAG будет предпочтительным для компаний, работающих в ЕС, так как его стандарты обязательны в рамках ЕС и учитывают местные требования и ожидания.

Увеличение интереса к устойчивому инвестированию определяет необходимость прозрачного раскрытия информации о рисках и управлении ESG, что способствует повышению доверия к компаниям и их финансовой стабильности. Компании сталкиваются выбором подходящих стандартов отчетности из-за разнообразия существующих норм, что усложняет сопоставимость данных. Основные стандарты: EFRAG, GRI и ISSB – предлагают разные подходы к раскрытию информации, каждый из которых имеет свои преимущества и недостатки. Стандарт GRI является предпочтительным выбором, поскольку он обеспечивает гибкость, акцент на существенности и вовлечение заинтересованных сторон, что способствует прозрачности и сопоставимости ESG-отчетности.

1.2. Международный опыт внедрения принципов ESG

Устойчивое развитие и переход к более ресурсоэффективной низкоуглеродной экономике замкнутого цикла являются ключевыми факторами обеспечения долгосрочной конкурентоспособности экономики различных стран. Используя основные принципы ESG, можно построить социально ответственную и устойчивую экономику.

Ниже представлен сравнительный анализ законодательств о ESG-регулировании в Европейском Союзе (ЕС), Соединенных Штатах Америки (США), Азии.

В конце 2016 года Европейская комиссия назначила Группу экспертов по устойчивому финансированию. 31 января 2018 года группа экспертов опубликовала отчет [2], в котором содержится всеобъемлющее видение того, как разработать стратегию устойчивого развития для ЕС. В докладе указывалось, что устойчивое развитие связано с двумя неотложными задачами: 1) повышение вклада финансов в устойчивый и инклюзивный экономический рост путем финансирования долгосрочных потребностей общества; 2) укрепление финансовой стабильности путем учета экологических, социальных и управленческих факторов при принятии инвестиционных решений.

Рекомендации, изложенные в отчете, послужили основой для разработки Плана действий по финансированию устойчивого роста ЕС [3], который представляет собой дорожную карту ЕС, где предусмотрены три ключевые цели: переориентация потоков капитала на устойчивые инвестиции; управление финансовыми рисками; обеспечение прозрачности и долговременности финансово-экономической деятельности.

В рамках реализации первой ключевой цели Европейской комиссией была разработана Таксономия ЕС, в которой была сформирована система классификации видов устойчивой экономической деятельности [4]. В связи с отсутствием единых стандартов и терминов в сфере ESG, финансовым организациям приходилось самим определять статус отнесения той или иной инвестиции к устойчивой. Необходимость в определении критериев отнесения финансовых продуктов или корпоративных облигаций к экологически устойчивым инвестициям направлена на повышение доверия инвесторов и осведомленности о воздействии этих финансовых продуктов или корпоративных облигаций на окружающую среду, а также в целях предотвращения гринвошинга (greenwashing). Гринвошинг – это практика получения несправедливого конкурентного преимущества путем продвижения финансового продукта как экологически чистого, в то время как на самом деле основные экологические стандарты не соблюдались. Для определения экологической устойчивости экономической деятельности необходимо установить исчерпывающий перечень экологических целей, который включает в себя такие цели как смягчение последствий от изменения климата, адаптация к изменению климата, устойчивое использование и охрана морских и водных ресурсов, переход к экономике замкнутого цикла, предотвращение и борьба с загрязнением, защита и восстановление биоразнообразия и экосистем. Для каждой указанной цели Европейской комиссией установлены технические критерии отбора.

В 2021 году ЕС принял свой первый закон о климате. В нем четко сформулированы цели Европы стать климатически нейтральной к 2050 году, а также цель сократить выбросы на 55% к 2030 году по сравнению с 1990 годом и на 90% к 2040 году [5].

Отчетность в области устойчивого развития набирает обороты по всему миру, в том числе и в ЕС. В соответствии с принятой Европейским парламентом и Советом ЕС в декабре 2022 года Директивой о корпоративной отчетности в области устойчивого развития (CSRD) [6] компании обязаны включать отчет об устойчивом развитии в свои управленческие отчеты как часть финансовой отчетности. Цель CSRD – усовершенствовать систему отчетности в области устойчивого развития за счет повышения качества доступной информации об устойчивом развитии, чтобы удовлетворить потребности различных заинтересованных сторон и помочь ЕС стать более устойчивой экономикой.

С 1 января 2024 года требованиям CSRD должны следовать компании, на которые распространяются требования к нефинансовой отчетности. Эти компании должны

опубликовать свои первые отчеты в 2025 году. С 1 января 2025 года требования CSRD будут применяться ко всем крупным компаниям, на которые в настоящее время не распространяются требования к нефинансовой отчетности. Эти компании должны опубликовать свои первые отчеты в 2026 году. С 1 января 2026 года требования будут применяться к малым и средним компаниям, зарегистрированным на бирже, небольшим кредитным организациям, кэптивным страховым компаниям. Эти компании должны опубликовать свои первые отчеты в 2027 году. С 1 января 2028 года требования будут применяться к компаниям из третьих стран с чистой выручкой в ЕС, превышающей 150 млн евро, если у них есть хотя бы одна дочерняя компания или филиал в ЕС, которые превышают определенные пороговые значения. Эти компании должны опубликовать свои первые отчеты в 2029 году. Таким образом, около 50 000 компаний будут обязаны отчитываться на основании CSRD.

С 1 января 2024 года вступили в силу Европейские стандарты отчетности в области устойчивого развития (ESRS) [7], которые были разработаны в рамках реализации требований CSRD и направлены на обеспечение качества информации об устойчивом развитии.

Важнейшим регулирующим документом для финансового рынка является Регламент ЕС по раскрытию информации об устойчивом финансировании (SFDR) [8]. SFDR начал применяться в марте 2021 года и требует, чтобы финансовые участники рынка и финансовые консультанты раскрывали информацию о том, как они учитывают риски устойчивого развития в процессе принятия инвестиционных решений. SFDR также направлен на усиление защиты инвесторов и упрощение для них возможности сравнивать финансовые продукты и услуги с точки зрения требований к устойчивости при принятии инвестиционных решений. В настоящее время Европейская комиссия подводит итоги серии консультаций с заинтересованными сторонами для оценки эффективности и удобства использования регламента [9].

Вышеуказанные нормативные правовые акты взаимосвязаны. Таксономия ЕС является базой для оценки устойчивости деятельности компаний, а ESRS и SFDR являются дополнением к ней, в соответствии с которыми выставляются требования к компаниям о раскрытии информации. При этом ESRS направлен на комплексную отчетность компаний, а SFDR сфокусирован на финансовом секторе.

Среди стран ЕС особо выделяется опыт таких передовых стран в области ESG, как Дания, Норвегия и Нидерланды. Дания является лидером в области ветровой энергетики и планирует полностью перейти на возобновляемые источники энергии к 2050 году. Государственные субсидии и поддержка исследовательских инициатив способствуют развитию устойчивых технологий. Копенгаген инициировал проект «Климатический план Копенгагена», который включает меры снижения выбросов углерода и развития зеленого транспорта [10]. Датское законодательство требует от финансовых учреждений раскрытия информации о своих ESG-стратегиях и устойчивых инвестициях. Все компании с более чем 250 сотрудниками обязаны публиковать отчеты о воздействии на климат и своих стратегиях по снижению углеродных выбросов [11].

Норвегия активно интегрирует ESG в управление своим суверенным фондом благосостояния, который инвестирует в компании, соответствующие принципам устойчивого развития. Страна поддерживает проекты по улавливанию и хранению углерода и развивает инициативы по защите окружающей среды [12]. Норвегия требует от своего государственного пенсионного фонда учитывать ESG-факторы в инвестиционных решениях и раскрывать информацию о своих ESG-стратегиях. В стране действуют строгие законы о лицензировании компаний, занимающихся добычей ресурсов, с обязательным учетом ESG-факторов в их деятельности [13].

Нидерланды внедряют ESG через стратегии на уровне правительства, включая поддержку зеленых проектов и инициатив по сохранению биоразнообразия. Амстердам активно развивает концепцию «умного города», внедряя устойчивые технологии в

общественный транспорт и инфраструктуру [14]. В Нидерландах действует закон, требующий от компаний соблюдения целей по сокращению выбросов углерода и внедрения устойчивых практик в бизнес. Все компании, зарегистрированные в Нидерландах, обязаны публиковать отчеты о своих ESG-стратегиях, а также о мерах по борьбе с изменением климата [15].

Основными барьерами развития ESG-принципов в ЕС можно выделить следующие:

1. Регуляторные и методологические сложности. Хотя ЕС активно поддерживает ESG, стандарты отчетности ESG остаются разнообразными и сложными для унификации, что создает трудности для компаний при оценке и внедрении ESG-инициатив [16].

2. Недостаток единого подхода к раскрытию информации. Различные страны и организации используют различные стандарты отчетности. Это затрудняет консолидацию данных и препятствует сопоставимости показателей ESG между странами ЕС [17].

3. Высокие издержки. Для внедрения ESG-принципов требуются значительные инвестиции, что особенно затруднительно для малого и среднего бизнеса [18].

Для преодоления барьеров внедрения ESG-принципов в ЕС возможны следующие решения:

1. Гармонизация стандартов и отчетности ESG – разработка унифицированных требований к раскрытию ESG-данных и отчетности на уровне ЕС. Это упростит процесс внедрения и мониторинга ESG-показателей для компаний, повысив прозрачность и сопоставимость данных.

2. Финансовая поддержка и субсидии для малого и среднего бизнеса: ЕС может внедрить льготы и субсидии для поддержки перехода на устойчивые практики.

В США вопросы, связанные с охраной окружающей среды, социальной сферой и управлением, в значительной степени регулировались добровольными мерами. Это отличие от стран ЕС, где действуют специальные директивы по ESG, основанные на принудительном подходе. В последние несколько лет ESG становится более популярным в США, так как финансовые организации стремятся к устойчивому развитию и социальной ответственности. Американские финансовые организации разрабатывают собственные программы по внедрению принципов ESG, включая инвестиции в социально ответственные компании, снижение уровня выбросов углекислого газа и улучшение стандартов ESG для своих финансовых продуктов [19].

В 2021–2022 годах в сфере нормативного регулирования США произошли значительные изменения, выразившиеся в инициировании Комиссией по ценным бумагам (SEC) предложений в области ESG и принятии законодательных актов в отдельных штатах. Так, в феврале 2021 года опубликовано распоряжение Президента США Джо Байдена [20], в соответствии с которым федеральное правительство обязано «проводить оценку, раскрывать информацию и смягчать последствия загрязнения климата и связанных с ним рисков в каждом секторе экономики». Комиссия по ценным бумагам объявила об общеведомственном подходе к решению проблемы изменения климата, ESG-рисков и возможностей. Этот подход включает усиление мер по соблюдению норм, связанных с климатическими рисками. В апреле 2021 года Комиссия по ценным бумагам опубликовала уведомление о рисках ESG-инвестирования [21] для освещения выводов, сделанных в результате последних проверок инвестиционных компаний и консультантов, а также фондов, предлагающих ESG продукты и услуги.

В США действуют следующие нормативные правовые акты, направленные на развитие ESG:

– Закон Додда-Фрэнка о реформе Уолл-стрит и защите прав потребителей (2010) [23], содержащий положения о регулировании финансового сектора в целом, а также о повышении финансовой устойчивости и прозрачности;

– Закон об инфраструктуре (2021) [24], направленный на содействие устойчивому развитию экономики США, включая вопросы инвестирования в инфраструктуру, чистые технологии и др.;

– Закон о раскрытии информации о климатических рисках (2019) [25], обязывающий компании, в том числе финансовые организации, раскрывать информацию о своих климатических рисках и планируемых действиях для их снижения;

– распоряжение президента США «О климатических рисках и финансовой стабильности» (2021) [26] в отношении федеральных регуляторов и финансовых организаций, регламентирующий необходимость учета в финансово-хозяйственной деятельности климатических рисков и принятия мер для их снижения.

В США приняты различные инициативы и стандарты, направленные на стимулирование развития ESG-принципов, такие как Принципы ответственного инвестирования (Principles for Responsible Investment, PRI) – инициатива, формирующая стандарты интеграции ESG-факторов в инвестиционные решения для инвесторов и финансовых организаций. Ввиду изменения климата и роста общественных требований к компаниям, многие финансовые организации внедряют собственные программы ESG, повышая свою корпоративную ответственность. Правительство активно содействует развитию устойчивого финансового сектора и применению ESG-подхода в финансовой сфере. Отдельные штаты, например, Калифорния, Коннектикут, Иллинойс, Нью-Джерси, Нью-Йорк, Орегон и Вашингтон ужесточили регулирование пенсионных систем для поддержки устойчивых инвестиций. Однако некоторые штаты, такие как Флорида, Кентукки, Оклахома, Теннесси, Техас и Западная Вирджиния, напротив, установили новые ограничения на сотрудничество с финансовыми организациями и инвестиционными фондами, применяющими стратегии, направленные на ESG, выраженные в ограничении инвестиций в нефтяную, угольную и газовую отрасли [27]. В целом в последние годы использование принципов ESG в США все чаще подвергается критике главным образом из-за конфликта между республиканцами и демократами. Существенная доля американцев полагает, что чрезмерное внедрение ESG-инициатив в финансовой сфере может привести к потере капитала из ключевых отраслей страны, а аналитики предупреждают, что дефицит кредитных ресурсов в важных для национальной безопасности отраслях, таких как энергетика и сельское хозяйство, может негативно сказаться на экономике. Политика в сфере ESG за последние несколько лет привела к тому, что рабочие места фактически «перешли» в юрисдикцию Китая, так как там активно развивается строительство более дешевых и надежных источников энергии. В результате это может негативно повлиять на экономику страны [28]. Основными барьерами развития ESG-принципов в США являются:

1) политическая нестабильность и противоречивые регуляции (в США существует политический раскол по вопросу ESG, одни штаты поддерживают ESG-принципы, а другие вводят законы, ограничивающие ESG-инвестирование [29]);

2) сопротивление со стороны инвесторов и корпораций (крупные компании и финансовые институты, особенно в сферах, связанных с ископаемым топливом, выражают опасения по поводу влияния ESG на прибыльность, некоторые инвесторы считают ESG-инициативы затратными и предпочитают традиционные формы инвестирования [30]);

3) нехватка четких стандартов отчетности (в отличие от ЕС, где внедрены строгие требования к раскрытию ESG-данных, в США нет единой обязательной системы отчетности, что приводит к неравномерному внедрению ESG [31]).

Для преодоления барьеров внедрения ESG-принципов в США возможны следующие решения:

1) разработка и внедрение национальных стандартов ESG поможет создать прозрачность и уверенность для инвесторов, снизив противоречия в регулировании штатов;

2) стратегии вовлечения инвесторов и акционеров: разработка инициатив, демонстрирующих долгосрочную прибыльность ESG-инвестиций, может убедить акционеров и инвесторов, что ESG способствует устойчивому росту и снижению рисков, что важно для крупного бизнеса;

3) создание государственных программ поддержки и стимулирования; правительство может ввести льготы, субсидии и другие стимулы для компаний,

внедряющих ESG, особенно для тех, кто работает в традиционных секторах, таких как энергетика.

Государственные регуляторы Китайской Народной Республики, Малайзии, Таиланда начали стимулировать компании учитывать ESG-риски в своей деятельности и раскрывать соответствующую информацию для инвесторов и общественности. ESG-регулирование в Азии находится на этапе активного формирования и адаптации к глобальным стандартам.

С 2017 года в соответствии с Кодексом корпоративного управления, разработанным Комиссией по ценным бумагам и биржам Таиланда, совет директоров компании обязан предоставлять ESG-отчетность соразмерно с масштабом компании [32].

С 2019 года в соответствии с установленными Комиссией по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга правилами для управляющих компаний паевых инвестиционных фондов информация об экологических и других ESG-факторах, включенных в инвестиционные стратегии, и процедуре отбора инвестиционных объектов подлежит раскрытию [33].

В 2021 году Китайской комиссией по регулированию рынка ценных бумаг утверждена новая редакция Правил раскрытия информации публичными компаниями, которые обязывают их раскрывать информацию о наложенных на них административных штрафах, связанных с правонарушением в области экологии [34].

Среди стран Азии особо выделяется опыт такой передовой страны в области ESG, как Сингапур. Сингапур активно развивает концепцию «умного города» и внедряет ESG через программы по устойчивому строительству и управлению ресурсами. В 2022 году Сингапур внедрил новый закон, требующий от публичных компаний раскрытия информации о своих ESG-стратегиях и устойчивом развитии. Правительство Сингапура разработало стратегию, направленную на достижение углеродной нейтральности к 2050 году путем развития зеленых технологий [35].

Основными барьерами развития ESG-принципов в Азии можно выделить следующие:

1. Отсутствие единых стандартов и нормативов. Стандарты ESG сильно варьируются между странами, такими как Япония, Китай и Сингапур. Это создает сложности для инвесторов, желающих сравнивать ESG-результаты различных компаний [36].

2. Недостаток осведомленности и культурные особенности. Во многих азиатских странах еще только начинают признавать значение ESG, и культура устойчивого развития еще не укоренилась. Это приводит к недостаточному вниманию к ESG-принципам со стороны руководства компаний [37].

3. Экономическая зависимость от традиционных секторов. В азиатских странах значительная часть экономики ориентирована на промышленность и добычу ископаемого топлива. Переход к устойчивому развитию требует значительных структурных изменений, что замедляет внедрение ESG [38].

Для преодоления барьеров внедрения ESG-принципов в Азии возможны следующие решения:

1. Создание единого регионального стандарта ESG. Для стран Азии, таких как Япония, Китай и Сингапур, важно создать стандартизированные требования, которые позволят улучшить сопоставимость показателей ESG между компаниями и странами.

2. Программы повышения осведомленности и адаптация под культурные особенности. Внедрение образовательных и информационных программ для компаний и инвесторов, учитывающих культурные особенности региона. Это позволит улучшить восприятие ESG как значимой составляющей деловой культуры.

3. Инвестиции в устойчивое развитие традиционных секторов. Важно развивать программы устойчивого развития для перехода от традиционной к низкоуглеродной экономике.

Глобальное регулирование ESG активно развивается в разных регионах; США, страны ЕС и Азии внедряют разнообразные инициативы и законы для обеспечения устойчивого развития и прозрачности. Несмотря на различия в подходах, критические мнения и наличие различных барьеров для развития ESG-подходов, наблюдается общий тренд на ужесточение стандартов и раскрытие информации, что указывает на растущее значение внедрения принципов ESG в мировой экономике.

2. Эффект от проектов ESG и дальнейший тренд развития ESG в мировой финансовой инфраструктуре

Существенное воздействие на окружающую среду может быть вызвано случаями загрязнения промышленными отходами и истощением местных ресурсов, которые могут быть результатом плохих экологических стандартов, нарушений норм безопасности или неустойчивых бизнес-моделей компании. Такие события могут повлиять на возникновение дорогостоящих штрафов со стороны регулирующих органов, судебных разбирательств, затрат на очистку, репутационного риска, что, в свою очередь, приведет к негативному финансовому воздействию на компанию (к примеру, к увеличению расходов, снижению цен на акции компании, уменьшению выручки и дохода компании).

К социальным рискам, учитываемым при внедрении ESG, относятся риски, связанные с контролем за конфиденциальностью и безопасностью данных, с управлением человеческим капиталом бизнеса, включая вопросы прав человека и социального обеспечения на рабочем месте, производством продукции и, в некоторых случаях, влиянием на сообщество. Защита конфиденциальной информации, текучесть кадров, здоровье работников, обучение и безопасность, моральный дух сотрудников, политика в области этики, отсутствие гендерной и иной дискриминации сотрудников и управление бизнес-процессом – все это может повлиять на способность компании сохранять конкурентные преимущества.

Корпоративное управление – это система сдержек, противовесов и стимулов, которая существует для управления противоречивыми интересами руководства акционерного общества, совета директоров, акционеров, клиентов и других заинтересованных сторон. Эффективная практика корпоративного управления необходима для обеспечения надежных рынков капитала и финансовой стабильности. Оценка системы корпоративного управления, включая рассмотрение конфликтов интересов и прозрачности операций, все чаще становится важным фактором в процессе принятия инвестиционных решений. Недостатки в корпоративном управлении могут подвергнуть компанию правовым, регулятивным или репутационным рискам. Компания может быть уязвима для судебных исков, поданных акционерами, сотрудниками, клиентами или другими сторонами за нарушение договорных соглашений и прав потребителей услуг. Неправильно урегулированный конфликт интересов или сбой в управлении могут нанести репутационный ущерб, а связанные с ним издержки стать значительной статьей расхода.

Для анализа эффекта влияния внедрения экологических подходов на финансовые показатели были рассмотрены различные исследования в этой области. Монева и Ортас¹ (2010) [39] выявили, что корпоративные практики, такие как использование более чистых источников энергии или сокращение выбросов парниковых газов, могут привести к оптимизированному уровню экологических показателей, что, в свою очередь, приведет к улучшению финансовых показателей. Зенг и др.² (2020) [40] показали, что раскрытие

¹ Был использован мультивариативный подход и эмпирический анализ экологических и финансовых показателей с 2005 по 2007 годы выборки из 230 компаний из 18 европейских стран, отобранных для репрезентативности результатов с учетом требования достаточной степени отражения экономической ситуации в Европе и исключением любой возможной предвзятости географического характера.

² Анализ проведен на основе данных 397 китайских производственных компаний, зарегистрированных на бирже в Шанхае с 2011 по 2017 год на предмет взаимосвязи между ожидаемыми показателями корпорации и раскрытием информации о корпоративной экологической ответственности.

экологической информации может привести к тому, что финансовые показатели компаний будут соответствовать ожидаемому уровню или превысят его. По мнению Лью и др.³ (2021) [41], внедряющие экологические подходы компании передают позитивную информацию обществу и правительству, создают благоприятный имидж, завоевывают социальную репутацию, устраняют проблемы информационной асимметрии и получают государственные средства, ресурсы и другую поддержку. При этом компании, не загрязняющие окружающую среду, могут улучшить свои финансовые показатели благодаря более низким экологическим издержкам. Ким и Парк⁴ (2015) [42] считают, что компании, инвестирующие в экологически чистые технологии, могут снизить экологические издержки несколькими способами, тем самым улучшая финансовые показатели. Кроме того, их результаты показывают, что снижение экологических издержек в течение длительного периода времени улучшает финансовые показатели европейских компаний в краткосрочной перспективе, в то время как североамериканские корпорации демонстрируют сильное влияние на долгосрочные финансовые показатели компании.

Очевидно, что корпоративная социальная ответственность имеет большое значение для устойчивого развития компаний. Однако практика корпоративной социальной ответственности может варьироваться из-за культурных различий в разных регионах. Вуонг⁵ (2022) [43] указал, что японские корпорации придерживаются традиции взаимной выгоды как ключа к устойчивому развитию, что отличается от стратегии западных корпораций, ориентированной на интересы акционеров. Японские инвесторы неизменно воспринимают компании с четкими экологическими и социальными обязательствами как более безопасные объекты для инвестирования. Таким образом, эти коммерческие фирмы могут улучшить свои финансовые показатели за счет устойчивых инвестиций. Джордж и др.⁶ (2023) [44] показали, что деятельность в области корпоративной социальной ответственности в банковском секторе Индии направлена на оказание финансовых услуг в различных регионах, что способствует сокращению разрыва в уровне бедности. Рациональное расходование средств на корпоративную социальную ответственность помогает корпорациям улучшить свои финансовые показатели. Когда корпорации используют социальную ответственность в качестве конкурентного инструмента, это оказывает существенное влияние на долгосрочный финансовый результат компаний. Изучая развивающиеся экономики Азии, Саид и др.⁷ (2023) [45], отметили, что компании, которые последовательно повышают свою социальную и экологическую ответственность, расширяют свою долю на рынке и повышают лояльность клиентов, что в конечном итоге увеличивает прибыльность. Икбал и др.⁸ (2019) [46] предположили наличие связи между микрофинансовыми компаниями и финансовыми показателями в Азии. Результаты их

³ Анализ основан на показателях экологической ответственности и финансовых показателях китайских компаний, котирующихся на бирже, опубликованных в годовых отчетах компаний и отчетах о социальной ответственности с 2008 по 2017 год.

⁴ Результаты анализа экологических данных, охватывающих 4924 наблюдений за фирмами из 29 стран по всему миру за период с 2002 по 2011 год, посредством мультивариативного подхода, а также оценке региональных и отраслевых различий в финансовых показателях и показателях, скорректированных с учетом экологических издержек.

⁵ Исследование проведено с целью определить взаимосвязь между настроениями инвесторов, корпоративными социальными показателями и финансовыми показателями, опираясь на эмпирические результаты, полученные с помощью групповых регрессий с фиксированными эффектами и инструментальными переменными, основанные на данных 367 японских компаний за 2005–2019 гг.

⁶ Результаты оценки влияния обязательных расходов на корпоративную социальную ответственность на финансовые показатели коммерческих банков Индии, полученной на основе построенной панельной регрессионной модели на показателях 22 индийских банков с 2016 по 2022 год.

⁷ Результаты эконометрической модели исследования, построенной на показателях фирм, работающих на восьми развивающихся азиатских рынках, с 2007 по 2017 год.

⁸ Анализ, проведенный двухэтапным методом наименьших квадратов с использованием инструментальных переменных, составленных из данных 173 микрофинансовых организаций в 18 странах Азии с 2007 по 2011 год.

исследования показали, что надежная корпоративная отчетность служит ключом к устойчивости микрофинансовых корпораций и повышает их прибыльность.

Низкие показатели деятельности компаний в области ESG отражают их незначительный вклад в защиту окружающей среды и общество, а их неэтичное поведение (например, загрязнение окружающей среды) может привести к тому, что клиенты перестанут отдавать им предпочтение. Фирмы с более высокими показателями ESG способны удовлетворить внутреннюю ценность каждой заинтересованной стороны, создавая тем самым конкурентное преимущество, сообщается в исследовании Рахман и др.⁹ (2023) [47]. В исследовании Гао, Луо и др.¹⁰ (2024) [48] авторы отмечают, что, учитывая эффективность ESG при принятии инвестиционных решений, эффективное управление может улучшить финансовые показатели компаний. В исследовании, проведенном Ху и Жу¹¹ (2024) [49], были подкреплены выводы вышеупомянутых исследователей о том, что надежная работа ESG улучшает финансовые показатели компании.

Множество исследователей приходит к единому заключению: ESG-ответственность и устойчивое развитие могут положительно влиять на финансовые показатели, особенно если компании инвестируют в экологические инициативы, учитывают интересы широкого круга заинтересованных сторон и следуют принципам устойчивости в долгосрочной перспективе.

Следует отметить, что в сфере ESG существуют системы рейтингов, к примеру, оценка независимых компаний MSCI и Sustainalytics, рейтинговые системы которых служат для оценки корпоративной ответственности и устойчивости компаний. MSCI оценивает компании по их управлению рисками и возможностями в области экологии, социальной ответственности и управления и классифицирует по 7-балльной шкале (от «AAA» до «CCC»), где высшие баллы получают компании с более низким уровнем ESG-рисков. Основное внимание уделяется влиянию внешних факторов, таких как климатические изменения, киберриски и вопросы прав человека, на финансовую устойчивость компании [50]. Sustainalytics больше фокусируется на оценке уровня ESG-рисков, которым подвержена компания, и ее способности управлять этими рисками, при этом используется 5 категорий рисков (от «Незначительные» до «Сильные»), где более низкий уровень риска означает лучшую оценку. Важное значение имеет анализ воздействия деятельности компании на общество и окружающую среду и способность минимизировать негативные последствия [51].

Обе методологии имеют свою уникальную структуру, но обе стремятся показать, насколько эффективно компании справляются с проблемами устойчивого развития и рисками ESG. Внедрение ESG-принципов приносит компаниям важное преимущество, делая их более внимательными к факторам, которые могут повлиять или уже оказывают влияние на их деятельность, ESG-инициативы раскрывают конкретные выгоды. Компании, которые осознают важность экологических, социальных и управленческих аспектов, становятся более гибкими в определении стратегических возможностей и укреплении своей

⁹ Исследование на основе анализа путем двухэтапного метода наименьших квадратов с использованием инструментальной переменной среднего значения по отрасли для контроля взаимосвязи экологических, социальных и управленческих факторов и эффективности деятельности фирмы с использованием случайной выборки из 255 нефинансовых компаний, зарегистрированных на фондовой бирже Пакистана с 2016 по 2020 год.

¹⁰ Исследование рассматривает влияние окружающей среды, социальной сферы и корпоративного управления на финансовые показатели фирмы с акцентом на сдерживающую роль разнообразия в совете директоров, в котором проанализированы панельные данные 494 нефинансовых компаний Китая, зарегистрированных на бирже, с 2018 по 2022 год с использованием эконометрического подхода с учетом отраслевых и временных эффектов.

¹¹ Проведено на основе двухсторонней модели фиксированных эффектов с фиксированным временем и отраслями для изучения взаимосвязи и внутреннего механизма между ними в сочетании с соответствующими базовыми теориями, используя данные о компаниях, акции которых котируются на бирже в Шанхае и Шэньчжэне (Китай), с 2009 по 2021 год.

конкурентоспособности в долгосрочной перспективе. Это позволяет им осваивать новые рынки или увеличивать долю на уже существующих, повышать узнаваемость бренда, что ведет к росту доходов. ESG способствует снижению затрат (например, на воду, энергию, сырье и др.), повышая эффективность компании.

Ниже указаны примеры эффектов от внедрения ESG-принципов.

В 2023 году Siemens сообщила о сокращении выбросов углекислого газа на 65% по сравнению с 2014 годом благодаря инвестициям в возобновляемые источники энергии и энергоэффективные технологии [52].

Deutsche Bank активно развивает зеленые финансовые продукты, включая зеленые облигации. В 2023 году Deutsche Bank привлек более 10 миллиардов евро для финансирования проектов в области чистой энергии и устойчивой инфраструктуры. Пул зеленых активов банка внес значительный вклад в развитие возобновляемых источников энергии и экологических зданий. К концу 2023 года удалось избежать более 3,8 млн тонн выбросов углекислого газа. В основном это было достигнуто за счет инвестиций в производство солнечной энергии, энергии ветра и энергии биомассы, которые в совокупности дали более 33 млн МВтч возобновляемой энергии. Кроме того, Deutsche Bank уделяет особое внимание энергоэффективности в жилой и коммерческой недвижимости, обеспечивая существенную экономию энергии и предотвращая выбросы в атмосферу. Постоянное внимание к устойчивому развитию не только смягчает воздействие на окружающую среду, но и укрепляет репутацию Deutsche Bank как лидера в области «зеленого» финансирования [53].

В 2020 году Microsoft объявила, что к 2030 году станет углеродно-нейтральной, а к 2050 году компенсирует все выбросы углекислого газа с момента основания компании. Это привело к росту интереса со стороны инвесторов и увеличению капитализации компании. В 2023 году Microsoft сократила выбросы парниковых газов на 7% и продолжила реализацию углеродно-отрицательных проектов [54].

Финансовый конгломерат Morgan Stanley запустил инициативу Sustainable Solutions, направленную на продвижение устойчивого финансирования и ESG-инвестиций. Компания разработала «зеленые» финансовые продукты и устойчивые инвестиционные стратегии, которые способствуют повышению прозрачности и ответственного управления активами [55].

Keppel Corporation активно улучшает условия труда и поддерживает местные сообщества. В 2023 году Keppel Corporation подписала контракты на 500 млн долларов на проекты в области энергоэффективности и управления отходами. Компания взяла на себя обязательство расширить свой портфель проектов в области возобновляемых источников энергии до 7 ГВт к 2030 году, а к концу 2023 года уже было объявлено о 4 ГВт [56].

DBS Bank является лидером в области зеленого финансирования в Азии и продолжает получать значительные выгоды от внедрения принципов ESG. Банк выделил более 15 млрд долларов на проекты чистой энергии в Азии в 2023 году. По состоянию на декабрь 2023 года объем обязательств по устойчивому финансированию составил около 70 млрд сингапурских долларов за вычетом выплат. Это демонстрирует его приверженность обеспечению экологической и социальной устойчивости. Усилия DBS Bank по финансированию проектов в области возобновляемых источников энергии и партнерство с такими компаниями, как H&M, в области декарбонизации цепочек поставок подчеркивают их роль в преобразовании энергетики в Азии. Кроме того, DBS Bank достиг рекордных финансовых результатов: чистая прибыль выросла на 26% до 10,3 млрд сингапурских долларов. Этот рост был частично обусловлен стратегиями ESG, которые позволили повысить уровень взаимодействия с клиентами за счет устойчивых финансовых решений и цифровых инноваций [57].

Соблюдение ESG-критериев может улучшить ряд финансовых показателей компаний, что, в свою очередь, положительно сказывается на экономике в целом. Рассмотрим конкретные финансовые показатели и механизмы их улучшения.

Использование возобновляемых источников энергии и внедрение энергоэффективных технологий снижает долгосрочные затраты на энергоресурсы, повышая маржинальность. Это повышает чистую прибыль, рентабельность капитала (ROE) и активов (ROA). Компании, соблюдающие ESG-стандарты, обычно сталкиваются с более низкими рисками (экологическими, регуляторными, социальными), что уменьшает премию за риск. В результате снижается стоимость заемного капитала и повышается доверие инвесторов. Финансовые рынки все больше ориентируются на ESG, и компании с высокими ESG-оценками могут привлекать финансирование на льготных условиях. Все большее количество институциональных и частных инвесторов рассматривают ESG-факторы при выборе активов. Компании, внедряющие ESG-стратегии, имеют преимущество на рынке и могут получать дополнительные инвестиции, что способствует росту их рыночной капитализации. Внедрение экологических и социальных стандартов способствует повышению операционной эффективности. Экологические инициативы снижают затраты на ресурсы, утилизацию отходов и соблюдение экологических норм, а улучшенные условия труда и корпоративная культура снижают текучесть кадров и повышают производительность. Принятие строгих экологических стандартов позволяет компаниям избежать будущих затрат, связанных с изменениями в законодательстве об углеродных выбросах или охране окружающей среды. Это снижает риск штрафов, юридических санкций и расходов на соответствие новым требованиям. ESG-ориентированные компании лучше управляют репутационными и социальными рисками, что способствует лояльности клиентов, стабильности партнерских отношений и развитию бренда. Эти факторы обеспечивают стабильные доходы и сниженный риск финансовых потрясений.

Компании, внедряющие ESG-принципы, сталкиваются с необходимостью искать новые способы ведения бизнеса, что стимулирует инновационные процессы. Современные бизнес-модели требуют адаптации к новым условиям, которые предполагают уменьшение негативного воздействия на окружающую среду, повышение социальной ответственности и усиление прозрачности корпоративного управления. Инновации в этой области, как правило, направлены на такие аспекты, как экологические технологии (использование чистых источников энергии, сокращение выбросов и разработка технологий для улучшения энергоэффективности), социальные инновации (поддержка инклюзивного роста, повышение уровня социальной ответственности, улучшение условий труда и создания справедливого корпоративного климата), а также управленческие инновации (совершенствование механизмов корпоративного управления, повышение прозрачности и ответственности перед стейкхолдерами).

Цифровизация выступает одной из ключевых тенденций, тесно связанных с ESG. Компании стремятся использовать цифровые решения для достижения экологических и социальных целей, например, умные технологии для мониторинга и управления ресурсами (системы контроля за выбросами парниковых газов), блокчейн и цифровые платформы для прозрачного отслеживания цепочек поставок, что помогает бороться с нарушениями прав человека и снижать экологический след, большие данные и искусственный интеллект для анализа экологических рисков и оптимизации корпоративных решений. Цифровые инструменты также способствуют более точной оценке ESG-показателей компаний. Кроме того, цифровизация позволяет компаниям внедрять инновационные модели потребления, такие как экономика совместного потребления, круговая экономика, которые активно поддерживаются ESG-инициативами.

Финансовые технологии (фintех) играют важную роль в поддержке устойчивого развития через интеграцию ESG-факторов в финансовую инфраструктуру (зеленые финансы, прозрачность финансовых операций, микрофинансирование и инклюзивные финансы через цифровые платформы).

Несмотря на все преимущества ESG-инноваций, существуют определенные вызовы. Первый – высокие издержки на начальном этапе. Внедрение новых технологий требует значительных инвестиций, что может быть сложным для малых и средних компаний.

Второй вызов – отсутствие унифицированных стандартов; разнообразие подходов к оценке ESG создает трудности для сопоставления компаний и увеличивает риски для инвесторов. Еще одна сложность – регулятивные барьеры. В разных странах существуют различные правила и требования к внедрению ESG, что создает сложности для транснациональных компаний.

Считаем, что в современных условиях ESG становится неотъемлемым элементом стратегий устойчивого развития и важным фактором для стимулирования инноваций. Финтех, цифровизация и новые бизнес-модели, ориентированные на ESG-принципы, помогают компаниям адаптироваться к новым вызовам, улучшать свою репутацию и достигать долгосрочной финансовой устойчивости.

В совокупности соблюдение компаниями ESG принципов позитивно влияет на экономику в целом. ESG-факторы становятся все более значимыми для макроэкономических прогнозов, так как влияют на устойчивость экономических систем. По мере того, как все больше инвесторов включают ESG-критерии в свою стратегию, компании с высокими рейтингами ESG получают доступ к более дешевому капиталу. Исследования Экклес и др. (2014) [58] показывают, что инвестиционные фонды с учетом ESG могут обеспечивать стабильную доходность и меньший риск на фоне глобальных потрясений, включая пандемии или климатические кризисы. Влияние изменений климата, таких как увеличение частоты экстремальных погодных явлений, ставит под угрозу устойчивость бизнеса и экономики. Компании, игнорирующие климатические риски, могут столкнуться с существенными убытками, что, в свою очередь, негативно скажется на экономике в целом, считают Берг и др. (2020) [59]. По мнению Кларка и др. (2015) [60] правительства все чаще вводят требования по снижению углеродного следа, что влияет на инвестиционные решения и стимулы. Политики стимулируют переход на низкоуглеродные технологии и поощряют компании, которые ориентированы на устойчивое развитие.

На уровне компаний ESG влияет на их долгосрочную стратегию и устойчивость. Исследования Хана и др. (2016) [61] показывают, что компании с высокими рейтингами ESG показывают лучшую операционную эффективность и финансовые результаты в долгосрочной перспективе. Причины этому – улучшение репутации, повышение доверия со стороны потребителей и сотрудников, снижение операционных рисков и сокращение затрат на соблюдение нормативных требований. Компании, интегрирующие ESG-принципы, лучше справляются с управлением рисками, связанными с регуляторными изменениями, требованиями инвесторов и изменяющимися ожиданиями общества. Это, в свою очередь, снижает их уязвимость к кризисам, полагают Альбукерке и др. (2019) [62].

Финансовые рынки активно способствуют продвижению ESG. Все больше фондов и инвестиционных компаний, таких как BlackRock и Vanguard, начинают учитывать ESG-показатели при выборе компаний для инвестиций. Рынки облигаций, например, «зеленые облигации», также развиваются благодаря спросу на устойчивое финансирование, считает Эль-Гуль и др. (2011) [63]. Некоторые исследования, к примеру, работы Фриде, Буша, Бассена (2015) [64] показывают, что компании с высокими ESG-рейтингами получают своего рода «премию за устойчивость», поскольку инвесторы считают их менее рискованными активами. Исследования Сюй и др. (2020) указывают на то, что компании с сильной ESG-стратегией могут привлекать капитал по более низкой стоимости благодаря высокому доверию инвесторов и снижению рисков, связанных с их деятельностью [65].

Влияние ESG на экономику варьируется в зависимости от региона. В Европе и США ESG стал важной составляющей корпоративной стратегии и инвестиционных решений, а в развивающихся странах этот тренд только начинает набирать обороты. В Европе существует большое количество нормативных требований, стимулирующих переход на устойчивое развитие, в то время как в других регионах ESG-инициативы могут сталкиваться с недостатком институциональной поддержки, считает Шрамаде (2016) [66].

В целом влияние ESG на экономику можно рассматривать через призму изменения поведения инвесторов, компаний и правительств. ESG способствует увеличению

долгосрочной устойчивости как на микроуровне (на уровне отдельных компаний), так и на макроуровне (экономики в целом). По мере усиления климатических и социальных вызовов, по мнению Капелла-Бланкар и Петит (2019) [67], значимость ESG будет только возрастать, и компании, которые игнорируют эти факторы, могут столкнуться с серьезными экономическими и репутационными рисками. Компании с высокими ESG-рейтинговыми показателями получают доступ к более дешевому капиталу и могут привлекать инвестиции от крупных финансовых игроков. Это связано с тем, что инвесторы все больше оценивают ESG-компоненты как инструмент для снижения рисков и обеспечения стабильности. В то же время компании, игнорирующие ESG, могут столкнуться с повышенными рисками и, как следствие, более высокими затратами на привлечение капитала. На макроуровне ESG влияет на устойчивость экономики через экологические и социальные факторы. Изменения климата, регулирование выбросов и развитие технологий, ориентированных на устойчивое развитие, становятся важными макроэкономическими драйверами. Государственные политики в области климата и устойчивости оказывают значительное влияние на экономическую активность, стимулируя развитие «зеленых» технологий и регулирование корпоративной деятельности. Финансовые рынки играют ключевую роль в популяризации ESG. Институциональные инвесторы и фонды все чаще принимают ESG-показатели как критерий для принятия инвестиционных решений, что стимулирует компании к внедрению более устойчивых практик. Рынок «зеленых» облигаций также становится важным источником финансирования для устойчивых проектов, что подтверждает растущий интерес к устойчивым финансовым инструментам. Существует значительная разница в развитии ESG между регионами. В Европе и США ESG-принципы уже являются важной частью корпоративной стратегии и государственных программ. В развивающихся странах ESG-подходы набирают обороты, но им еще предстоит преодолеть институциональные барьеры и получить более широкую поддержку.

Во всем мире наблюдается тренд, когда все больше инвесторов желают приобрести финансовые инструменты не только с высокой доходностью, но и, в первую очередь, соответствующие ESG-принципам. Инвесторы в ряде случаев готовы отказаться от инвестиций в компании, которыми не принимаются достаточные меры по вопросам ESG. Ряд международных финансовых организаций постепенно отказываются от финансирования тех проектов, которые не соответствуют ESG-принципам. Что касается крупнейших мировых инвестиционных компаний, на сегодняшний день практически во всех инвестиционных стратегиях предусмотрены требования в отношении оценки проектов данным принципам.

Согласно базе данных Bloomberg, по состоянию на 1 июля 2024 года эмитентами с 2007 по 2024 годы осуществлено 6 982 выпусков облигаций ESG, из которых 65% (4 523 выпуска) – зеленые облигации (рисунок 1). Приверженность развитых стран к устойчивому развитию и «зелености» заметно выше, чем у развивающихся стран (рисунок 2).

Рисунок 1

Распределение количества выпусков облигаций ESG по категориям зеленые и иные облигации ESG

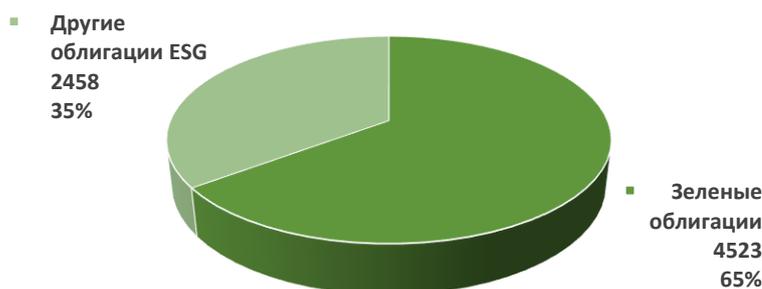
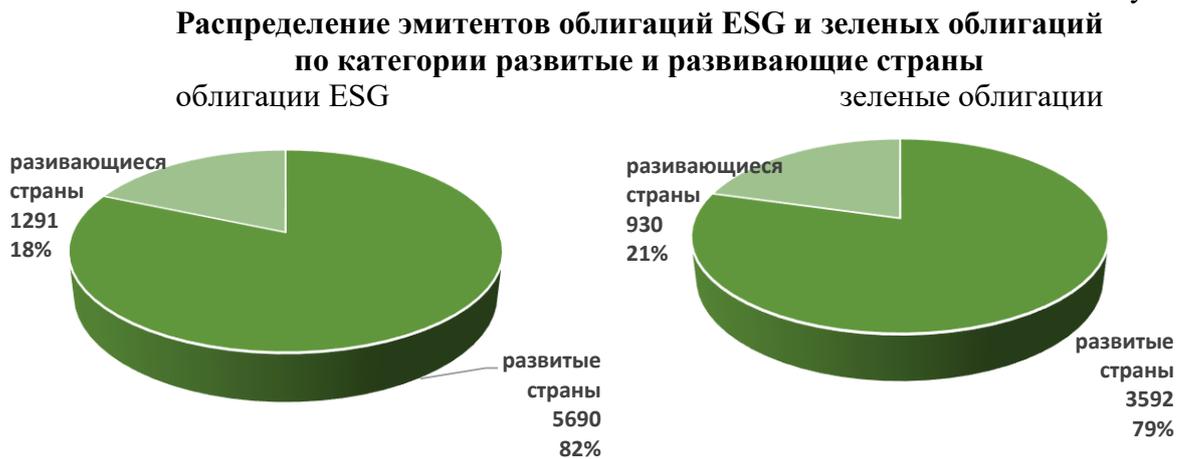


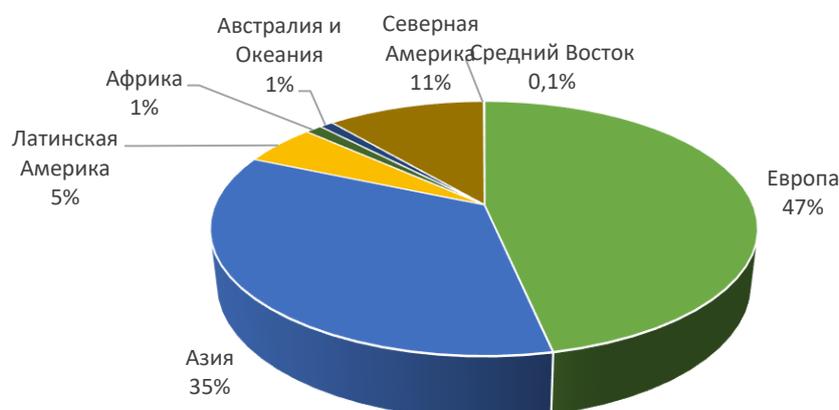
Рисунок 2



Лидерами по количеству выпусков облигаций ESG в разрезе регионов (рисунок 3) являются Европа (47%) и Азия (35%). Наибольшее количество выпусков в Азии принадлежат Южной Корее (817), Японии (637), Малайзии (323) и КНР (256). В Европе большую часть облигаций ESG выпускают Великобритания и зависимые территории (523), Швеция (517), Франция (499), Германия (264), Норвегия (246) и Испания (142). США, входящие в регион Северной Америки, выпустили 637 облигаций ESG за рассматриваемый период. В Латинской Америке лидером по количеству выпусков облигаций ESG является Бразилия (140), в регионе Австралия и Океания – Австралия (47), в Африке – ЮАР (47).

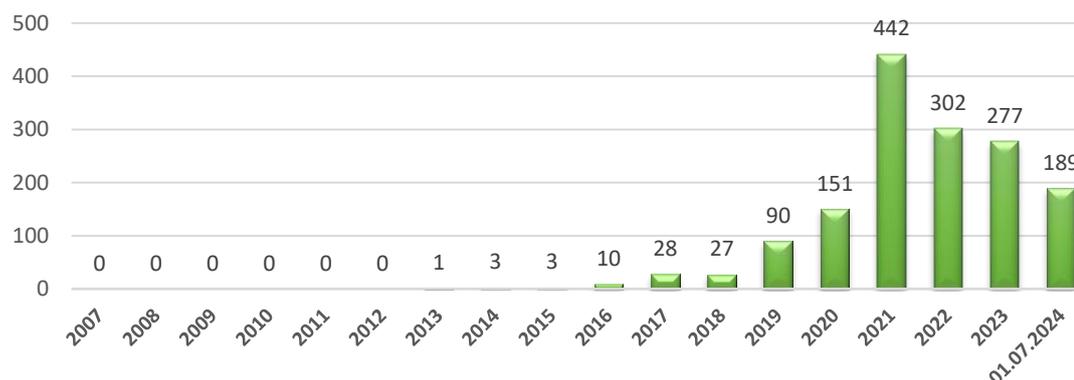
Рисунок 3

Распределение эмитентов облигаций ESG по регионам



Bloomberg классифицирует типы эмитентов по следующим отраслям: банковская, финансовая, промышленная, телефонная, транспортная, коммунальная (электричество и газ) и другие. Основными отраслями по выпуску облигаций ESG являются финансовая (51%), промышленная (26%) и коммунальная (электричество) (13%) отрасли.

Как видно на рисунке 4, активность на рынке облигаций ESG резко увеличилась в 2021 году (почти в 3 раза), что обусловлено произошедшими в 2021–2022 годах значительными изменениями в сфере нормативного регулирования США, выразившимися в инициировании Комиссией по ценным бумагам предложений в области ESG и принятых законодательных актах отдельных штатов.

Объемы размещения облигаций ESG, млрд долл. США

Можно отметить следующие тенденции в мировой финансовой инфраструктуре.

Многие страны и международные организации вводят новые нормативные акты и стандарты отчетности по ESG. Финансовые организации будут обязаны предоставлять более детализированные и стандартизированные отчеты о своих экологических, социальных и управленческих показателях. Это обеспечит большую прозрачность и сопоставимость данных, что, в свою очередь, облегчит принятие инвестиционных решений. К примеру, в ЕС с 2023 года начал действовать новый Пакт о зеленом инвестировании, который требует от крупных компаний публикации отчетов о воздействии на климат и социальные аспекты в соответствии с требованиями Таксономии ЕС [68].

Финансовые учреждения и инвестиционные фонды все чаще направляют средства на проекты, которые соответствуют принципам устойчивого развития. Это касается как зеленых облигаций, так и инвестиций в компании с высоким ESG-рейтингом. Такая тенденция способствует развитию «зеленой» экономики и инновационных технологий. Так, например, в США в 2023 году фонды, управляемые BlackRock, увеличили инвестиции в устойчивую инфраструктуру (в основном в солнечные и ветровые проекты) на 50% по сравнению с предыдущим годом [69].

Использование искусственного интеллекта, больших данных и блокчейна для сбора, анализа и верификации ESG-данных станет стандартной практикой. Это позволит улучшить качество и точность информации, что будет способствовать более объективным оценкам компаний и проектов. Так, в Великобритании, компания Revolut внедрила новый инструмент ESG-оценки, который использует искусственный интеллект для оценки воздействия инвестиций клиентов на устойчивое развитие [70].

В дополнение к экологическим вопросам все больше внимания будет уделяться социальным аспектам, таким как условия труда, гендерное равенство и права человека. Компании будут стремиться улучшать свои социальные показатели, что станет важным фактором при принятии инвестиционных решений.

Финансовые аналитики и риск-менеджеры начнут включать ESG-риски в свои финансовые модели и стратегии управления рисками. Это позволит лучше прогнозировать потенциальные угрозы и возможности, связанные с устойчивым развитием. К примеру, в Австралии Westpac интегрировал ESG-факторы в свои кредитные модели, а также проводит регулярные стресс-тесты для оценки воздействия климатических рисков на свои активы [71].

Продолжится появление и развитие новых финансовых инструментов, таких как зеленые кредиты, социальные облигации и устойчивые инвестиционные фонды. Эти инструменты предоставят компаниям и инвесторам больше возможностей для участия в устойчивых проектах. В Японии Mizuho Financial Group выпустил зеленые облигации на сумму 500 млрд йен для финансирования проектов по устойчивому развитию, включая возобновляемую энергетику [72].

Финансовые организации будут активно инвестировать в образование и повышение осведомленности сотрудников и клиентов о важности ESG. Это поможет улучшить понимание и принятие ESG-принципов на всех уровнях бизнеса и общества. Эти тенденции указывают на то, что ESG станет неотъемлемой частью мировой финансовой инфраструктуры, формируя новые стандарты и практики, направленные на создание более устойчивого и справедливого будущего. Singapore Management University запустил программу «Sustainability Leadership», чтобы подготовить студентов к лидерству в устойчивом развитии и ESG [73].

Эти примеры подчеркивают современные инициативы в области ESG и их влияние на устойчивое развитие в разных странах.

Исследования подтверждают, что компании с высокими ESG-показателями демонстрируют лучшие финансовые результаты, поскольку инвестирование в экологические инициативы, социальные проекты и корпоративное управление повышает репутацию и доверие. Несмотря на различные методологические подходы исследований, большинство из них приходит к выводу о положительном влиянии корпоративной, социальной и экологической ответственности и устойчивого развития на финансовые показатели, особенно в условиях растущих требований к ESG-ответственности. Соблюдение ESG-критериев способствует улучшению ключевых финансовых показателей, таких как рентабельность капитала и активов (ROE и ROA), снижению стоимости капитала и росту рыночной капитализации. Компании, такие как Siemens, Deutsche Bank, Microsoft, DBS Bank и др., добились значительных успехов во внедрении ESG-принципов, что положительно сказалось на их экологических показателях и репутации.

3. Обзор, анализ и оценка текущей ситуации в Республике Казахстан в сфере стимулирования устойчивого развития

Применение принципов устойчивого развития во всем мире приобретает особую значимость для экономики и финансовой системы с учетом достижения глобальных целей в сфере экологии, социального развития и корпоративного управления.

Тематика ESG стала достаточно популярной в Казахстане в связи с тем, что была введена в Концепцию инвестиционной политики Казахстана и Концепцию развития финансового сектора. Согласно этим документам, будет пересматриваться государственное управление, требования к компаниям по их отчетности.

Финансовый сектор играет ключевую роль во внедрении принципов устойчивого развития, обеспечивая, в первую очередь, финансирование зеленой экономики, трансформацию казахстанских компаний с учетом принципов устойчивого развития и тех рисков, которые включает в себя эти принципы. Одним из ключевых приоритетов в этом направлении является постепенная интеграция критериев ESG в стратегии и бизнес-модели финансовых организаций – банков второго уровня, инвестиционных управляющих и др.

Наиболее важным международным соглашением, который регулирует принципы ESG, являются Цели в области устойчивого развития ООН и Парижское соглашение о климате. Данные соглашения направлены на поддержку экологической целостности зеленой экономики и адаптацию к изменяющемуся климату. Казахстан принял общемировую повестку устойчивого развития и переходит к зеленой экономике, с 2016 года являясь участником Парижского соглашения. В октябре 2021 года Глава государства на Международной конференции по достижению углеродной нейтральности поддержал призыв ООН о достижении нулевых выбросов парниковых газов. 2 февраля 2023 года была принята Стратегия углеродной нейтральности в Казахстане, ее целью является достижение устойчивого развития экономики Казахстана к изменению климата, основная задача – достижение углеродной нейтральности к 2060 году. Данный сценарий предполагает совместные усилия государства, бизнеса и общества.

В Казахстане сформирована необходимая правовая база для развития зеленого финансирования, работа по совершенствованию нормативных правовых актов по вопросам

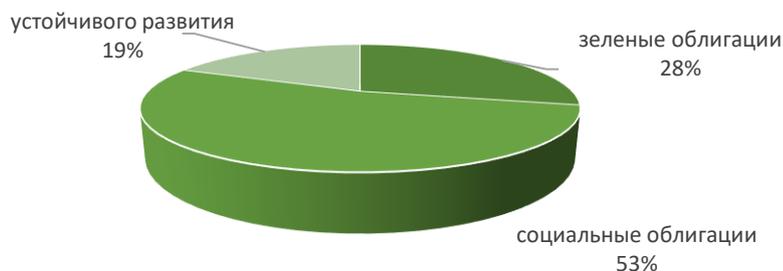
ESG ведется с 2021 года. В рамках Экологического кодекса введены законодательные определения понятий «зеленое финансирование», «зеленые проекты», предусмотрена классификация зеленых проектов, Зеленая таксономия, утвержденная Правительством Республики Казахстан в декабре 2021 года, определяющая категории зеленых проектов: возобновляемая энергия, энергоэффективность, зеленые здания, предотвращение и контроль загрязнений, устойчивое использование воды, отходов, устойчивое сельское хозяйство, сохранение биоразнообразия и чистый транспорт. Активно внедряется социальный аспект ESG на законодательном уровне, планируется разработка Социальной таксономии. В целом государственная политика направлена на стимулирование декарбонизации, оказание поддержки в виде фискальных, финансовых и иных мер в отношении зеленых проектов. Для повышения инвестиционной привлекательности и финансирования данных проектов было введено понятие «зеленые облигации», казахстанские компании могут получать субсидии по зеленым облигациям, выпущенным на Казахстанской фондовой бирже (KASE) и на Бирже Международного финансового центра «Астана» (AIX). 12 июля 2022 года были законодательно урегулированы вопросы выпуска и обращения ESG облигаций. В Законе Республики Казахстан «О рынке ценных бумаг» обозначены понятия «зеленые, социальные облигации», «облигации устойчивого развития», «облигации, связанные с устойчивым развитием». Эти облигации связаны с целевым направлением средств от размещения, которое было заявлено в проспекте выпуска: экология, защита окружающей среды, социальнозначимые проекты. Для недопущения случаев нецелевого использования денег от размещения ESG облигаций предусмотрены процедуры их обязательной внешней оценки, или так называемой верификации. Верификация осуществляется международными финансовыми организациями, аудиторскими организациями, консалтинговыми фирмами, осуществляющими независимую оценку согласно принципам ESG.

В Казахстане уже есть примеры инвестиций на основе ESG-принципов. Согласно сайтам бирж KASE [74] и AIX [75], на 1 августа 2024 года объем рынка облигаций ESG Казахстана составил 539 млрд тенге, из которых 93% листингуются на KASE и 7% – на AIX.

Наибольшую долю в структуре облигаций ESG по объему выпуска занимают социальные облигации (рисунок 5), это связано с недавно выпущенными АО «Жилищный строительный сберегательный банк «Отбасы банк» двумя выпусками социальных облигаций на общую сумму 200 млрд тенге, что привело к значительному увеличению доли социальных облигаций в структуре облигаций ESG (для сравнения, до выпуска указанных социальных облигаций доля зеленых облигаций в структуре облигаций ESG составляла 45%, доля социальных облигаций – 25%).

Рисунок 5

Распределение листингуемых на KASE и AIX облигаций ESG по видам облигаций (объем выпуска)



В листинг KASE включен 21 выпуск облигаций ESG на общую сумму 504 млрд тенге (размещено 85% (429 млрд тенге)), из которых 11 – зеленые облигации, 9 – социальные, 1 – облигации устойчивого развития (рисунок 6). Эти облигации выпущены Азиатским банком развития (2 выпуска – зеленые облигации, 3 – социальные облигации), АО «Банк

развития Казахстана» (3 выпуска – зеленые облигации, 1 – облигации устойчивого развития), Евразийским банком развития (1 выпуск – зеленые облигации, 1 – социальные облигации), АО «Жилищный строительный сберегательный банк «Отбасы банк» (2 выпуска – социальные облигации) (рисунок 7). На АИХ по состоянию на 1 августа 2024 года листингуются 4 выпуска облигаций на общую сумму 35 млрд тенге, из которых 3 – зеленые облигации (АО «Самрук-Энерго», АО «Банк Развития Казахстана», ЧК Jet Group Ltd), 1 – социальные облигации (АО «Фонд развития промышленности»). С 2021 года для финансирования устойчивых проектов на KASE прошли листинг уже 19 выпусков ESG облигаций на сумму более 303 млрд тенге.

Рисунок 6

Распределение листингуемых на KASE облигаций ESG по видам облигаций (количество выпусков)

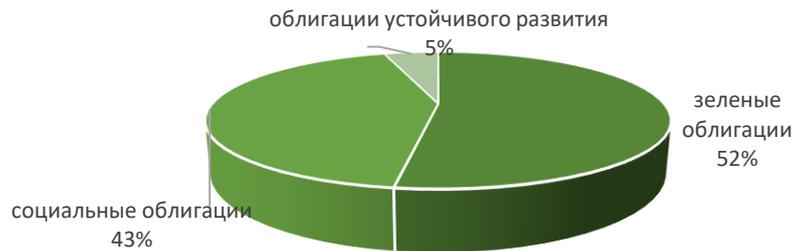
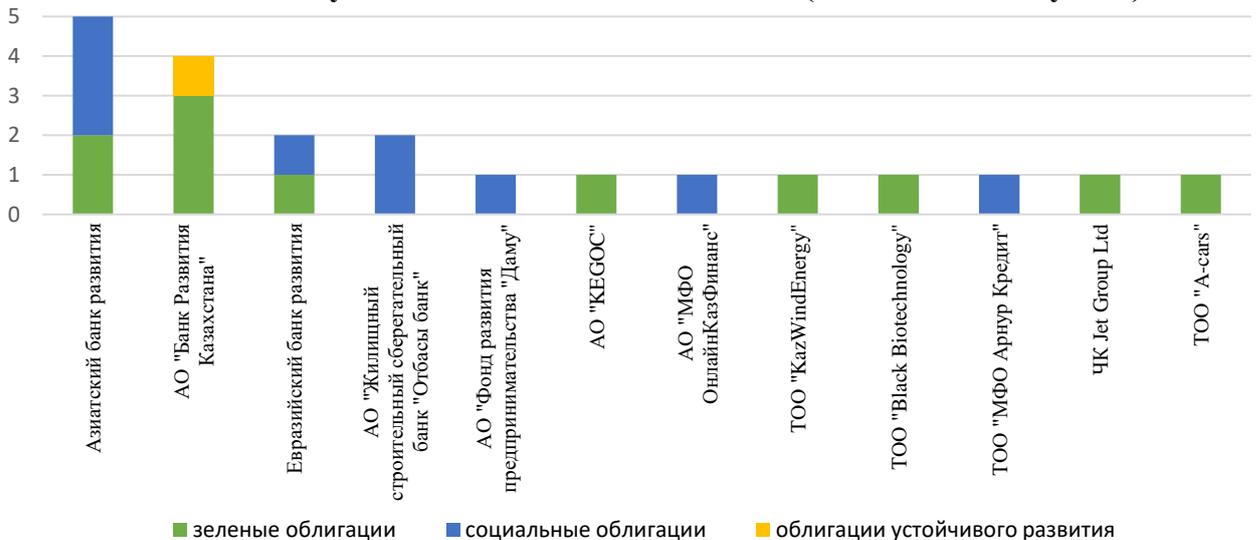


Рисунок 7

Листингуемые на KASE облигации ESG (количество выпусков)



Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка (АРРФР) совместно с экспертами из международных организаций в области ESG-стандартов разрабатывает процедуры выявления и оценки управления ESG-рисками, требования к внутренней системе управления рисками для финансовых организаций. В 2022 году в целях взаимодействия по вопросам развития рынка «зеленого» финансирования и внедрения международных стандартов ESG на финансовом рынке были заключены соглашения с Международной финансовой корпорацией (IFC) и Европейским Банком Реконструкции и Развития (ЕБРР). 16 марта 2023 года утверждена Дорожная карта по внедрению принципов ESG в регулирование финансового рынка Республики Казахстан, предусматривающая политику поэтапного внедрения ESG-принципов в финансовом секторе. В рамках Дорожной карты в апреле 2023 года утверждено Руководство по раскрытию ESG-информации для банков и других финансовых организаций.

В 2023 году финансовые организации в рамках своей ежегодной отчетности добровольно могли раскрывать нефинансовую информацию о воздействии на окружающую среду, социальную сферу, экономику, а также оценку влияния ESG-факторов на показатели финансовых организаций. С 2024 года добровольное раскрытие информации о соответствии финансовой организации ESG-критериям становится обязательным.

В рамках Единой программы поддержки и развития бизнеса «Дорожная карта бизнеса 2025» Фондом развития предпринимательства «Даму» реализуется финансовая поддержка ESG-проектов (субсидирование ставок вознаграждения по облигациям и кредитам).

15 июля 2024 года АРРФР принято Руководство по управлению экологическими и социальными рисками для банков и других финансовых организаций, которое включает в себя рекомендации относительно создания и внедрения системы управления экологическими и социальными рисками финансовых организаций при осуществлении различных видов финансирования, включая торговое финансирование, микрофинансирование, финансирование малых и средних компаний, корпоративное и проектное финансирование.

Государственная политика направлена на продолжение поэтапного внедрения принципов ESG в стратегии и бизнес-модели финансовых организаций, ведется разработка Руководства по оценке углеродного следа кредитных портфелей банков.

Вместе с тем, несмотря на положительные тенденции развития ESG в Казахстане, существует ряд препятствий на пути устойчивого развития. Многие компании, особенно среднего и малого бизнеса, недостаточно осведомлены о важности и преимуществах внедрения ESG-принципов. Это связано с отсутствием опыта и знаний в области устойчивого развития. Несмотря на усилия по развитию правовой среды, в Казахстане пока нет строгих и обязательных требований по ESG для нефинансовых организаций. Существующие законы зачастую недостаточно конкретны и не стимулируют бизнес к устойчивым практикам. К примеру, у финансовых организаций вызывает трудности маркировка зеленого кредита и оценка кредитных и рыночных рисков, что сдерживает инвесторов от инвестирования в проекты зеленой экономики. Внедрение ESG требует сложной системы мониторинга и прозрачной отчетности, что вызывает дополнительные затраты и усилия со стороны бизнеса. На практике многие компании сталкиваются с трудностями в правильном сборе данных и подготовке отчетов по ESG-стандартам. Внедрение ESG также требует специалистов с соответствующими знаниями и опытом, однако в Казахстане ощущается дефицит кадров в области устойчивого развития. Для многих казахстанских компаний ориентация на долгосрочные выгоды от ESG-принципов кажется менее привлекательной по сравнению с краткосрочной прибылью. Хотя интерес к устойчивым практикам растет, в Казахстане по-прежнему не так много инвесторов, которые активно требуют соблюдения ESG-стандартов от бизнеса, а потребители не всегда осведомлены о важности экологически и социально ответственного выбора. Казахстанская экономика сильно зависит от добывающих секторов (нефть, газ, металлы), что усложняет внедрение экологических стандартов, поскольку эти отрасли традиционно имеют высокий уровень воздействия на окружающую среду.

Казахстан активно работает над интеграцией принципов устойчивого развития в финансовый сектор, что подразумевает формирование новых стандартов и требований к компаниям. Установление обязательных норм раскрытия ESG-информации подчеркивает переход к более строгому регулированию, направленному на устойчивое развитие. Финансовая поддержка ESG-проектов через государственные программы свидетельствует о стремлении государства стимулировать зеленые инициативы в бизнесе. Однако внедрение ESG принципов сталкивается с препятствиями, такими как низкая осведомленность, необходимость дальнейшего совершенствования законодательной базы, трудности в мониторинге и составлении отчетности, недостаточное количество

квалифицированных кадров, стремление к краткосрочной прибыли, невысокий уровень требований со стороны инвесторов и клиентов, зависимость от добывающих отраслей.

4. Пути дальнейшего совершенствования законодательства Республики Казахстан в целях стимулирования устойчивого развития

Стимулирование устойчивого развития – ключевой тренд развития мировой экономики. В развитых экономиках внедрение ESG-принципов в деятельность компаний – широко потребляемый инструмент, отражающий новое мышление делового мира. Стимулирование устойчивого развития является актуальным вопросом и в Казахстане. Применение экологических зеленых технологий может радикально изменить ситуацию с качеством воздуха и воды, что, в свою очередь, положительно отразится на здоровье всей нации. Усиление роли бизнеса в социальной сфере может помочь в решении проблем социального неравенства. Прозрачное корпоративное управление позволит улучшить инвестиционную привлекательность как компаний, так и страны в целом.

В Казахстане сформирована необходимая правовая база для развития устойчивого финансирования. Вместе с тем вопросы ESG с учетом мировых тенденций требуют проведения дальнейшего совершенствования законодательства в части усиления регулирования и стандартов отчетности, стимулирования роста инвестиций в устойчивые проекты, внедрения технологий для улучшения ESG-оценок, интеграции ESG-рисков в финансовые модели компаний, развития зеленых и социальных финансовых инструментов, повышения осведомленности в вопросах ESG.

На основании проведенного анализа лучших мировых практик и исследования международных стандартов в области раскрытия информации ESG авторы рекомендуют усовершенствовать законодательные требования к содержанию годовых отчетов, публикуемых листинговыми компаниями по вопросам ESG. При этом считаем предпочтительнее стандарт GRI по следующим причинам. Отраслевые стандарты отчетности ESRS еще находятся на стадии формирования и составления (отраслевые стандарты ESRS будут окончательно доработаны и приняты Европейской комиссией к июню 2026 года), а GRI уже разработаны стандарты для таких отраслей как нефть и газ, угольный сектор, сельское хозяйство, аквакультура и рыболовство, горнодобывающая промышленность и имеют более легкий и понятный процесс составления отчетности. GRI является наиболее распространенным стандартом в мире, принятым 68% компаний N100 и 78% компаний G250, причем наибольшее распространение он получил в Северной и Южной Америке [76]. Стандарты ISSB основываются на работе рыночных инициатив в области отчетности, ориентированных на инвесторов. При этом в ISSB отсутствует разделение отчетности по отраслевым направлениям. Более того, предоставление отчетности в соответствии с ISSB требует от компании ссылаться на другие отчетности, если в ISSB определенные аспекты не урегулированы. Данный формат может вызвать трудности для малых и средних компаний.

Принимая во внимание имеющиеся в Казахстане барьеры, препятствующие развитию ESG, для дальнейшего совершенствования законодательства предлагаем следующие меры:

1. Создание строгих и обязательных требований по ESG для всех компаний – разработка обязательных норм и стандартов для нефинансовых организаций, которые стимулировали бы их переход на устойчивые модели ведения бизнеса и способствовали более активному внедрению ESG-принципов. Внедрение четких требований к прозрачной отчетности, основанных на международных стандартах (например, GRI), упростит сбор и анализ данных для оценки влияния компаний на экологию, социальную сферу и корпоративное управление.

2. Государственная поддержка и стимулы – создание налоговых льгот, субсидий или грантов для компаний, внедряющих ESG практики, что поможет преодолеть краткосрочные экономические потери и повысить их мотивацию к устойчивому развитию.

3. Укрепление системы маркировки зеленых финансовых инструментов – стандартизация процессов и критериев для маркировки зеленых кредитов и облигаций, что упростит доступ к зеленым инвестициям и снизит барьеры для их распространения на рынке.

4. Разработка государственных образовательных программ и подготовка кадров для обучения специалистов по ESG и устойчивому развитию, а также повышение осведомленности бизнеса и потребителей о долгосрочных выгодах от ESG-практик.

5. Поддержка малого и среднего бизнеса – предоставление консультационных и финансовых ресурсов для адаптации к новым стандартам.

6. Диверсификация экономики – внедрение программ снижения зависимости экономики от добывающих отраслей и развитие таких секторов, как возобновляемая энергетика и переработка отходов.

7. Адаптация к современным тенденциям путем внедрения инновационных процессов – внедрение финтеха, цифровизации и новых бизнес-моделей в стратегии имплементации ESG-принципов, что позволит оптимизировать мониторинг и управление ESG-рисками, интегрировать ESG-факторы в финансовую инфраструктуру и ориентироваться на долгосрочную устойчивость.

Казахстан активно продвигает внедрение ESG-принципов, формируя правовую базу для устойчивого развития, однако законодательство требует дальнейшего совершенствования, особенно в части отчетности и регулирования. Прозрачное корпоративное управление, основанное на международных стандартах, таких как GRI, способствует повышению инвестиционной привлекательности страны и компаний. Для дальнейшего развития ESG в Казахстане необходимо усовершенствовать законодательство, повысить требования к отчетности и стимулировать инвестиции в устойчивые проекты. В перспективе ключевыми задачами станут интеграция ESG-рисков в бизнес-модели, развитие кадрового потенциала и повышение осведомленности компаний о долгосрочных преимуществах устойчивых практик.

Выводы

Как показывает мировая практика, внедрение ESG способствует снижению негативного воздействия на окружающую среду, улучшению социальных стандартов и повышению прозрачности корпоративного управления. Эти достижения играют ключевую роль в создании устойчивой экономики и привлечении инвестиций на глобальном уровне. Эффекты от внедрения ESG включают снижение негативного воздействия на окружающую среду, улучшение условий труда, привлечение инвестиций и укрепление репутации компаний. В перспективе ожидается дальнейшее усиление регулирования и стимулирования ESG-практик, что будет способствовать созданию более устойчивой и ответственной экономики на глобальном уровне. Инициативы должны быть в конечном итоге направлены на расширение охвата системы, ее инфраструктуры, инструментов ценообразования с целью привлечения значительных инвестиций в экологически чистые проекты, способствующие сокращению выбросов парниковых газов, а также в социальные проекты, влияющие на улучшение социальных аспектов общества.

Принципы ESG становятся ключевыми для компаний, обеспечивая устойчивое развитие, снижение рисков и создание долгосрочной ценности, что улучшает их финансовые показатели и конкурентные преимущества. Компании с высокими показателями ESG демонстрируют лучшие финансовые результаты благодаря улучшению репутации и повышению доверия со стороны заинтересованных сторон, что приводит к устойчивости бизнеса. Внедрение таких технологий, как искусственный интеллект и блокчейн, способствует более точной оценке ESG, а интеграция ESG-рисков в финансовые модели помогает компаниям лучше прогнозировать угрозы и возможности. Усиление регулирования и стандартов отчетности, а также рост инвестиций в устойчивые проекты

подчеркивают важность ESG в финансовой инфраструктуре, формируя новые практики и подходы к бизнесу.

Анализ опыта стран ЕС, США, Азии показал, что ключевым трендом развития мировой экономики является стимулирование устойчивого развития ESG, что подтверждается оценкой Bloomberg [77] о том, что активы ESG к 2030 году превысят 40 трлн долларов США и составят 25% от общего объема активов под управлением. Согласно данным Bloomberg, 82% ESG-облигаций приходится на развитые страны, лидируют Южная Корея, США, Япония, Великобритания, Швеция, Франция. Основными отраслями по выпуску ESG-облигаций являются финансовая (51%), промышленная (26%) и коммунальная (электричество) (13%). Активность на мировом рынке облигаций ESG резко увеличилась в 2021 году (почти в 3 раза), вследствие произошедших значительных изменений в сфере нормативного регулирования США, выразившихся в инициировании Комиссией по ценным бумагам (SEC) предложений в области ESG и принятых законодательных актах. Таким образом, наличие законодательной базы и ее совершенствование способствует ускорению внедрения принципов ESG.

Практика внедрения ESG включает создание единой системы классификации зеленой таксономии, разработка которой необходима в целях предотвращения гринвошинга, установление на законодательном уровне целей по сокращению выбросов, внедрение принципов ESG в бизнес-процессы как финансовых организаций, так и публичных компаний всех отраслей, разработку и совершенствование систем отчетности ESG, а также совершенствование мер стимулирования устойчивого развития ESG в целях достижения глобальных целей устойчивого развития, определенных ООН.

Казахстан идет по пути развития ESG. В Казахстане работа по совершенствованию нормативных правовых актов по вопросам ESG ведется с 2021 года: утверждена Зеленая таксономия, принята Стратегия углеродной нейтральности к 2060 году, урегулированы вопросы выпуска и обращения ESG-облигаций, предусмотрены процедуры их верификации, утверждены Руководство по раскрытию ESG информации и Руководство по управлению экологическими и социальными рисками для банков и других финансовых организаций. Стимулирование развития ESG проектов реализуется через Фонд развития предпринимательства «Даму» путем субсидирования ставок вознаграждения по облигациям и кредитам. Концепцией инвестиционной политики предусмотрена разработка требований к содержанию годовых отчетов, публикуемых листинговыми компаниями по вопросам ESG. Таким образом, в Казахстане сформирована необходимая правовая база для развития устойчивого финансирования. На 1 августа 2024 года объем рынка облигаций ESG Казахстана составил 539 млрд тг., из которых 93% листингуются на KASE и 7% – на AIX. Несмотря на положительные тенденции, в Казахстане существует ряд барьеров для развития ESG: недостаточная осведомленность компаний, особенно малого и среднего бизнеса; система раскрытия ESG в Казахстане не является всеобъемлющей и требует доработки, включая выработку обязательных требований для нефинансовых организаций; трудности в мониторинге и отчетности; Казахская экономика сильно зависит от добывающих отраслей, что усложняет внедрение экологических стандартов.

Авторы предлагают рассмотреть рекомендации по раскрытию листинговыми компаниями информации ESG на основе международного стандарта GRI, который, по их мнению, имеет наиболее легкий и понятный процесс составления отчетности, а также остается наиболее распространенным стандартом раскрытия информации ESG.

Литература

1. UNEP FI. (2005) «Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World». Available at: https://d306pr3pise04h.cloudfront.net/docs/issues_doc%2FFinancial_markets%2Fwho_cares_who_wins.pdf.

2. European Commission. (2018) «Sustainable Finance Report». Available at: https://ec.europa.eu/info/publications/180131-sustainable-finance-report_en.
3. European Commission. (2018) «Communication from the Commission: Action Plan on Sustainable Finance». Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0097#footnote7>.
4. European Union. (2020) «Regulation (EU) 2020/852 on Sustainable Investment». Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32020R0852>.
5. European Commission. (2023) «European Green Deal». Available at: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/story-von-der-leyen-commission/european-green-deal_en.
6. European Union. (2023) «Regulation on Sustainability Disclosures in the Financial Sector». Available at: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202302775.
7. PwC. (2023) «The Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)». Available at: <https://www.pwc.com/lv/en/about/services/sustainability-services/the-corporate-sustainability-reporting-directive-CSRD.html>.
8. European Union. (2019) «Regulation (EU) 2019/2088 on Sustainability Disclosures in the Financial Services Sector». Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32019R2088>.
9. European Commission. (2023) «SFDR Implementation Summary of Responses». Available at: https://finance.ec.europa.eu/document/download/0f2cfde1-12b0-4860-b548-0393ac5b592b_en?filename=2023-sfdr-implementation-summary-of-responses_en.pdf.
10. Danish Energy Agency (2023). Danish Energy Policy: Wind Power. Available at: <https://ens.dk/en>.
11. Danish Business Authority (2023). The Danish Climate Act. Available at: <https://danishbusinessauthority.dk>.
12. Norwegian Government (2023). Sustainable Development in Norway. Available at: <https://www.regjeringen.no/en/topics/sustainability>.
13. Norwegian Ministry of Finance (2023). Management of the Government Pension Fund Global. Available at: <https://www.regjeringen.no/en/topics/economy/management-of-the-government-pension-fund-global>.
14. Dutch Ministry of Infrastructure and Water Management (2023). Sustainable Urban Development in the Netherlands. Available at: <https://www.government.nl/topics/sustainable-urban-development>.
15. Dutch Ministry of Economic Affairs and Climate Policy (2023). Climate Agreement and Corporate Sustainability Reporting. Available at: <https://www.government.nl/topics/climate-change/climate-agreement>.
16. European Commission (2023) EU Sustainable Finance. Available at: <https://ec.europa.eu/finance/sustainable>.
17. EY (2023) Challenges in ESG Reporting in Europe. Available at: <https://www.ey.com/europe/esg-reporting>.
18. OECD (2023) Sustainability Costs for Small Businesses in Europe. Available at: <https://www.oecd.org/sustainability>.
19. Gruzdeva, K.N. and Zaborovskaya, A.E. (2021) «ESG-Concept as a Guide for Sustainable Development of the Russian Banking Sector». In: «Russian Regions in Focus of Changes: Proceedings of the Conference, Yekaterinburg, 18-20 November 2021». Yekaterinburg, pp. 405-409.
20. White House. (2021) «Executive Order on Tackling the Climate Crisis at Home and Abroad». Available at: <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2021/01/27/executive-order-on-tackling-the-climate-crisis-at-home-and-abroad/>.
21. SEC. (2021) «ESG Risk Alert». Available at: <https://www.sec.gov/files/esg-risk-alert.pdf>.

22. Yahoo Finance. (2023) «U.S. SEC Chair Pledges Trading Reform». Available at: <https://finance.yahoo.com/news/u-sec-chair-pledges-trading-164051534.html> .
23. U.S. Congress. (2010) «Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act». Available at: <https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf> .
24. U.S. Senate. (2023) «S.2491: Climate Risk Disclosure Act of 2023». Available at: <https://www.congress.gov/bill/117th-congress/senate-bill/2491/text> .
25. U.S. House of Representatives. (2023) «H.R.3623: Climate Risk Disclosure Act of 2023». Available at: <https://www.congress.gov/bill/116th-congress/house-bill/3623/text> .
26. White House. (2021) «Executive Order on Climate-Related Financial Risk». Available at: <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2021/05/20/executive-order-on-climate-related-financial-risk/> .
27. Egorova, E.M. and Avanesova, E.S. (2022) «The Role of ESG Banking in Shaping the Financial Vector of Socially Oriented Business Projects». *Economics: Theory and Practice*, 4(68), pp. 49-54.
28. The Washington Standard. (n.d.) Top US banks under investigation over ESG & climate action. Available at: <https://thewashingtonstandard.com/top-us-banks-under-investigation-over-esg-climate-action/>.
29. Harvard Law School Forum on Corporate Governance (2023) The Political Divide on ESG in the United States. Available at: <https://corpgov.law.harvard.edu/>.
30. Morningstar (2023) Challenges in ESG Investing in the United States. Available at: <https://www.morningstar.com/esg>.
31. U.S. Securities and Exchange Commission (2023) The Need for Unified ESG Standards. Available at: <https://www.sec.gov/esg>.
32. Thai Institute of Directors. (2020) «Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2020». Available at: [http://www.thai-iod.com/imgUpload/CGR2020%20Report\(1\).pdf](http://www.thai-iod.com/imgUpload/CGR2020%20Report(1).pdf) .
33. Securities and Futures Commission. (2021) «Circular on Product Authorization». Available at: <https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/circular/products/product-authorization/doc?refNo=21EC27> .
34. Lexology. (2023) «Latest ESG Developments in Financial Services». Available at: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=c235bc6c-64f4-425b-af5a-97c26311d25b> .
35. Singapore Ministry of Sustainability and the Environment (2023). Sustainable Development in Singapore. Available at: <https://www.mse.gov.sg>.
36. Asian Development Bank (2023) Sustainable Finance in Asia. Available at: <https://www.adb.org/sustainable-finance>.
37. PWC (2023) ESG in Asia: Emerging Awareness and Barriers. Available at: <https://www.pwc.com/asia/esg>.
38. World Economic Forum (2023) Sustainable Development Challenges in Asia. Available at: <https://www.weforum.org/>.
39. Moneva, J.M.; Ortas, E. Corporate environmental and financial performance: A multivariate approach. *Ind. Manag. Data Syst.* 2010, 110, 193–210. [CrossRef].
40. Zeng, Y.; Gulzar, M.A.; Wang, Z.; Zhao, X. The effect of expected financial performance on corporate environmental responsibility disclosure: Evidence from China. *Environ. Sci. Pollut. Res.* 2020, 27, 37946–37962. [CrossRef] [PubMed].
41. Liu, Y.; Xi, B.; Wang, G. The effect of corporate environmental responsibility on financial performance-based on Chinese listed companies. *Environ. Sci. Pollut. Res.* 2021, 28, 7840–7853. [CrossRef] [PubMed].
42. Kim, H.; Park, K. Corporate Environmental Responsibility and Firm Performance in the Financial Services Sector. *J. Bus. Ethics* 2015, 131, 257–284.
43. Vuong, N.B. Investor sentiment, corporate social responsibility, and financial performance: Evidence from Japanese companies. *Borsa Istanb. Rev.* 2022, 22, 911–924.

44. George, A.K.; Kayal, P.; Maiti, M. Nexus of Corporate Social Responsibility Expenditure (CSR) and financial performance: Indian banks. *Q. Rev. Econ. Financ.* 2023, 90, 190–200. [CrossRef].
45. Saeed, A.; Alnor, F.; Yaqoob, G. Corporate social responsibility, industry concentration, and firm performance: Evidence from emerging Asian economies. *Res. Int. Bus. Financ.* 2023, 64, 101864. [CrossRef].
46. Iqbal, S.; Nawaz, A.; Ehsan, S. Financial performance and corporate governance in microfinance: Evidence from Asia. *J. Asian Econ.* 2019, 60, 1–13. [CrossRef].
47. Rahman, H.U.; Zahid, M.; Al-Faryan, M.A.S. ESG and firm performance: The rarely explored moderation of sustainability strategy and top management commitment. *J. Clean. Prod.* 2023, 404, 136859.
48. Gao, J.; Luo, C.; Xu, H.; Shi, G. How does boardroom diversity influence the relationship between ESG and firm financial performance? *Int. Rev. Econ. Financ.* 2024, 89, 713–730.
49. Xu Y, Zhu N. The Effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance on Corporate Financial Performance in China: Based on the Perspective of Innovation and Financial Constraints. *Sustainability.* 2024; 16(8):3329. <https://doi.org/10.3390/su16083329>.
50. MSCI (n.d.) ESG Ratings. Available at: <https://www.msci.com/esg-ratings>.
51. Sustainalytics (n.d.) ESG Risk Ratings. Available at: <https://www.sustainalytics.com/esg-risk-ratings>.
52. Siemens AG. (2023). Annual Sustainability Report. Available at: <https://www.siemens.com/sustainability-report-2023>.
53. Deutsche Bank. (2023). Sustainability and ESG Report 2023. Available at: <https://www.db.com/sustainability-report-2023>.
54. Microsoft Corporation. (2023). 2023 Environmental Sustainability Report. Available at: <https://www.microsoft.com/environmental-report-2023>.
55. Morgan Stanley (n.d.) Sustainable Investing. Available at: <https://www.morganstanley.com/sustainableinvesting>.
56. Keppel Corporation. (2023). Sustainability Highlights 2023. Available at: <https://www.keppel.com/sustainability-2023>.
57. Annual Sustainability Review. Available at: <https://www.dbs.com/sustainability-review-2023>.
58. Eccles, R.G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). «The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance.» *Management Science*, 60(11), 2835-2857.
59. Berg, F., Koelbel, J.F., & Rigobon, R. (2020). «Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings.» MIT Sloan School Working Paper.
60. Clark, G.L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). «From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance.» University of Oxford and Arabesque Partners.
61. Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). «Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality.» *The Accounting Review*, 91(6), 1697-1724.
62. Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). «Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence.» *Management Science*, 65(10), 4451-4469.
63. El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C., & Mishra, D.R. (2011). «Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?» *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.
64. Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). «ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies.» *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.

65. Hsu, P.H., Liang, H., & Matos, P. (2020). «Leviathan Inc. and Corporate Environmental Engagement.» *Review of Financial Studies*, 33(8), 3783-3820.
66. Schramade, W. (2016). «Integrating ESG into Valuation Models and Investment Decisions: The Value-Driver Adjustment Approach.» *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 6(2), 95-111.
67. Capelle-Blancard, G., & Petit, A. (2019). «Every Little Helps? ESG News and Stock Market Reaction.» *Journal of Business Ethics*, 157, 543-565.
68. European Commission (2023). *The Green Deal: Delivering on the European Green Deal*. Available at: <https://ec.europa.eu/green-deal>.
69. BlackRock (2023). *Sustainable Investing: 2023 Trends*. Available at: <https://www.blackrock.com/us/individual/investment-ideas/sustainable-investing>.
70. Revolut (2023). *Introducing ESG Ratings*. Available at: <https://www.revolut.com/en-US/esg-ratings>.
71. Westpac (2023). *Climate Risk and ESG Integration*. Available at: <https://www.westpac.com.au/about-westpac/sustainability/climate-risk/>.
72. Mizuho Financial Group (2023). *Green Bonds Issuance*. Available at: <https://www.mizuho-fg.co.jp/english/investors/green-bonds.html>.
73. Singapore Management University (2023). *Sustainability Leadership Program*. Available at: <https://www.smu.edu.sg/sustainability>.
74. KASE, n.d. *ESG Bonds*. Available at: <https://kase.kz/ru/esg/bonds/>.
75. AIX, n.d. *Listed Companies*. Available at: <https://aix.kz/listings/listed-companies-2-2/>.
76. GRI (2023), «Four-in-five largest global companies report with GRI» <https://www.globalreporting.org/news/news-center/four-in-five-largest-global-companies-report-with-gri/>.
77. Bloomberg, 2023. *Global ESG Assets Predicted to Hit \$40 Trillion by 2030 Despite Challenging Environment*. Available at: <https://www.bloomberg.com/company/press/global-esg-assets-predicted-to-hit-40-trillion-by-2030-despite-challenging-environment-forecasts-bloomberg-intelligence/>.
78. GRI. (2023) «The GRI Perspective: ESG Standards and Frameworks». Available at: <https://www.globalreporting.org/media/jxkgrggd/gri-perspective-esg-standards-frameworks.pdf>.
79. Azeus Convene. (2023) «The ESG Reporting Frameworks and Standards Explained». Available at: <https://www.azeusconvene.com/esg/articles/the-esg-reporting-frameworks-and-standards-explained>.
80. GeneOnline. (2023) «The World of ESG Standards and Their Organizations». Available at: <https://www.geneonline.com/the-world-of-esg-standards-and-their-organizations/>.
81. Novisto. (2023) «List of ESG Reporting Frameworks and Standards». Available at: <https://novisto.com/list-esg-reporting-framework-standard/>.
82. EFRAG. (2023) «European Sustainability Reporting Standards - Exposure Draft». Available at: https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FED_ESRS_API.pdf.
83. KPMG. (2022) «European Sustainability Reporting Standards (EU ESRS)». Available at: <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2022/05/european-sustainability-reporting-standards-eu-esrs.html>.
84. KPMG. (2022) «Get Ready for ESRS - Talkbook». Available at: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/07/talkbook-get-ready-for-esrs.pdf>.
85. GRI. (2023) «Standards». Available at: <https://www.globalreporting.org/standards/>.

86. GRI. (2023) «A Short Introduction to the GRI Standards». Available at: <https://www.globalreporting.org/media/wtaf14tw/a-short-introduction-to-the-gri-standards.pdf> .
87. GRI. (2023) «About GRI». Available at: <https://www.globalreporting.org/about-gri/> .
88. GRI. (2023) «Our Mission and History». Available at: <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/> .
89. GRI. (2023) «Why Report?» Available at: <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/> .
90. GRI. (2023) «Standards Development». Available at: <https://www.globalreporting.org/standards/standards-development/> .
91. GRI. (2023) «Four-in-Five Largest Global Companies Report with GRI». Available at: <https://www.globalreporting.org/news/news-center/four-in-five-largest-global-companies-report-with-gri/> .
92. GRI. (2023) «Linking GRI Reporting to Other Requirements». Available at: <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/global-alignment/> .
93. GRI. (2023) «A Short Introduction to the GRI Standards». Available at: <https://www.globalreporting.org/media/wtaf14tw/a-short-introduction-to-the-gri-standards.pdf> .
94. B Corporation. (2023) «GRI and B Lab Team Up on Impact Management». Available at: <https://www.bcorporation.net/en-us/news/press/gri-and-b-lab-team-impact-management-0/> .
95. IFRS. (2023) «International Sustainability Standards Board (ISSB)». Available at: <https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/> .
96. PwC. (2023) «IFRS Sustainability Disclosure Standards». Available at: <https://viewpoint.pwc.com/dt/gx/en/pwc/in-depths/in-depths-INT/in-depths-INT/ifrs-sustainability-disclosure-standards.html> .
97. IFRS. (2023) «IFRS S1: General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information». Available at: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards-issb/english/2023/issued/part-a/issb-2023-a-ifrs-s1-general-requirements-for-disclosure-of-sustainability-related-financial-information.pdf> .
98. IFRS. (2023) «IFRS S2: Climate-related Disclosures». Available at: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards-issb/english/2023/issued/part-a/issb-2023-a-ifrs-s2-climate-related-disclosures.pdf> .
99. Global Reporting Initiative (GRI) (n.d.) GRI Standards. Available at: <https://www.globalreporting.org/standards/> .
100. MSCI (n.d.) ESG Ratings Methodology. Available at: <https://www.msci.com/esg-ratings> .
101. Sustainalytics (n.d.) ESG Risk Ratings Methodology. Available at: <https://www.sustainalytics.com/esg-risk-ratings> .
102. SASB (Sustainability Accounting Standards Board) (n.d.) SASB Standards. Available at: <https://www.sasb.org/standards/> .
103. GRI. (2023) «GRI Report Services Methodology». Available at: <https://www.globalreporting.org/media/wrthwegq/gri-standards-alignment-check-services-methodology.pdf> .
104. GRI. (2023) «Sector Program». Available at: <https://www.globalreporting.org/standards/sector-program/> .

Зеленые кредиты. Перспективы применения в Казахстане и в мире

Ойшынова Г. А. – главный специалист-аналитик управления исследований финансовых рынков Департамента – Центра исследований и аналитики Национального Банка Республики Казахстан.

В статье представлен обзор нормативной базы по развитию и регулированию зеленых кредитов отдельных стран и международный опыт применения зеленых кредитов по видам продуктов, приведен обзор нормативной базы в Казахстане, а также текущей ситуации по зеленым кредитам, изложены факторы, ограничивающие развитие зеленого кредитования в Казахстане, и пути решения задач по зеленому кредитованию.

Ключевые слова: зеленые кредиты, зеленое финансирование, ESG, зеленая таксономия.

JEL-классификация: E44, F64, G21, G28, Q01, Q20, Q54.

1. Введение

В последние годы наблюдается глобальный тренд в направлении устойчивого развития и «зеленой» повестки. Правительства многих стран разрабатывают планы действий и нормативную среду для адаптации своих экономик к изменению климата. Бизнес стремится не только получать прибыль, но и уделять внимание социальной и экологической ответственности своей деятельности. Учитывая глобальные экологические изменения и необходимость борьбы с последствиями влияния деятельности человека на окружающую среду, все более актуальным становится вопрос финансирования экологических инициатив, в особенности, энергоэффективных и низкоуглеродных проектов.

В данной статье рассматривается один из инструментов зеленого финансирования – зеленый кредит (Green Loan), стремительно развивающийся в последние годы и уже широко используемый в мире. Приведен обзор нормативной базы и примеры реализации инструментов зеленого кредитования в отдельных странах. Рассмотрено положение зеленых кредитов на казахстанском финансовом рынке, определены факторы, сдерживающие развитие зеленых кредитов в Казахстане, и предложены пути решения с учетом международного опыта.

2. Теория вопроса

Изменение климата и экологические проблемы, которые с каждым годом все ближе подходят к критическим границам, порождают необходимость в активных экономических действиях для борьбы с последствиями и предупреждения будущих негативных изменений. Переход стран на низкоуглеродную экономику требует значительных инвестиций. Зеленое финансирование в этом контексте – направление финансовых потоков на пользу окружающей среды.

В глобальном плане катализатором зеленого финансирования стало Парижское соглашение: на конференции ООН по изменению климата в Париже в 2015 году правительствами стран было достигнуто соглашение об ограничении глобального потепления в пределах 1,5-2°C по сравнению с доиндустриальным уровнем. Соглашение направлено на укрепление глобального реагирования на угрозу изменения климата и усилий по искоренению нищеты¹. На сегодняшний день к Парижскому соглашению присоединились 195 сторон, включая Казахстан.

¹ Парижское соглашение, 2015

В рамках зеленого финансирования выделяют несколько терминов, неразрывно связанных друг с другом. В числе основных понятий – устойчивое развитие (Sustainable development). Наиболее распространенное определение дается в Докладе Всемирной комиссии по окружающей среде и развитию «Наше общее будущее»: смысл устойчивого развития в способности человечества гарантировать, что оно отвечает потребностям настоящего времени, не ставя под угрозу способность будущих поколений удовлетворять свои собственные потребности» (WCED, 1987). Устойчивое развитие включает 17 глобальных целей и охватывает три направления: ответственное отношение к окружающей среде (Environment), социальная ответственность (Social) и эффективная система корпоративного управления (Governance) – ESG. Критерии ESG оценивают соблюдение принципов посредством раскрытия соответствующей информации в публичной нефинансовой отчетности.

Если ESG финансирование в общем смысле означает инвестиции в организации с хорошими социальными, экологическими показателями и эффективным управлением, то зеленые финансы направлены на конкретные проекты, которые могут минимизировать негативное влияние на окружающую среду. На сегодняшний день к традиционным инструментам зеленого финансирования относят зеленые облигации (Green Bond), зеленые кредиты (Green Loan), зеленое страхование (Green Insurance), зеленые депозиты (Green Deposits), зеленые гранты (Green Grants).

Рынок зеленых кредитов образовался сравнительно недавно, в 2016 году, начав свой отсчет с целевых кредитов Lloyds Bank на сумму 1,27 млрд долларов США для компаний, занимающихся более «зеленой» недвижимостью в Великобритании (Larsen, 2019).

Международная финансовая корпорация (IFC) Группы Всемирного банка – крупнейший финансовый институт развития, поддерживающий подходы ESG и внесший существенный вклад в разработку принципов зеленых кредитов (GLP). Согласно им, зеленые кредиты – это любые типы кредитных инструментов и/или условных кредитов (облигационные линии, гарантийные линии или аккредитивы), предоставляемые исключительно для финансирования, рефинансирования или гарантирования полностью или частично новых и/или существующих и соответствующих установленным требованиям зеленых проектов и охватывающих четыре ключевые компонента GLP:

1) использование средств (Use of Proceeds): кредитные средства должны быть направлены на зеленые проекты с явными экологическими выгодами, которые надлежащим образом должны быть оценены, измерены и описаны в финансовых документах заемщика;

2) процесс оценки и отбора проектов (Process for Project Evaluation and Selection): заемщик должен указать цели экологической устойчивости зеленых проектов, описать процесс определения соответствия проекта принципам и управление предполагаемыми, фактическими или потенциальными экологическими и социальными рисками;

3) управление средствами (Management of Proceeds): средства должны отслеживаться заемщиком соответствующим образом, чтобы поддерживать прозрачность зеленого кредита, например, средства могут быть зачислены на специальный счет;

4) отчетность (Reporting): заемщики должны обеспечить доступную актуальную информацию об использовании средств с указанием и кратким описанием зеленых проектов, выделенных сумм, достигнутого и ожидаемого (если это возможно) воздействия.

Такое же определение зеленому кредиту дается в глоссарии терминов зеленого и устойчивого кредитования Ассоциации кредитного рынка (LMA), согласно которому зеленый кредит – это любой тип кредитных инструментов (таких как облигационные линии, гарантийные линии или аккредитивы), предоставляемый исключительно для финансирования, рефинансирования или гарантирования полностью или частично новых и/или существующих зеленых проектов, соответствующих четырем принципам GLP (LMA, 2023).

Ran Zhang и другие определяют зеленый кредит как новую форму инструмента экологического регулирования, которая может обеспечить защиту окружающей среды

путем реализации дифференцированной кредитной политики для различных предприятий. Обычно он предлагает более низкие процентные ставки и кредитную поддержку для экологически чистых предприятий (Zhang et al., 2022).

Каким бы ни было определение и сфера использования зеленого кредита, его главный принцип заключается в реальной экологической выгоде.

Категоризация объектов зеленого кредитования, в основном, одинакова во всех странах. Это производство и распространение энергии из возобновляемых источников, предотвращение и контроль загрязнений, рациональное управление природными ресурсами, бережное отношение к биоразнообразию, адаптация к последствиям изменения климата и зеленое строительство. Для субъектов домашнего хозяйства зелеными могут быть кредитные продукты, направленные на покупку жилья в энергоэффективных домах, используемых возобновляемые источники энергии, или кредиты на покупку электромобилей.

В качестве источников фондирования выступают собственные средства кредитной организации либо международная или государственная поддержка для обеспечения им необходимой прибыли, соответствующей вложению средств в не зеленые проекты. Чаще всего зеленые кредиты фондируются за счет зеленых облигаций. Первые зеленые облигации в 2007 году выпустил подконтрольный Евросоюзу Европейский инвестиционный банк: 600 млн евро были направлены на строительство ветропарков и солнечных электростанций (Артемов, 2023).

В Казахстане зеленые облигации были впервые выпущены в 2020 году Фондом «Даму» при поддержке Программы развития ООН (ПРООН) в торговой системе фондовой биржи Международного финансового центра «Астана» (МФЦА) с купонной ставкой 11,75% годовых и сроком обращения 3 года. Средства от размещения облигаций были направлены в банки второго уровня и микрофинансовые организации для дальнейшего кредитования субъектов малого и среднего бизнеса, реализующих зеленые проекты. Лид-менеджером по выпуску и размещению зеленых облигаций Фонда стало АО «BCC Invest» – дочерняя организация АО «Банк ЦентрКредит» (Даму, 2020).

Помимо преимуществ, выражающихся в положительном влиянии на окружающую среду, сниженных процентных ставок и выгодных условий кредита, зеленые кредиты способствуют улучшению репутации предприятий, получающих зеленые кредиты, способствуют экономическому развитию таких отраслей, как возобновляемые источники энергии, устойчивое сельское хозяйство и зеленое строительство.

3. Международный обзор нормативной базы зеленого кредитования

Международная практика показывает, что процесс разработки нормативной среды для признания и функционирования зеленых кредитов может формироваться с некоторыми отличиями, в зависимости от экономических, политических, географических особенностей. Однако отдельные нормы в той или иной мере являются общепринятыми: определение общих принципов и критериев, разработка национальных зеленых таксономий, обозначение дальнейшего видения развития в стратегических документах страны, разработка дорожных карт по достижению целей, формирование мер регулирования.

Среди обозначенных категорий документов важную роль играет таксономия, задача которой определить, являются ли инвестиции устойчивыми. В то же время зеленая таксономия определяет потенциальные сферы финансирования для инвесторов, чтобы положительно повлиять на климат, окружающую среду и/или социальные проблемы. Таксономия использует пороговые значения и целевые показатели для оценки и определения видов деятельности или активов. Кроме того, таксономия помогает предотвратить зеленое отмывание, при котором создается ошибочное мнение о том, что инвестиции направляются на экологические проекты.

Китай является первой страной в мире, разработавшей свою национальную зеленую таксономию. В 2015 году был составлен каталог зеленых проектов, на поддержку которых

были выпущены зеленые облигации. Изначально таксономия содержала проекты по кредитованию чистого угля и других ископаемых источников энергии, не соответствующих принципам экологичности, в связи с чем подвергалась критике. Однако в дальнейшем была переработана в части приближения к международным стандартам: были исключены отрасли, связанные с углем, добавлены отрасли по зеленому сельскому хозяйству, зеленой архитектуре и экономному использованию водных ресурсов.

Помимо Китая, одним из первых свою таксономию разработал Европейский Союз. Таксономия ЕС представляет собой стандартизированную классификацию экономической деятельности, направленную на достижение низкоуглеродного перехода 27 стран – членов ЕС. Согласно Регламенту о Таксономии ЕС для устойчивой деятельности, который стал основой Таксономии, для определения экологической устойчивости конкретной экономической деятельности необходимо установить исчерпывающий перечень экологических целей (6): смягчение последствий изменения климата, адаптация к изменению климата, устойчивое использование и защита водных и морских ресурсов, переход к экономике замкнутого цикла, предотвращение и контроль загрязнения, защита и восстановление биоразнообразия и экосистем². Таксономия ЕС не обозначает зеленые финансовые продукты, но система классификации Таксономии используется при маркировке зеленых финансовых продуктов. Документ не обязывает инвестировать в зеленые финансовые продукты, но содержит обязательство раскрывать всю информацию, имеющую отношение к Таксономии. Документ пересматривается каждые три года, чтобы оставаться актуальным исходя из технологических изменений и появления новых видов деятельности.

В 2021 году Индией в лице созданной при Министерстве финансов страны Целевой группы по устойчивому финансированию была начата работа национальной зеленой таксономии. Данные начинания позволили определить подход для оказания помощи заинтересованным сторонам в определении того, какие инвестиции можно назвать зелеными. На сегодняшний день эта работа все еще не закончена, и в отсутствие таксономии существует рассредоточенный ландшафт листинга определенных зеленых активов (Bhattacharya, 2024). Некоторыми экспертами отсутствие национальной таксономии видится одной из причин, тормозящих развитие зеленого финансирования в Индии.

Среди входящих в ЕАЭС стран национальные зеленые таксономии есть в Казахстане и в России; в Армении, Беларуси и Кыргызстане они находятся в процессе разработки. В 2021 году Правительство РФ утвердило Национальную таксономию зеленых и адаптационных документов, тем самым создав нормативную основу рынка устойчивого, в том числе зеленого, финансирования в России. Критерии соответствия зеленым проектам включают следующие направления: обращение с отходами, энергетика, строительство, промышленность, транспорт и промышленная техника, водоснабжение и водоотведение, природные ландшафты, реки, водоемы и биоразнообразие, сельское хозяйство. Документ также содержит раздел о верификации проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития, а также определяет цели, для которых привлекаются финансовые инструменты и нормы по использованию и управлению денежными средствами³.

Свои национальные таксономии имеются или находятся на стадии разработки в странах Азии (Индонезия, Шри-Ланка) и Америки (Канада, Колумбия, Мексика, Перу, Чили, Доминиканская Республика). В США нет своей зеленой таксономии, однако рассматриваются альтернативные списки отраслей и сводов правил, которые могли бы служить в качестве национальной таксономии.

² Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088

³ Постановление Правительства Российской Федерации от 21 сентября 2021 года № 1587 «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации и требований к системе верификации проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации»

При реализации зеленого финансирования (зеленого кредитования) важно не только направить усилия на развитие и стимулирование данной сферы, но и распространить нормы регулирующего характера, предусмотрев потенциальные риски и определив пути решения. Традиционным способом регулирования является установление норм пруденциального характера. В аналитической записке о зеленом финансировании группой Всемирного Банка приведен обзор отдельных требований центральных банков. В частности, Центральный банк Бразилии устанавливает требование к банкам проводить стресс-тестирование кредитов на предмет соответствия критериям оценки и управления экологическими и социальными рисками и наличия добавочного капитала. Банк Индонезии требует от банков проведения оценки воздействия крупных или рискованных кредитов на окружающую среду. Регулятором в Перу были введены минимальные требования к управлению социальными и экологическими рисками (Дамианова и другие, 2018).

Вопросы зеленых кредитов постепенно находят отражение в законодательствах многих стран как с развитой, так и с развивающейся экономикой, при этом, исходя из особенности каждой страны, процесс формирования законодательной среды может быть различен. Далее приведены примеры особенностей становления института зеленого кредитования.

Европейское банковское управление (European Banking Authority) в 2022 году внедрило технические стандарты (ITS) пруденциального раскрытия информации о рисках ESG. Стандарты устанавливают требования к европейским банкам раскрывать информацию о переходных и физических рисках, связанных с изменением климата, включая информацию об активах, связанных с выбросами углерода, и активах, подверженным хроническим и резким изменениям климата (ЕБА, 2022). Кроме того, стандарты внедряют коэффициент зеленых активов (GAR), который призван измерять количество климатически дружественных финансовых инструментов в общей сумме активов кредитора. Несмотря на то, что введение нового показателя, задуманного для раскрытия экономической деятельности, соответствующей таксономии, вызывает неоднозначную реакцию банков из-за спорной методологии расчета коэффициента (ЕВФ, 2024), это знаменует кардинальные изменения в зеленом финансировании.

В 2017 году Европейской Комиссией было объявлено, что Европейский союз рассматривает возможность снижения требований к капиталу банков для «зеленых» инвестиций (Green supporting factor). Основная идея состояла в том, чтобы рассматривать зеленые инвестиции как менее рискованные, чем инвестиции в углеродоемкие отрасли. Следовательно, банкам разрешалось формировать меньший размер капитала для противостояния потенциальным потерям путем снижения риск-весов по зеленым кредитам. Однако данная инициатива вызвала критику экспертов. По их мнению, банки будут больше подвержены дефолту, при этом мало чем помогая окружающей среде. Кроме того, инициатива не была подкреплена исследованиями, что мера действительно будет стимулировать рост инвестиций. В 2023 году банковский регулятор стран ЕС выступил с заявлением о решении отказаться от зеленого поддерживающего фактора в пользу менее рискованных мер пруденциального регулирования (Azizuddin, 2023).

Отличительной чертой и во многом причиной успеха развития зеленой экономики в Китае является построение системы сверху-вниз, когда государство (по сравнению, например, с финансовыми ассоциациями или рынками) играет руководящую роль в определении направления развития зеленого финансирования, поиска средств и стимулировании рынка. Благодаря государственной политике в Китае за последнее десятилетие наблюдалось быстрое развитие зеленых отраслей. Китай несколько лет подряд является крупнейшим рынком зеленых облигаций, в 2023 году показатель достиг 83,5 млрд долларов США от внутренних и офшорных выпусков, тем самым страна лидирует, оставив позади США и Германию.

В 2016 году Народный Банк Китая стал первым центральным банком в мире, выпустившим руководящие принципы зеленого финансирования (Guidelines for

Establishing the Green Financial System). Документ играет центральную роль в формировании зеленых финансов в Китае и направлен на действия в следующих областях: зеленые облигации, зеленое кредитование, фонды зеленого развития, зеленое страхование, рынки прав на контроль загрязнения, инициативы местных органов власти и международное сотрудничество. В рамках руководящих принципов был учрежден Комитет по зеленым финансам (GFC), который стал основным органом для координации реализации и внедрения руководящих принципов. GFC поддерживается на местном уровне: более 20 региональных комитетов по зеленому финансированию играют аналогичную роль на местах (Larsen, 2020).

В 2022 году Комиссия по регулированию банковской и страховой деятельности Китая (CBIRC) обновила руководящие принципы зеленого финансирования, уделив особое внимание зеленым кредитам. Помимо требований к банковским и страховым организациям о внедрении новой философии развития и продвижения зеленого финансирования, документ устанавливает требования к совету директоров, кредитной и инвестиционной политике финансовой организации, включению ESG в процессы управления и комплексные системы управления рисками (NFRA, 2022).

Первым документом, регулирующим зеленое кредитование в Китае, стали Руководящие принципы зеленого кредита (Green Credit Policy), разработанные Комиссией по регулированию банковской и страховой деятельности Китая. Политика зеленого кредитования включает требование к банкам предоставлять зеленые кредиты для проектов по защите окружающей среды, сокращению выбросов и энергосбережению, а также ограничивать кредиты отраслям с высоким уровнем загрязнения, выбросов и избыточными мощностями (Cui, Y. et al., 2018).

В финансовой системе Китая зеленый кредит, несомненно, является наиболее важным компонентом зеленого финансирования. Для предприятий, стремящихся вести свою деятельность более экологично, зеленый кредит облегчает доступ к финансовым ресурсам и снижает затраты на корпоративное финансирование, при этом для предприятий с высоким потреблением энергии и выбросами загрязняющих веществ зеленый кредит предусматривает ограничительные меры – повышение пороговых значений кредита и увеличение процентных ставок по кредитам (Bao & He, 2022).

Понимая важную роль банковской сферы для реализации проектов по «озеленению» экономики, китайское правительство реализует политику стимулирования зеленого кредитования. Для этой цели Народный Банк Китая ввел систему зеленой макропруденциальной оценки (MPA), которая ранжирует банки по их эффективности. Банки, имеющие более высокую долю зеленых кредитов и выпустившие зеленые облигации, получают более высокие оценки MPA. Был расширен объем гарантий по линии среднесрочного кредитования (MLF), включивший инструменты «зеленого» финансирования в качестве подходящего залога. Китай также находится в процессе рассмотрения более низких весовых коэффициентов риска для зеленых активов на основе соображений финансовой стабильности банковской системы. До сих пор ни одна страна не снизила веса риска для зеленых активов, главным образом потому, что большинство из них до сих пор не имеют определения зеленого кредита, следовательно, не могут рассчитать уровень дефолта по зеленым кредитам. Однако с точки зрения финансирования эта мера стимулирует выпуск зеленых облигаций (Larsen, 2020).

Индия пошла по пути предварительной оценки среды для разработки нормативных документов. В 2022 году Резервный Банк Индии провел опрос банков с целью оценки готовности к реагированию на климатические риски. В результате были выявлены приоритетные направления для дальнейших реформ, включая раскрытие финансовой информации, связанной с климатом, а также создание механизмов управления рисками (Bhattacharyya, 2024). В Отчете об исследовании климатических рисков и устойчивого финансирования делаются выводы, что банки Индии начали предпринимать шаги в области климатических рисков и устойчивого финансирования, признавая финансовые риски,

связанные с климатом, существенной угрозой для своего бизнеса, однако в большинстве не имеют отдельной, связанной с устойчивостью и ESG структуры. Помимо этого, участие на уровне совета директоров в вопросах климатических рисков недостаточное, а раскрытие финансовой информации, связанной с климатом, не приведено в соответствие с международными нормами (RBI, 2022). В том же году Управлением международных финансовых центров страны (IFSCA) были разработаны Руководящие принципы по устойчивому и связанному с устойчивостью кредитованию финансовыми учреждениями. Документ определяет, что финансовые организации, начиная с апреля 2023 года, должны направлять не менее пяти процентов своих валовых кредитов и авансов в зеленые/социальные/устойчивые/связанные с устойчивостью сектора/объекты. В случае неисполнения показателя организации предоставляют план действий по обеспечению соответствия этим рамкам. В документе приведен ориентировочный список приемлемых зеленых и социальных категорий (IFSCA, 2022),

В Российской Федерации активные меры по развитию зеленого финансирования (зеленого кредитования) фактически начались с 2019 года. Однако, несмотря на то, что вопросы зеленого кредитования относительно недавно начали появляться в повестке деятельности участников зеленой архитектуры, определенные шаги для развития зеленого кредитования были уже сделаны. В 2018 году Рабочей группой по экологии Экспертного совета при Правительстве был подготовлен доклад с предложениями о создании в России зеленого банка. Предполагалось, что финансовая структура решит задачи по расширению доступности финансовых средств для инвестирования в зеленые проекты и повышению их инвестиционной привлекательности, а также поспособствует усовершенствованию функции рынка капитала по распределению ресурсов и обслуживанию реального сектора экономики. В изначальных планах значилось государственное участие в структуре зеленого банка на этапе создания и становления с дальнейшей трансформацией источника финансирования на международные институты развития (РЭО, 2018). Информация о создании финансового института на момент написания статьи отсутствовала.

В 2019 году Центральным Банком России (ЦБР) была разработана Концепция организации в России методологической системы по развитию зеленых финансовых инструментов и проектов ответственного инвестирования. В документе проанализированы основные элементы методологического обеспечения современной экосистемы зеленых финансов и ответственного инвестирования, складывающихся в мире, подготовлена дорожная карта по развитию системы, и составлен перечень методических материалов, разработанных в разных странах мира и в России⁴. В 2020 году в ЦБР была создана Рабочая группа по финансированию устойчивого развития, которая определяет стратегическую повестку по этому направлению и контролирует ее реализацию. Группа включает пять тематических экспертных подгрупп с участием представителей федеральных органов исполнительной власти, институтов развития, участников финансового рынка, саморегулируемых организаций и науки:

- по развитию рынка финансовых инструментов и инфраструктуры устойчивого развития;
- по корпоративному управлению и раскрытию информации;
- по экологическим, управленческим, социальным рискам, микро и макропруденциальному надзору;
- по внедрению подходов, способствующих достижению целей устойчивого развития в операционную деятельность Банка России;
- по углеродному регулированию и системе торговли углеродными единицами.

⁴ Экспертный совет по рынку долгосрочных инвестиций при Банке России. Концепция организации в России методологической системы по развитию зеленых финансовых инструментов и проектов ответственного инвестирования, 2018.

В целом центральные банки как стран с развитой экономикой, так и стран с развивающейся экономикой демонстрируют стремление в развитии устойчивого финансирования, включая климатические вопросы в свои мандаты и применяя различные инструменты, такие как пруденциальные нормативы, стресс-тестирование, адаптация нормативной среды под новые вызовы. Однако важно учитывать, что в соответствии с Basel III низкоуглеродное кредитование считается более рискованным по сравнению с традиционным кредитованием. В связи с этим, применяя любые зеленые меры, важно учитывать риски, которые могут потенциально возникнуть в финансовом секторе.

4. Страновой обзор зеленых кредитов

Стремление к формированию ответственного бизнеса порождает необходимость все большего финансирования на пути к зеленому кредитованию. Учитывая, что изначально зеленые кредиты были задуманы для долгосрочных проектов крупных предприятий, наиболее загрязняющих окружающую среду, доля корпоративного сектора в зеленом кредитовании всегда была значимой.

Китай, являясь крупнейшим в мире источником выбросов парниковых газов, делает приоритетом развитие зеленой, низкоуглеродной и замкнутой экономики. На сегодняшний день Китай является мировым лидером по объему зеленого кредитования. По данным из открытых источников, объем остатков зеленых кредитов, выданных в национальной и иностранной валюте, по состоянию на конец 2023 года вырос на 36,5% в годовом исчислении до 30,1 трлн юаней (около 4,2 трлн долл. США). Темп роста остатков зеленых кредитов был на 26,4 пп. выше, чем темп роста по другим видам кредитования (Xinhua News Agency, 2024). Международная организация по климатической политике Climate Policy Initiative (CPI) в обзоре развития практики зеленого банковского дела в Китае обозначила наиболее значимых зеленых кредиторов в Китае – Промышленно-коммерческий банк Китая (ICBC), Банк развития Китая (CDB), Экспортно-импортный банк Китая (EXIM Bank), Банк сельскохозяйственного развития Китая (CADB), а также Industrial Bank и Shanghai Pudong Development Bank, которые полностью переориентировали деятельность в зеленом направлении (Choi et al., 2020). Указанные банки предлагают широкую линейку продуктов зеленого кредитования в корпоративном секторе, поддерживая стремление Правительства в достижении целей углеродной нейтральности.

В последние годы можно наблюдать, как Индия меняет зеленое финансирование в сторону сокращения банковского кредитования в секторы невозобновляемой энергетики. Правительство содействует обеспечению доступности финансирования для компаний, производящих возобновляемую энергию. В 2023 году Резервный банк Индии определил приоритетные сектора для зеленого кредитования, подняв банковские кредиты до лимита в 300 млн рупий для заемщиков на эти цели (PIB, 2023). Финансовый рынок страны идет в ногу с государственными инициативами. Государственный банк Индии (SBI) изучает возможности в секторах возобновляемых источников энергии и электромобилей в рамках своей стратегии диверсификации кредитного портфеля. Один из крупных банков Canara Bank также предлагает ряд продуктов для инициатив в области возобновляемых источников энергии. Банк Махараштры совместно с Индийским агентством по развитию возобновляемой энергетики (IREDA) в сентябре 2023 года начал выдавать синдицированные кредиты для широкого спектра проектов в области возобновляемых источников энергии (ETBFSI, 2024). Согласно данным Rystad Energy, по состоянию на март 2024 года Индия ввела в эксплуатацию электростанции на возобновляемой энергии на 7,1 ГВт (Глобальная энергия, 2024), и развитие зеленого кредитования этого направления индийскими банками стоит не на последнем месте в списке факторов, содействовавших распространению возобновляемой энергии в стране.

Зеленые кредиты частному сектору направлены на минимизацию экологического следа от повседневной деятельности человека. К примерам таких кредитов относятся зеленая ипотека; кредит на зеленую энергоэффективную модернизацию жилого дома,

ремонт жилища с использованием энергоэффективной техники, ремонт водопроводной системы для экономии воды; кредит на покупку транспорта, работающего на безопасной энергии. Большую часть выдаваемых кредитов для физических лиц занимают кредиты на покупку энергоэффективного зеленого жилья. Согласно международным оценкам, жилые и коммерческие здания потребляют около 40% всей энергии в мире (UNEP), а на строительный сектор в 2022 году приходилось 37% мировых выбросов парниковых газов (UNEP, 2022).

По данным Агентства по охране окружающей среды США, выбросы парниковых газов коммерческих и жилых зданий существенно увеличиваются, если включить выбросы от конечного потребления электроэнергии, поскольку строительный сектор использует 75% электроэнергии, вырабатываемой в США (EPA, 2024). Банки США активно кредитуют строительство и модернизацию зеленых зданий, участвуя в программе предоставления энергоэффективной ипотеки (ЕЕМ) Министерства жилищного строительства и городского развития США. Такая ипотека отличается от других продуктов сниженной процентной ставкой и доступом к большему количеству средств, наличием специальных льгот и субсидий. Помимо этого, заемщики могут использовать потенциальную экономию, сформировавшуюся от модернизации системы энергоснабжения в качестве дополнительных денежных средств и добавить стоимость модернизации к ипотеке, выплачивая их как часть ежемесячного платежа по ипотеке (HUD). Американские Fannie Mae и Freddie Mac предлагают зеленые кредитные продукты, которые стимулируют заемщиков улучшать свою недвижимость в экологически чистых целях. Кредитные программы могут обеспечить более выгодные ставки и другие преимущества. Продукт Freddie Mac направлен на кредитование объектов недвижимости, возраст которых составляет не менее 20 лет (15 лет для объектов с налоговыми льготами), которые еще не были «озеленены» путем значительного ремонта, затрагивающего системы отопления, вентиляции и кондиционирования или водопроводные системы. Благодаря зеленым кредитам, выданным в рамках программы Fannie Mae, потенциальная экономия на снижении ставки может составить 15-39 базисных пунктов. Кроме того, согласно последним изменениям программы, агентство гарантирует 75% экономии расходов, что может увеличить размер суммы кредита для заемщика, а гарантирует до 25% экономии, понесенной арендатором (Northmarq).

Согласно отчету Европейского банковского управления, ипотечные кредиты, составляющие основной компонент активов банков ЕС (около 30%), считаются зелеными только тогда, когда базовый объект недвижимости имеет сертификат энергоэффективности класса «А» (EPC) или входит в число 15% самых энергоэффективных объектов недвижимости (EBA, 2022). Существенному развитию зеленой ипотеки в Европейском Союзе способствовала Инициатива энергетически эффективных ипотек (Energy efficient mortgages initiative). Инициатива стремится внедрить более экологичные и ориентированные на устойчивое развитие способы покупки, ремонта и проживания путем предоставления льготных кредитов. К пилотной схеме, разработанной в 2018 году, присоединились 37 банков стран ЕС, используя отраслевую маркировку, соответствующую Таксономии ЕС (EEMІ, 2018). Согласно пересмотренной в мае 2024 года Директиве об энергоэффективности зданий (EPBD), все новые жилые здания, построенные в ЕС, должны быть с нулевым уровнем выбросов к 2030 году, а новые общественные здания должны быть с нулевым уровнем выбросов к 2028 году. Директивой устанавливается, что реконструкция зданий считается устойчивой деятельностью, если она обеспечивает экономию энергии не менее 30% и соответствует минимальным требованиям к энергоэффективности или состоит из отдельных мер, связанных с энергетической эффективностью зданий, таких как установка, техническое обслуживание или ремонт энергоэффективного оборудования или приборов и устройств для измерения, регулирования и контроля энергетической

эффективности зданий⁵. Таким образом, требование о наличии приборов учета устанавливаются в верхнеуровневых документах, тем самым создается основа для информационной базы показателей выбросов, что в дальнейшем облегчает получение сведений как для государственного сектора, так и для частного в лице инвесторов финансовых учреждений.

Зеленая ипотека доступна и в развивающихся странах. Государственный банк Индии предлагает кредитование зеленого жилья для поддержки экологически чистых жилищных проектов. Согласно условиям кредита, предлагаются такие послабления, как уступка в размере 5% маржи, уступка в размере 0,25% процентной ставки и нулевая плата за обработку для проектов, получивших рейтинг Индийского совета по экологическому строительству (IGBC) (Soundarrajan, P., & Vivek, N., 2016).

Согласно аналитике рейтингового агентства «Эксперт РА», по итогам первого полугодия 2023 года в Российской Федерации недвижимость составляет основную долю (37%) в портфеле зеленых и социальных кредитов. К данной отрасли относятся преимущественно проекты строительства зеленых домов. В 2022 году Центральный Банк России инициировал процесс создания национальной системы зеленых стандартов зданий, в результате которого был принят ГОСТР «Зеленые жилые многоквартирные здания». Стандарт включает 81 критерий, достижение минимум 16 из которых станет обязательным для признания здания зеленым⁶. Учитывая, что определение зеленой ипотеки закреплено на уровне таксономии правительства РФ, критерии стали едиными для всех кредитных учреждений. На сегодняшний день несколько крупных банков предлагают зеленую ипотеку, самостоятельно определяя параметры зеленого продукта. К примеру, Сбербанк в первом квартале 2024 года начал выдавать зеленую ипотеку на приобретение жилья в доме с классом энергоэффективности А, А+, А++ и позволяет снизить ставку на 0,3 п. п. (Домклик, 2024). Ряд других банков также предлагают зеленую ипотеку по выгодным условиям. Однако первым банком, который начал выдавать зеленую ипотеку в сентябре 2021 года, стал ВТБ. Банк предложил дисконт до 1,6 п. п. к базовой ипотечной ставке при покупке клиентами недвижимости в новых домах с классом энергоэффективности А++ (Банки.ру, 2021).

Вторым популярным направлением зеленого кредитования физических лиц после займов, выдаваемых на покупку зеленого жилья, является кредитование электромобилей. Китай, являясь передовым производителем электромобилей, не обошел вниманием рынок автокредитования, активно развивая зеленое направление. В стремлении экологичного взаимодействия с окружающей средой, жители Китая стали выбирать автомобили, работающие на безопасной энергии (NEV, PHEV). В начале апреля 2024 года Центральный банк Китая объявил о пересмотре условий автокредитования с целью поощрения обмена автомобилей по программе trade-in и отказа от минимальных первоначальных платежей для потребителей. До вступления в силу указанных условий кредитования, для электрических автомобилей требовался минимальный первоначальный взнос в размере 15%, а для автомобилей с двигателем внутреннего сгорания – 20% (Reuters, 2024). По ожиданиям центрального банка Китая, это будет способствовать достижению сразу двух целей: поддержанию экологичности, а также оживлению рынка потребительских займов в целом.

Bank of America в партнерстве с Агентством по охране окружающей среды США (EPA) и Национальным грузовым сектором были реализованы экспресс-кредиты для грузовых компаний для приобретения топливосберегающих технологий без предоставления обеспечения с гибкими условиями. С момента своего запуска в ноябре 2006 года программа транспортных кредитов помогла грузовым компаниям экономить топливо и сократить выбросы грузовых автомобилей (NATF, 2007).

⁵ Directive (EU) 2024/1275 of the European Parliament and of the Council of 24 April 2024 on the energy performance of buildings

⁶ ГОСТ Р 70346-2022 «Зеленые» стандарты. Здания многоквартирные жилые «зеленые». Методика оценки и критерии проектирования, строительства и эксплуатации

Согласно Таксономии ЕС, кредиты и лизинг на приобретение транспортных средств с низким уровнем выбросов – электромобили – автоматически классифицируются как зеленые, а гибридные авто могут быть отнесены к зеленым до конца 2025 года. Банками в странах ЕС активно предоставляются кредиты и лизинг на приобретение электромобилей. Помимо льготных ставок кредитования, банки используют дополнительные меры поощрения. К примеру, французский BNP Paribas предлагал бонусом до 8 000 евро к покупке легкового электромобиля или электрического фургона.

Правительство Индии признало транспорт ключевым приоритетом в рамках обязательства Индии по достижению нулевых выбросов, так как транспорт является третьим по величине сектором Индии по выбросам парниковых газов. Для обеспечения населения доступными финансами для приобретения транспорта с маркировкой EV (электромобили, электрические двухколесные/трехколесные/четырёхколесные транспортные средства, электрические рикши) банками предоставляются кредиты на льготных условиях. Реализации программ содействуют средства Банка Развития Индии, а также международных организаций (EVreporter, 2023).

Говоря о зеленых кредитах, следует упомянуть такое направление как зеленый банк, который является еще одним участником процесса ответственного и экологичного кредитования. Институт зеленого банка особенно популярен в США. Согласно определению, данному Коалицией за зеленый капитал (Coalition for Green Capital)⁷, зеленые банки – это учреждения, выполняющие свою миссию и использующие инновационное финансирование для ускорения перехода к экологически чистой энергии и борьбы с изменением климата (CGC). Как правило, это государственные, квазигосударственные или некоммерческие организации, которые предоставляют кредиты напрямую, либо через других кредиторов. Зеленые банки зачастую используют государственные, международные средства или средства из частных источников. Можно выделить интересный пример привлечения частных средств: в некоторых штатах счета за коммунальные услуги могут включать небольшую надбавку плательщика налогов, специально предназначенную для финансирования зеленого банка (CRP, 2024).

Зеленые банки в США ориентированы на различные цели. Зеленый Банк Коннектикута – первый государственный зеленый банк – выбирал в качестве направления финансирования возобновляемую энергию, однако в дальнейшем расширил свою деятельность, включив устойчивую инфраструктуру, устойчивость к изменению климата, проекты по водоснабжению и переработке отходов. Зеленый некоммерческий банк Michigan Saves осуществляет финансирование энергоэффективности. Государственный зеленый банк Гавайев увеличивает использование солнечной энергии. В Мэриленде через зеленый банк финансируется инфраструктура солнечных батарей на крышах и зарядные устройства электромобилей (The Conversation, 2023). В последние годы зеленые банки США выступают за ограничение объектов кредитования для ускорения перехода к экологически чистой энергии и борьбы с изменением климата и ставят перед собой целью решить задачи доступности жилья для граждан. Массачусетский общественный климатический банк был создан для увеличения количества устойчивого и доступного жилья. Банк привлекает капитал частного сектора и федеральные средства для финансирования модернизации зданий в соответствии с долгосрочными климатическими целями и строительства новых декарбонизированных зданий.

В Китае также есть примеры зеленых банков, в частности, китайский Industrial Bank сделал в 2015 году зеленое финансирование одним из своих основных направлений деятельности. Помимо того, что банк наращивает кредитный портфель зелеными займами, он также разрабатывает инновационные финансовые продукты в разных областях: от энергосбережения и сокращения выбросов до сохранения биоразнообразия. Для полностью

⁷ Американская организация, миссия которой – остановить изменение климата путем увеличения инвестиций в экологически чистые энергетические технологии

зеленой трансформации Industrial Bank в 2022 году предложил создать профессиональную команду специалистов, обозначив целью нанять более 10 тыс. экспертов по зеленым финансам за три года (СІВ).

5. Нормативное регулирование зеленых кредитов в Казахстане

На сегодняшний день в Казахстане создана базовая нормативная среда для развития зеленого финансирования и, в частности, зеленого кредитования.

В 2020 году на Саммите по климатическим амбициям, приуроченном к пятилетию принятия Парижского соглашения по климату, Президент Казахстана объявил о планах государства по достижению углеродной нейтральности к 2060 году. В верхнеуровневом документе «Стратегия достижения углеродной нейтральности Республики Казахстан до 2060 года»⁸ отдельная глава посвящена финансированию и зеленым инвестициям. Основопологающим документом, определяющим зеленое финансирование в Казахстане, является Экологический кодекс⁹. Впервые на уровне закона дается определение терминам зеленое финансирование, зеленые проекты, зеленые облигации и зеленые кредиты. Так, зелеными кредитами признаются целевые займы, направленные на финансирование реализации «зеленых» проектов, определенных на основе утвержденной классификации (таксономии), направленных на повышение эффективности использования существующих природных ресурсов, снижение уровня негативного воздействия на окружающую среду, повышение энергоэффективности, энергосбережения, смягчение последствий изменения климата и адаптацию к изменению климата.

В 2021 году была принята Классификация (таксономия) зеленых проектов, подлежащих финансированию через зеленые облигации и зеленые кредиты¹⁰. Документ представляет собой систему классификации категорий зеленых проектов, подлежащих финансированию через зеленые облигации и зеленые кредиты. В качестве таких проектов в таксономии определены следующие восемь направлений: (1) возобновляемая энергия; (2) энергоэффективность; (3) «зеленые» здания; (4) предотвращение и контроль загрязнения; (5) устойчивое использование воды, отходов; (6) устойчивое сельское хозяйство, землепользование, лесное хозяйство, сохранение биоразнообразия и экологический туризм; (7) чистый транспорт; (8) переходная энергетика.

Для пояснения норм Зеленой таксономии были разработаны Методические разъяснения, которые будут определять взаимодействие всех участников в зеленом финансировании и получении предпринимателями финансовой поддержки на зеленые проекты. Документ призван содействовать практическому применению Зеленой таксономии, охватывая вопросы определения роли и функций каждого из участников процесса, идентификации и экспертизы зеленых проектов. Там же приводится перечень базовых документов процесса оценки зеленых проектов и образец заключения по зеленой маркировке кредита. В настоящее время документ находится на стадии согласования.

С учетом повестки по стимулированию бизнес среды в сфере зеленого финансирования в Предпринимательский Кодекс Республики Казахстан¹¹ в 2021 году были внесены поправки, предусматривающие расширение источников финансовой поддержки государства путем:

– субсидирования ставки вознаграждения выдаваемых кредитов банками второго уровня субъектам частного предпринимательства для реализации «зеленых» проектов;

⁸ Указ Президента Республики Казахстан от 2 февраля 2023 года № 121 «Об утверждении Стратегии достижения углеродной нейтральности Республики Казахстан до 2060 года»

⁹ Кодекс Республики Казахстан от 2 января 2021 года № 400-VI ЗРК «Экологический Кодекс Республики Казахстан»

¹⁰ Постановление Правительства Республики Казахстан от 31 декабря 2021 года № 996 «Об утверждении классификации (таксономии) "зеленых" проектов, подлежащих финансированию через "зеленые" облигации и "зеленые" кредиты»

¹¹ Кодекс Республики Казахстан от 29 октября 2015 года № 375-V ЗРК «Предпринимательский кодекс Республики Казахстан»

– субсидирования ставки купонного вознаграждения по «зеленым» облигациям, в том числе выпущенным в соответствии с актами Международного финансового центра «Астана» и включенным в список биржи МФЦА;

– частичного гарантирования по облигациям эмитентов, в том числе «зеленым» облигациям, включенным в список фондовой биржи.

Учитывая растущий инвестиционный спрос, существенным шагом на пути к раскрытию информации о зеленом кредитовании стала разработка Руководства по раскрытию информации в области экологического, социального и корпоративного управления (Environmental, Social and Corporate Governance, ESG)¹² для банков и других финансовых организаций в 2023 году. Руководство определяет порядок и диапазон раскрываемой информации о ESG, в частности, устанавливает требования к банкам и другим финансовым организациям по раскрытию сведений о зеленых кредитах: объем и сумма кредитов, доля просроченных зеленых кредитов в общем объеме зеленых кредитов.

В Правила о представлении информации о займах и условных обязательствах¹³ были внесены дополнения в части расширения представляемых показателей признаком проекта устойчивого развития. Изменения вступили в силу с начала 2024 года, введенный показатель призван определять займы, соответствующие Классификации (таксономии) зеленых проектов.

Учитывая темп развития зеленого кредитования в мире и потенциальные риски, в ближайшей перспективе важным остается вопрос проработки регулирования зеленых финансов, включая кредиты, с точки зрения пруденциальных нормативов. В настоящее время нормативная среда для пруденциального регулирования зеленого кредитования находится на этапе становления.

6. Зеленое кредитование в Казахстане

Зеленое финансирование необходимо рассматривать как через призму финансового сектора, так и через государственный механизм. Рынок зеленых кредитов не может развиваться без участия государства – создание соответствующей законодательной базы, определение органов, ответственных за реализацию политики в области зеленого кредитования, разработка и реализация системы поощрений и наказаний, создание благоприятной инвестиционной среды – все эти столпы, на которых строится зеленая повестка любого государства. Каждая из сторон содействует развитию рынка зеленого финансирования исходя из своих задач.

Согласно Стратегии достижения углеродной нейтральности Республики Казахстан до 2060 года, инвестиционная потребность в достижении углеродной нейтральности составляет 10 млрд долл. США до 2030 года и 600 млрд долл. США – до 2060 года. Если более половины необходимых инвестиций – это действующие и циркулирующие в экономике инвестиции, которые будут переориентированы из сырьевых секторов в более «зеленые» сектора экономики, оставшиеся 224 млрд долл. США – новые инвестиционные ресурсы.

Путь к развитию зеленого финансирования уже закладывается в стратегические документы страны. В соответствии с Национальным планом развития Республики

¹² Приказ Председателя Агентства Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка от 28 апреля 2023 года № 291 «Об утверждении Руководства по раскрытию информации в области экологического, социального и корпоративного управления (Environmental, Social and Corporate Governance, ESG) для банков и других финансовых организаций»

¹³ Постановление Правления Национального Банка Республики Казахстан от 28 декабря 2018 года № 313 «Об утверждении перечня, форм, сроков и Правил представления отчетности по займам и условным обязательствам банками второго уровня, филиалами банков-нерезидентов Республики Казахстан, акционерным обществом «Банк Развития Казахстана» и организациями, осуществляющими отдельные виды банковских операций»

Казахстан до 2029 года¹⁴ зеленые кредиты определены в качестве перспективного направления в среднесрочной перспективе для Казахстана как альтернативный источник финансирования поддержки экономики. Кроме того, в Концепции инвестиционной политики Республики Казахстан до 2029 года меры по привлечению зеленых финансов установлены в качестве подходов к развитию инвестиционной политики до 2029 года.

Агентство Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка является центральной фигурой, непосредственно определяющей дальнейшее развитие зеленого кредитования через механизмы экономических ограничений в целях обеспечения финансовой устойчивости. С 2023 года государственный орган является членом созданного по инициативе Банка Франции Сообщества центральных банков и надзорных органов по повышению экологичности финансовой системы (Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System, NGFS), целью которого является обмен опытом и способствование развитию управления климатическими рисками в финансовом секторе.

Агентством проводятся поэтапные работы в процессе выстраивания ключевых стандартов оценки и управления экологическими и социальными рисками, тем самым предоставляя возможность финансовым организациям адаптироваться к новым регуляторным требованиям.

В 2023 году Агентством принято Руководство по раскрытию ESG-информации для банков и других финансовых организаций для подготовки достоверной, полезной и сопоставимой ESG-информации. Документ носит рекомендательный характер и основан на передовой международной практике и стандартах для подготовки отчетности об устойчивом развитии. Кроме того, Руководство опирается на Методику составления отчета по критериям экологичности, социальной ответственности и корпоративного управления, разработанную Казахстанской фондовой биржей (KASE), и призвано помочь финансовым организациям подготовиться к будущему развитию нормативной правовой основы по вопросам управления рисками и раскрытия информации. Обязательное раскрытие информации, согласно Руководству, планируется ввести в ближайшее время.

В 2024 году Агентство продолжило поэтапное внедрение принципов ESG в деятельность финансовых организаций. Планируется утвердить Руководство по управлению рисками ESG в финансовых организациях. Руководство будет включать в себя процедуры управления ESG-рисками, их интеграцию в процесс принятия решений по кредитованию и последующий мониторинг. Процесс принятия решения о выдаче займа будет предполагать проведение комплексной экологической и социальной экспертизы для определения соответствия финансируемого проекта стандартам ESG. Помимо этого, планируется принять Руководство по оценке углеродного следа кредитных портфелей банков, в рамках которого будут определены процедуры сбора и учета информации о выбросах в рамках финансовых организаций, а также их кредитного портфеля.

Одной из ключевых организаций, содействующих развитию инструментов зеленого финансирования в Казахстане, является Центр зеленых финансов при Международном финансовом центре «Астана». Основная цель Центра – привлечение инвестиций в устойчивую экономику с использованием таких финансовых инструментов, как зеленые, социальные облигации и кредиты. Центр заложил основу для национального законодательства в сфере зеленого финансирования и стимулирования зеленых инвестиций. В частности, совместно с Министерством экологии и природных ресурсов Республики Казахстан разработал казахстанскую версию зеленой таксономии и методические рекомендации к ней. Центр оказывает содействие международным финансовым институтам в поиске зеленых и социальных проектов, и связанных с этим организационными процедурами, а также в выдаче заключений о соответствии проектов принципам зеленого финансирования. Им разработаны Концепция внедрения и развития

¹⁴ Указ Президента Республики Казахстан от 30 июля 2024 года № 611 «Об утверждении Национального плана развития Республики Казахстан до 2029 года и признании утратившими силу некоторых указов Президента Республики Казахстан»

инструментов и принципов зеленого финансирования, Стратегия обеспечения регионального лидерства МФЦА в сфере зеленых финансов до 2025 года, Правила зеленых облигаций. Кроме того, на официальном сайте организации можно ознакомиться со статистикой устойчивого финансирования.

В 2018 году Постановлением Правительства Республики Казахстан было создано некоммерческое акционерное общество «Международный центр зеленых технологий и инвестиционных проектов» со стопроцентным участием государства в уставном капитале, которое призвано содействовать в ускорении перехода Казахстана к зеленой экономике путем продвижения технологий и лучших практик, развития бизнеса и инвестиций. Согласно данным центра, в рамках глобальной программы инноваций в области чистых технологий (Global Cleantech Innovation Programme) в течении трех лет (2023–2025 годах) будут проводиться ежегодные конкурсы Cleantech для отбора перспективных проектов в области чистых технологий, которые привлекут государственные и частные инвестиции по следующим направлениям: энергоэффективность, возобновляемая энергия, управление отходами, эффективное использование воды, современные материалы и химикаты, зеленое строительство и транспорт (IGTIPС).

Существенный вклад в развитие зеленого финансирования в Казахстане вносят международные организации. Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) содействует Казахстану в сокращении потребления электричества, продвижению использования возобновляемых источников энергии и поддерживает предпринимателей Казахстана во внедрении экологически безопасных практик. Программа финансирования ЕБРР предоставляет средства финансовым институтам Казахстана, участвующим в проекте Kazakhstan Green Economy Financing Facility II (GEFF Kazakhstan II), для кредитования физических лиц, частных компаний и субъектов малого и среднего предпринимательства. Проект GEFF Kazakhstan II основан на пилотном проекте GEFF Kazakhstan, реализуемом с 2020 года при поддержке Правительства Австрии и Глобального экологического фонда (The Global Environment Facility, GEF). С начала реализации в проект было вовлечено более полутора тысяч участников, а объем финансирования, направленного на проекты в энергетике и энергоэффективности в стране, составил более 30 млн долларов США. Финансирование было осуществлено через АО «Банк ЦентрКредит», АО «Шинхан Банк Казахстан» и микрокредитную организацию KMF (GEFF).

ПРООН в сотрудничестве с Фондом развития предпринимательства «Даму» в целях преодоления нынешних барьеров для финансирования зеленых инициатив возглавила деятельность по созданию благоприятной среды и развитию системы зеленого финансирования в Казахстане. Совместными усилиями организаций были разработаны финансовые инструменты, призванные повысить доступность и приемлемость зеленых финансов для субъектов малого и среднего предпринимательства в области энергоэффективности и возобновляемых источников энергии. В числе таких инструментов – субсидирование процентной ставки кредитов банка, субсидирование суммы основного долга, предусматривающее погашение до 40% кредита после запуска и принятия проекта, а также кредитная гарантия ПРООН как гаранта погашения долга банку в случае дефолта зеленого проекта (Forbes, 2022).

Наряду с международными организациями АО «Банк Развития Казахстана» вносит вклад в развитие зеленой экономики. Организация предоставляет финансирование на проекты, связанные с возобновляемыми источниками энергии. За 2018–2021 годы финансирования с участием БРК было выделено более 91 млрд тенге. В числе приоритетных направлений АО «Банк Развития Казахстана» – увеличение доли проектов в соответствии с Зеленой таксономией в кредитном портфеле.

В реализации зеленого кредитования, помимо институтов развития, важную роль играет банковский сектор. С точки зрения экологии выделяют две роли финансового института: ответственность за деятельность самого банка и непосредственное финансирование зеленой деятельности корпораций и физических лиц. Банк как субъект

устойчивого развития может реализовать свою деятельность на основе принципов устойчивости посредством оптимизации внутренних бизнес-процессов, включая сокращение потребления электроэнергии, развитие электронного документооборота, и т. п. Если в первом направлении наблюдается активная позиция казахстанских банков в стремлении к минимизации экологического следа своей деятельности, то в зеленом финансировании банковский сектор Казахстана находится на начальном этапе развития. Согласно итогам проведенного опроса среди банков второго уровня, 5 банков из 21 на момент опроса не предоставляли зеленые кредиты, при этом отдельные банки в перспективе рассматривают возможность планирования и разработки зеленых продуктов для корпоративного сектора и для физических лиц.

При выдаче зеленых кредитов банки руководствуются Классификацией (таксономией) зеленых проектов, подлежащих финансированию через зеленые облигации и зеленые кредиты, Руководством по раскрытию информации в области экологического, социального и корпоративного управления (Environmental, Social and Corporate Governance, ESG) для банков и других финансовых организаций.

Банки, получающие иностранное фондирование для выдачи зеленых кредитов, помимо законов и нормативных правовых актов Республики Казахстан, учитывают требования, устанавливаемые организациями-донорами, руководствуясь международными принципами и документами, которые определяют специфические требования к объекту или субъекту кредитования. К таким документам можно отнести Цели устойчивого развития, разработанные Генеральной ассамблеей Организации Объединенных Наций, Принципы зеленых облигаций Международной ассоциации рынков капитала (Green Bonds Principles, ICMA), Принципы «зеленых» кредитов Ассоциации кредитного рынка (LMA) и Ассоциации синдицированного кредитования и вторичного кредитного рынка (LSTA), Таксономию устойчивых видов экономической деятельности Европейской Комиссии, Таксономию климатических облигаций (Climate Bonds Standard). При этом механизм выдачи зеленого кредита может отличаться от традиционного, если зеленый кредит или кредит, соответствующий критериям зеленого кредита, выдается международным финансовым институтом. В этом случае дополнительно проводится экспертиза на предмет соответствия целевому финансированию, что может предусматривать проведение экологического аудита и оценку воздействия на окружающую среду. Отдельно следует отметить, что международное финансирование может предусматривать требование по локализации производства или услуги, в том числе с точки зрения дальнейшего сервисного обслуживания.

Ввиду отсутствия на данный момент требования об обязательном наличии в финансовой организации отдельного органа и внутренних документов по маркировке зеленых продуктов, только немногими банками были разработаны внутренние документы, которые определяют соответствие кредита критериям зеленого в соответствии с казахстанскими или международными нормами. Чаще всего такие документы есть у банков, которые используют внешнее финансирование для зеленого кредитования. Одним из банков уже проводится работа по вводу идентификации и применения неприемлемо высокого уровня ESG-рисков в кредитном процессе. Банк внедряет в кредитную политику меры стимулирования клиентов с неприемлемым уровнем ESG-риска и принципов устойчивого развития в бизнесе, присваивая уровень ESG-риска. При этом отдельной внутренней службы маркировки зеленых кредитов нет ни в одном банке.

Отдельные зеленые продукты могут предложить лишь несколько банков. Такие продукты отличаются выгодными условиями в виде сниженной процентной ставки, отсутствием комиссии за организацию финансирования и рассмотрение/экспертизу кредитной заявки. Чаще всего банки не имеют отдельного банковского продукта, позиционирующегося как зеленый, при этом в портфеле банков присутствуют кредиты с признаками зеленого кредита. В качестве примера банками приводятся кредиты, выдаваемые на приобретение так называемого чистого транспорта – низкоуглеродных

транспортных средств. При этом ряд банков определяет кредиты на покупку электромобилей как зеленые, отдельные – как кредиты с признаками зеленого кредита. Благодаря возможности получения информации о принадлежности автотранспорта к электромобилю посредством сервиса Министерства внутренних дел Республики Казахстан, осуществление процедур внутренней маркировки кредитов не требуется, что снижает затраты, связанные с выдачей кредита.

В целом можно отметить скудность информации либо отсутствие освещения банками предлагаемых зеленых кредитов или кредитов с признаками зеленого на официальных интернет-ресурсах.

АО «Отбасы Банк» реализует программу «Зеленая ипотека», запущенная на площадке Национального ESG-клуба, созданного в 2022 году, миссией которого является содействие достижению целей устойчивого развития и эффективного энергоперехода Республики Казахстан через внедрение ESG-принципов. Она стала первой в Казахстане программой зеленой ипотеки, ориентированной на защиту здоровья граждан и окружающей среды. В рамках продукта осуществляется выдача займа для приобретения жилья в объектах, которые соответствуют «зеленому стандарту» – объект должен иметь сертификат соответствия национальному стандарту ӨМІР¹⁵, либо российскому стандарту ГОСТ Р¹⁶ или международным стандартам BREAM¹⁷ или LEED¹⁸. На текущий момент для желающих воспользоваться зеленой ипотекой банк предлагает следующие условия: первоначальный взнос 20–50% от размера договорной суммы, ставка вознаграждения – 12,5% годовых (ГЭСВ 13,3–18,1%) со снижением ставки для определенных категорий лиц и условиями снижения ставки по условиям накопления, максимальная сумма займа – 35 млн тенге. Для реализации программы используются собственные средства банка, но могут привлекаться и внешние источники финансирования. На текущий момент все объекты зеленого кредитования банка (11) находятся в городах республиканского значения и городе Усть-Каменогорск. Отсутствие широкого выбора объектов, соответствующих зеленым стандартам, является одним из факторов, сдерживающих развитие зеленой ипотеки.

Аналитика устойчивого финансирования, опубликованная на сайте МФЦА, представлена одним зеленым кредитом, выданным банком второго уровня в 2021 году. АО «Народный Банк Казахстана» был выдан кредит, верифицированный МФЦА, на сумму 7,9 млрд тенге. Согласно данным из открытых источников, средства были представлены ТОО «Kaz Green Energy» на строительство биоэлектростанции.

Для определения статистики выданных зеленых кредитов у банков второго уровня была запрошена информация за последние несколько лет (за 2021–2023 годы и 1 квартал 2024 года). Для категоризации зеленых кредитов была использована система

¹⁵ Казахстанская система экологической оценки зданий, разработанная ОЮЛ «Союз «Казахстанский совет по зеленому строительству «KazGBC»». Стандарт «ӨМІР» – многоквартирные жилые здания («ӨМІР-МЖЗ») – состоит из 10 категорий, включающих в себя 56 критериев оценки. Критерии оценки стандарта «ӨМІР-МЖЗ» подразделяются на добровольные и обязательные. Основные добровольные критерии оценки приведены в восьми основных категориях стандарта «ӨМІР-МЖЗ»: управление, здоровье, энергия, транспорт, вода, материалы, отходы, экология (<https://kazgbc.kz/assets/files/standart-omir-mzhd-v-02-2024-f.pdf>).

¹⁶ Система оценки многоквартирных жилых домов, разработанная Министерством строительства и жилищно-коммунального хозяйства Российской Федерации, состоящая из количественных и качественных характеристик оценки многоквартирных жилых зданий по зеленым критериям, охватывающим весь жизненный цикл строительного объекта. Стандарт предполагает обязательные и добровольные зеленые критерии проектирования, строительства, эксплуатации и утилизации зеленых многоквартирных жилых зданий (https://allgosts.ru/91/040/gost_r_70346-2022).

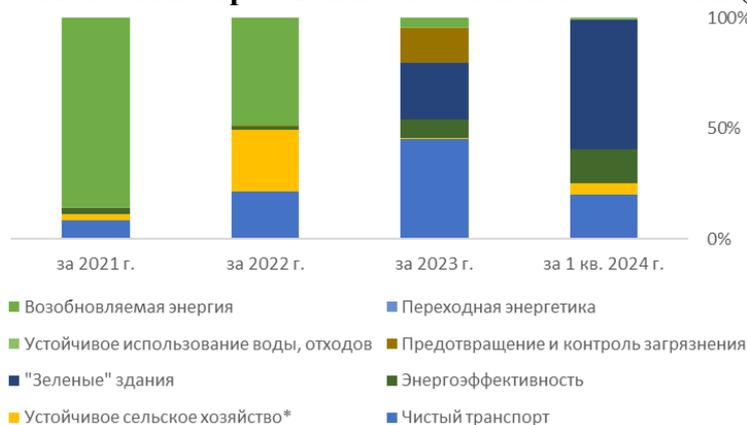
¹⁷ Международный стандарт экологической безопасности в области строительства (Building Research Establishment Environmental Assessment Method), разработанный британской корпорацией BRE Global. Процедура оценки здания осуществляется по нескольким разделам, устанавливающим требования к благоустройству, возведению зданий и отделке постройки.

¹⁸ Рейтинговая система зеленого строительства (Leadership in Energy and Environmental Design), разработанная Советом по Зеленому строительству США, представляющая собой набор стандартов для экологически устойчивого строительства с фокусом на энергоэффективность и ввод в эксплуатацию.

классификации категорий зеленых проектов в соответствии с Зеленой таксономией¹⁹ с разбивкой на зеленые кредиты, соответствующие требованиям Зеленой таксономии и прочие кредиты, соответствующие критериям зеленого кредитования. Наблюдаются высокие темпы роста количества выданных кредитов, отнесенных банками к зеленым кредитам в соответствии с требованиями Зеленой таксономии. Согласно опросу банков, если в 2021 и 2022 годах количество зеленых кредитов составило 30 и 57 соответственно, то в 2023 году – уже 800, а в 1 квартале 2024 года – 311 кредит. Основной прирост в 2023–2024 годах был обеспечен за счет активизации кредитования категориям «Зеленые здания» и «Чистый транспорт» (структура выданных займов на рисунке 1).

Рисунок 1

**Структура зеленых кредитов, выданных
в соответствии с требованиями Зеленой таксономии (%)**



Источник: банки второго уровня

За 2021 год наибольшая сумма выданных займов приходилась на категорию «Возобновляемая энергия» – более 85%, позже значение данного показателя изменилось в сторону уменьшения: 49% за 2022 год, 4% за 2023 год, и менее 1% за первый квартал 2024 года. Такая динамика объясняется реализацией программ кредитования в рамках сотрудничества с финансовыми институтами, в частности «Green Economy Financing Facility» на возобновляемые источники энергии в 2021 году. Наибольшую долю выданных в этой отрасли займов за 2021 и 2022 годы занимают подкатегории «Ветряная энергия» и «Гидроэнергия».

Если рассматривать отрасль в разрезе подкатегорий за пиковые периоды, то за 2021 год больше всего кредитов по Зеленой таксономии было выдано в «Возобновляемой энергии» на ветряные энергетические объекты, за 2022 год количество выданных кредитов преобладало в подсекторе «Гидроэнергия», за 2023 год и за 1 квартал 2024 года – в подсекторе «Цепочка поставок и вспомогательная инфраструктура для возобновляемых источников энергии».

Категория «Чистый транспорт» за 2021 год составила 8% от суммы всех выданных зеленых кредитов с тенденцией на рост в последующие периоды: 21% в 2022 году, 45% в 2023 году, 20% в первом квартале 2024 года. Начиная с 2023 года рост суммы выданных займов по этой категории пришелся на экспансию электромобилей на казахстанский авторынок. В рассматриваемые периоды наибольшее количество займов приходилось на подсекторы «Покупка, аренда низкоуглеродных автомобилей» и «Производственные цепочки поставок для низкоуглеродных автомобилей, безмоторного и

¹⁹ Постановление Правительства Республики Казахстан от 31 декабря 2021 года № 996 «Об утверждении классификации (таксономии) "зеленых" проектов, подлежащих финансированию через "зеленые" облигации и "зеленые" кредиты»

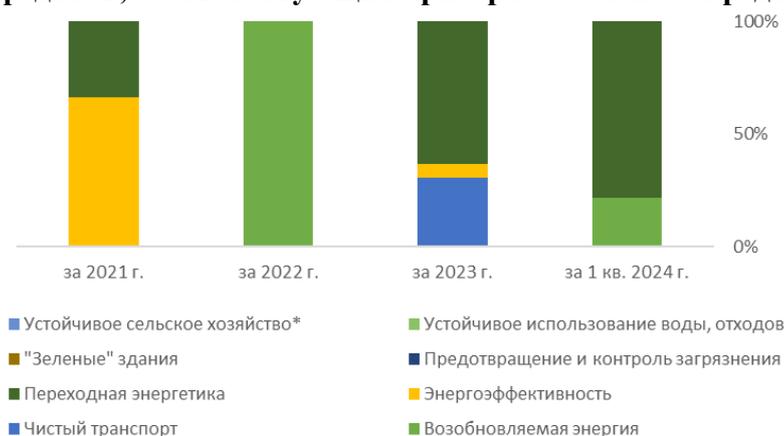
микроэлектротранспорта», при этом в 2021 году в категории «Чистый транспорт» были выданы средства только на низкоуглеродные перевозки.

Займы категории «Зеленые здания» в 2023 году составили 26%, в 1 квартале 2024 года – 59% от суммы всех выданных зеленых займов, что связано с началом программы зеленой ипотеки в Казахстане. Оставшиеся сектора составляют меньшинство, отражая небольшую изменчивость занимаемой доли выданных зеленых займов.

В структуре выданных кредитов, отнесенных банками к кредитам, соответствующим критериям зеленого кредитования, помимо категории «Возобновляемая энергия», наибольшие доли занимают категории «Переходная энергетика», «Предотвращение и контроль загрязнения» и «Энергоэффективность» (рисунок 2).

Рисунок 2

Структура кредитов, соответствующих критериям зеленого кредитования (%)



Источник: банки второго уровня

* Устойчивое сельское хозяйство, земледелие, лесное хозяйство, сохранение биоразнообразия и экологический туризм

Источником финансирования для осуществления зеленого кредитования в основном служат средства международных финансовых организаций, институтов развития Казахстана через государственные программы, а также собственные средства банков, которые чаще всего выдаются на предоставление займов физическим лицам, например, на приобретение низкоуглеродных транспортных средств.

В качестве причин, затрудняющих привлечение иностранного фондирования, банки отмечают его высокую стоимость, что увеличивает стоимость кредита для конечных заемщиков, высокие требования к отчетности и мониторингу со стороны международных инвесторов и высокие расходы на верификацию проекта. Вместе с тем недостаток финансов банки чаще всего определяют в качестве фактора, сдерживающего в целом развитие зеленого кредитования. Помимо ограниченного объема финансирования, банки выделяют следующие барьеры, влияющие на выдачу зеленых кредитов:

- несовершенство текущей законодательной и нормативной правовой базы;
- отсутствие стимулирующих инструментов, к примеру, через предоставление налоговых льгот для зеленых проектов, субсидирования или гарантирования со стороны государства, а также через послабления в регуляторных требованиях;
- высокие затраты на экологическую оценку и аудит;
- недостаточная осведомленность потенциальных заемщиков о преимуществах зеленого финансирования;
- низкая заинтересованность потенциальных заемщиков в зеленом кредитовании;
- отсутствие информации для банков о возможностях и механизмах финансирования зеленых проектов;
- отсутствие официального источника информации о профиле деятельности потенциального заемщика. На текущий момент информация для определения соответствия

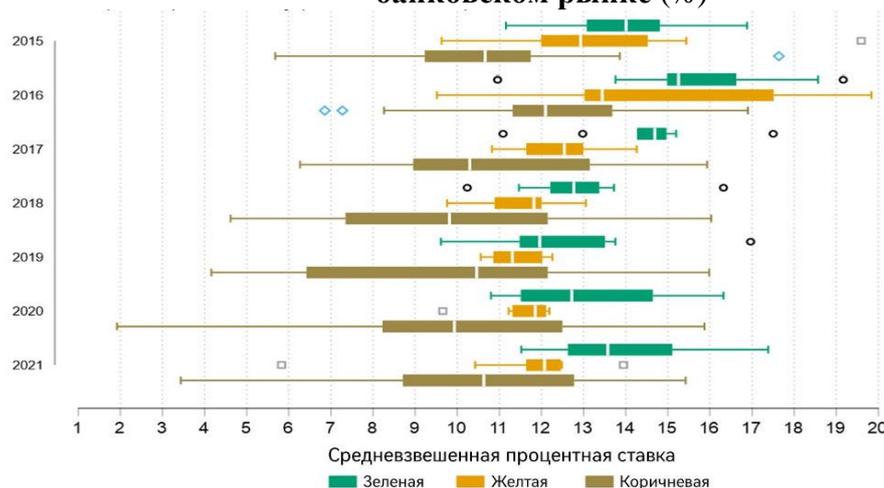
критериям выдачи зеленых кредитов ограничена данными, получаемыми только от самого заемщика.

Подавляющим большинством опрошенных банков планируется в ближайшей перспективе развивать зеленое кредитование через разработку или усовершенствование механизма предоставления зеленого кредита на каждом этапе выдачи. В числе приоритетов – разработка внутренних методик и расширение внутренней экспертной базы путем обучения сотрудников маркировке и оценке зеленых проектов, разработка новых зеленых кредитных продуктов, выгодно отличающихся от традиционных, укрепление партнерских отношений с международными финансовыми институтами.

В аналитическом материале Всемирного Банка, опубликованном в 2022 году, эксперты рекомендовали включить в управление кредитным риском переход к зеленой экономике, а также учитывать его в кредитных ставках. По итогам проведенных расчетов был сделан вывод, что при ценообразовании кредитов банки Казахстана в значительной степени игнорируют эти риски, сохраняя тенденцию кредитования так называемых «коричневых» секторов (рисунок 3). При этом стимулирование притока кредитов в регионы Казахстана с более экологичными отраслями могло бы способствовать более ускоренному переходу к менее углеродоемкой экономике (Группа Всемирного Банка, 2022).

Рисунок 3

Стоимость финансирования секторов экономики на внутреннем банковском рынке (%)



Источник: Блог Всемирного Банка.

В 2023 году теми же экспертами Всемирного Банка по итогам анализа банковского кредитования были сделаны выводы о том, что в портфеле казахстанских банков доминирует кредитование энергоемких отраслей, и банки нерешительно выдают зеленые кредиты. Для установления целей в области декарбонизации банкам рекомендовалось требовать от заемщиков достоверных данных об углеродном следе, а финансовому регулятору – поощрять зеленое кредитование и снижать риск, связанный с переходом (Группа Всемирного Банка, 2023).

Наряду с банками второго уровня были опрошены крупные микрофинансовые организации (10), большинством был представлен ответ об отсутствии зеленых микрокредитов, но в то же время и о готовности внесения вклада в развитие зеленого финансирования в Казахстане в перспективе. Отдельные организации были участниками программы Зеленого финансирования от GEFF Европейского Банка Реконструкции и развития. Как и у банков, процесс выдачи зеленого кредита накладывает дополнительные требования, если участвуют средства международных финансовых институтов.

К числу барьеров полноценного развития зеленого микрокредитования, помимо упомянутых банками, организации относят факторы, которые связаны с географией выдачи

микрокредитов (большая часть клиентов находятся в сельской местности): низкая осведомленность сельского населения о преимуществах зеленых микрокредитов и их низкий уровень дохода, удорожание логистических расходов для доставки приобретенного товара в сельскую местность, отсутствие заинтересованности поставщиков ввиду более высокой цены товара или услуги, соответствующего зеленым критериям по сравнению с аналогами, а также ограниченный список высокоэффективных технологий и материалов, которые были оценены и предварительно одобрены как имеющие право на финансовую поддержку GEF в случае участия в программе.

7. Вызовы

Несмотря на ожидаемые выгоды от реализации проектов зеленой экономики, есть факторы, которые могут послужить барьером развития зеленого финансирования во всем мире: отсутствие стимулов финансирования, низкая диверсификация зеленых инструментов, несовершенство процедур оценки соответствия, недостаточное раскрытие информации об охране окружающей среды.

Интересными результатами исследования рынка зеленого кредитования поделилось Европейское банковское управление (ЕВА): зеленые кредиты на сегодняшний день составляют небольшую долю от общего объема кредитов, при этом кредиты домохозяйствам занимают значительную долю в зеленых портфелях кредитных организаций, что позволяет предположить, что относительно большая часть домохозяйств извлекает выгоду из зеленых кредитов. Доля зеленых кредитов субъектам малого и среднего предпринимательства невелика по сравнению с кредитованием домохозяйств, что может свидетельствовать о том, что небольшие предприятия не видят выгоды от рынков зеленого кредитования. Причины могут быть в наличии других источников финансирования, таких как выпуск акций и долговых обязательств, либо в наличии трудностей при оформлении кредита. Следовательно, рынки зеленого кредитования относительно более развиты в тех сегментах, где данные и документация доступны, а обмен информацией между кредитной организацией и заемщиком наиболее развит. Хотя банки и используют Таксономию ЕС, но применение критериев зеленых кредитов по ней вызывает затруднения, так как процесс сбора информации является довольно дорогостоящим ввиду недоступности данных или сложности их сбора. К числу прочих причин недостаточного развития рынка зеленых кредитов эксперты относят отсутствие гармонизированного определения ЕС зеленых кредитов, недостаточную осведомленность и знания потенциальных заемщиков о зеленых банковских продуктах, а также недостаток обученного персонала в кредитных организациях. Ключевым механизмом для развития зеленого кредитования организация видит в введении добровольной маркировки ЕС для зеленых кредитов и интеграции концепции зеленой ипотеки в Директиву об ипотечном кредитовании. Определяющим также является обучение персонала банковских учреждений устойчивому финансированию, проведение маркетинга и широкого распространения информации о зеленых продуктах, ориентированной на конкретные потребности заемщиков (ЕВА, 2023).

Отдельные исследователи заявляют, что причиной недостаточного развития зеленого кредитования в России является низкий уровень разработанности системы оценки рисков зеленых кредитов (Худякова & Урумов, 2021).

В Казахстане можно выделить факторы, ограничивающие развитие зеленого кредитования, схожие с мировыми, и те, которые были сформированы исходя из экономических особенностей страны.

1. Отсутствие поставщиков и производителей зеленых технологий. НАО «Международный центр зеленых технологий и инвестиционных проектов» проводится работа по формированию Реестра отечественных производителей и поставщиков зеленых технологий и оборудования. Согласно последним опубликованным данным, на

сегодняшний день Реестр насчитывает 38 производителей и поставщиков зеленых технологий и оборудования. В масштабе экономики это несоизмеримо малое значение.

По подсчетам ЕС, на здания приходится 40% энергопотребления в ЕС и 36% выбросов CO₂, связанных с энергетикой, что делает их крупнейшим источником потребления энергии в Европе. К 2030 году ЕС ставит перед собой цель отремонтировать 35 миллионов зданий, что значительно сократит выбросы и создаст 160 000 новых рабочих мест в строительном секторе. В Казахстане наблюдается недостаточная практика строительства и эксплуатации зданий, направленных на снижение уровня потребления материальных и энергоресурсов. Использование зеленых технологий для застройщиков не является приоритетом, и одной из причин низких показателей может являться, в том числе, отсутствие поставщиков и производителей зеленых технологий в стране. В 2023 году Бюро национальной статистики Агентства по стратегическому планированию и реформам Республики Казахстан проведено выборочное обследование по общегосударственному статистическому наблюдению «Анкета обследования потребления энергии в домашних хозяйствах», которое проводится раз в пять лет. По результатам обследования годовое потребление каменного угля за 2022 год составило 7 312,1 тыс. тонн, природного газа домашними хозяйствами – 5 160,5 млн куб.м., электроэнергии – 14 328,2 ГВт.час., сжиженного газа домохозяйствами – 507 млн литров. При этом в статистическом наблюдении не приводится информация об использовании домашними хозяйствами альтернативных источников энергии.

2. Низкая заинтересованность со стороны банков и отсутствие стимулов для развития зеленого кредитования. Стимулирование зеленого кредитования может осуществляться путем послаблений или предоставления преференций. Зачастую послабления для участников системы зеленого финансирования происходят за счет налоговых льгот либо через послабление в регулировании. В настоящее время регулирование не предполагает меры стимулирования зеленого кредитования, необходимость внедрения которых должна быть предварительно оценена с точки зрения ожидаемых выгод и рисков.

3. Недостаток средств фондирования. В числе основных сдерживающих факторов для выдачи зеленых кредитов банки называют отсутствие дешевых заемных средств. Банки все еще относятся с осторожностью к зеленому кредитованию ввиду имеющихся барьеров. Вместе с тем для развития зеленого кредитования средств исключительно государственного сектора и международных организаций может оказаться недостаточно.

4. Зеленое отмывание (Greenwashing). Не вся продукция, которую бренды называют экологичной и натуральной, на деле оказывается таковой, и не все производители, заявляющие, что используют в производстве зеленые технологии, соответствуют стандартам, производители могут злоупотреблять понятием «зелености» для получения доступа к зеленому финансированию. Некорректная маркировка зеленого проекта при выдаче кредита создает благоприятную основу для зеленого отмывания. Обвинения в зеленом отмывании могут привести, в свою очередь, к судебным разбирательствам, подрывать доверие инвесторов, а также поставить под сомнение честность зеленых кредитов. При этом международный опыт показывает, что так называемый зеленый камуфляж может иметь место как со стороны заемщика, так и со стороны займодателя.

5. Размытые определения и несовершенство таксономии. По мнению банков и микрофинансовых организаций, одной из причин, препятствующих развитию зеленого финансирования в Казахстане, является несовершенство нормативной базы. Относительно Зеленой Таксономии наиболее частые замечания у финансовых организаций к практическому применению норм для корректной идентификации зеленых кредитов, сложности системы классификации на практике, маркировки зеленых кредитов, отсутствию описания процесса выдачи зеленых кредитов и подробных примеров применения норм.

Проект Методических рекомендаций по применению Зеленой Таксономии, разработанный Министерством экологии и природных ресурсов Республики Казахстан, предназначен для практического использования, в том числе субъектами финансового рынка, поэтому важно детально проработать проект с финансовыми организациями, обозначив все «слепые зоны». В документе должно найти отражение приверженность международному стандарту «Принципы зеленого кредита», а также раскрываться идентификация зеленых проектов (и их классификация), процесс экспертизы, требования к трансформации деятельности и внутренней политики, риски и отчетность.

Вопросы, связанные с условиями кредитования, кредитными рисками, отчетностью и прочими аспектами выдачи кредитов, в будущем должны найти отражение в документах Агентства Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка, касающихся вопросов применения и учета инструментов зеленого кредитования и управления соответствующими рисками.

6. Сложности экспертизы зеленых кредитов. Для определения соответствия выдаваемого кредита принципам зеленого кредита банки и международные финансовые организации используют различные методы оценки в виде критериев, коэффициентов эффективности, международных маркировок и рейтингов. Отнесение кредита к зеленым и финансовая оценка рисков, как правило, должны осуществляться специалистами, компетентными в экологической маркировке и оценке. Международные организации прибегают к услугам экспертных организаций, в банках это может быть реализовано с помощью услуг штатных или привлеченных специалистов. Ввиду незрелости рынка зеленого кредитования в Казахстане наблюдается недостаток квалифицированных экспертов, что может создавать трудности при принятии решения о выдаче кредита.

7. Отсутствие информации о профиле деятельности потенциального заемщика. Для принятия решения о выдаче зеленых кредитов банку необходимо руководствоваться достоверными данными о сфере деятельности заемщика, наличии факторов, которые могут повлиять на решение о выдаче кредита, предполагаемом объекте кредитования и его экологических характеристиках. В настоящее время каждая кредитная организация занимается сбором информации самостоятельно, отсутствуют базы данных, которые могли бы удовлетворить этот «информационный голод».

8. Недостаток внутренних стимулов для реализации экологических инициатив. Разработка нормативных документов, мер стимулирования или наказания требуются для развития зеленых финансов и успешного перехода к зеленой экономике, но они не являются определяющим фактором. Ключевым и необходимым условием остается экологичная осознанность и заинтересованность со стороны корпоративного сектора, населения и финансовых институтов. В Казахстане только формируется стремление к минимизации экологического следа как целого предприятия, так и человека в частности.

8. Заключение

Главным механизмом обеспечения перехода к зеленой экономике является зеленое финансирование. По экспертным оценкам, потребность в зеленом финансировании с каждым годом будет только расти, и роль зеленых кредитов является значимой в распределении ресурсов для устойчивых инвестиций. Для решения задач, которые стоят перед банками и обществом на пути к уверенному использованию зеленого кредитования как одного из инструментов зеленого финансирования, необходим комплексный подход финансового рынка, государственного сектора и общества в целом. Для этого требуется тщательный анализ и вовлеченность всех участников архитектуры зеленого кредитования.

Важным направлением государственной поддержки зеленого кредитования является совершенствование нормативных документов и усиление мер, направленных на переход к зеленой экономике, создание условий и среды для реализации зеленых проектов как для финансового сектора, так и для бизнеса и общества. Однако основой успешного развития

рынка зеленых кредитов является наличие проектов в экономике, способных эффективно освоить выделяемые средства.

В Казахстане уже есть базовая нормативная среда для зеленого кредитования, определены общие границы и направления области, однако потребуется детальная проработка всех имеющихся проблемных вопросов практического применения нормативных документов, гармонизация стандартов, разработка мер стимулирующего характера, которые могут побудить финансовые организации развивать зеленое кредитование, а бизнес и население пользоваться преимуществами зеленого кредитования. Кроме того, в ближайшей перспективе потребуется правильно оценить риски, связанные с зелеными кредитами, а также свести к минимуму недобросовестное применение зеленого кредита.

Для повышения заинтересованности бизнеса в зеленых проектах необходимо обозначить в качестве приоритета экологические составляющие в любой сфере, стимулировать приток кредитов для регионов, наиболее нуждающихся в улучшении экологической ситуации. Вместе с тем следует наращивать отечественное производство: средства международных организаций для зеленого кредитования зачастую выдаются при условии производства товаров в Казахстане и исключения их импорта. Данный критерий может быть также перенесен и на внутреннее финансирование зеленых проектов.

Учитывая, что, по оценкам экспертов, жилые и коммерческие здания потребляют около 40% всей энергии в мире, необходимо уже сейчас начинать оценивать экологический углеродный след и вести работу по его минимизации. Вопрос мог бы быть частично решен за счет установки специальных приборов учета, что является широко применимой практикой в некоторых странах с развитыми экологическими стремлениями.

Трудности с маркировкой зеленого кредита и оценкой кредитных и рыночных рисков сдерживают инвесторов от инвестирования в проекты зеленой экономики. В качестве решения задач, связанных с недостатком специалистов при оценке или маркировке зеленых проектов, видится введение программы обучения в высших учебных заведениях, либо стажировка уже имеющихся специалистов в международных организациях, практикующих зеленую маркировку и стандартизацию.

Для эффективного функционирования зеленого кредитования предстоит немало работы, однако при слаженности всех участников процесса, устранении текущих недостатков и реализации мер, основанных на лучшей международной практике, зеленые кредиты в Казахстане могут быть эффективным средством зеленого финансирования.

Литература

1. Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future (1987). <http://www.un-documents.net/our-common-future.pdf>
2. Larsen, M. L. (2019). A growing toolbox of sustainable finance instruments. Green Finance & Development Center. <https://greenfdc.org/a-growing-toolbox-of-sustainable-finance-instruments/>
3. Green Loan Principles (2018). <https://www.lsta.org/content/guidance-on-green-loan-principles-glp/>
4. Loan market association, LMA (2023). Sustainable Lending Glossary of terms. https://www.lma.eu.com/application/files/7717/0203/8790/Sustainable_Lending_Glossary.pdf
5. Zhang, R., Cao, Y., Wu, K., Sun, H. (2022). Research on the effect of green credit on ecological welfare performance: Evidence from China. *Frontiers in Environmental Science*, *10*, 950341. <https://doi.org/10.3389/fenvs.2022.950341>
6. Артемов С. (2023). «Зеленый» долг на пороге расцвета. ESG-облигации снова в цене. *Ведомости*. https://www.vedomosti.ru/esg/green_finance/articles/2023/07/28/987348-zelenii-dolg-na-poroge-rastsveta

7. АО «Фонд развития предпринимательства «ДАМУ» (2020). Первые «зеленые» облигации в Казахстане разместил фонд «ДАМУ» при поддержке ПРООН». https://damu.kz/en/news/detail.php?ELEMENT_ID=27805
8. Bhattacharya, U. (2024). Understanding the Regulatory Framework for Sustainable Finance in India <https://www.nlsblr.com/post/understanding-the-regulatory-framework-for-sustainable-finance-in-india>
9. Дамианова А., Гуттиэрес Э., Левитанская Е., Минасян Г., Немова В. Группа Всемирного Банка (2018). «Зеленое финансирование» в России: создание возможностей для «зеленых» инвестиций <https://documents1.worldbank.org/curated/en/699051540925687477/pdf/131516-RUSSIAN-PN-P168296-P164837-PUBLIC-Green-finance-Note.pdf>
10. European Banking Authority. Implementing Technical Standards (ITS) on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR [https://www.eba.europa.eu/activities/single-rulebook/regulatory-activities/transparency-and-pillar-3/implementing-technical-standards-its-prudential-disclosures-esg-risks-accordance-article-449a-crr#:~:text=The%20Implementing%20Technical%20Standards%20\(ITS,assets%20subject%20to%20chronic%20and](https://www.eba.europa.eu/activities/single-rulebook/regulatory-activities/transparency-and-pillar-3/implementing-technical-standards-its-prudential-disclosures-esg-risks-accordance-article-449a-crr#:~:text=The%20Implementing%20Technical%20Standards%20(ITS,assets%20subject%20to%20chronic%20and)
11. European Banking Federation (2024). Staff paper «Green Asset Ratio cannot be to sustainability what CET1 is to capital». <https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2024/01/Green-Asset-Ratio-January-2024-002-2.pdf>
12. Azizuddin, K. (2023). EU Banking Regulator pulls plug on «green supporting factor». *Responsible Investor*. <https://www.responsible-investor.com/eu-banking-regulator-pulls-plug-on-green-supporting-factor/>
13. Cui, Y., Geobey, S., Weber, O., & Lin, H. (2018). The impact of green lending on credit risk in China. *Sustainability*, 10(6), 2008. <https://www.mdpi.com/2071-1050/10/6/2008>
14. National Financial Regulatory Administration (2022). CBIRC Releases the Green Finance Guidelines for Banking and Insurance Sectors. <https://www.cbirc.gov.cn/en/view/pages/ItemDetail.html?docId=1055048&itemId=981>
15. Larsen, M. L. (2020). Introduction to Green Finance. *International Institute of Green Finance*. <https://iigf-china.com/green-finance-info-2>
16. Bao, J., & He, M. (2022). Does green credit promote green sustainable development in regional economies?—Empirical evidence from 280 cities in China. *PLoS One*, 17(11), e0277569. <https://journals.plos.org/plosone/article?id=10.1371/journal.pone.0277569>
17. Larsen, M. L. (2020). Introduction to Green Finance. *International Institute of Green Finance*. <https://iigf-china.com/green-finance-info-2>
18. Bhattacharya, U. (2024). Understanding the Regulatory Framework for Sustainable Finance in India <https://www.nlsblr.com/post/understanding-the-regulatory-framework-for-sustainable-finance-in-india>
19. Reserve Bank of India (2022). Report of the Survey on Climate Risk and Sustainable Finance. <https://www.rbi.org.in/Scripts/PublicationReportDetails.aspx?UrlPage=&ID=1215>
20. International Financial Services Centres Authority (April 26, 2022). Guidance framework on Sustainable and Sustainability linked lending by financial institutions. <https://ifsc.gov.in/Document/Legal/sustainable-lending-framework-26-04-202226042022065717.pdf>
21. Российской экологическое сообщество (2018). Эксперты Открытого правительства подготовили Концепцию «зеленого» банка. <https://www.ecosociety.ru/bez-rubriki/eksperty-otkrytogo-pravitelstva-podgotovili-kontseptsiyu-zelenogo-banka/>
22. Центральный Банк России. Устойчивое развитие. <http://www.cbr.ru/develop/ur/>
23. Xinhua News Agency (2024). Объем "зеленого" кредитования в Китае заметно увеличился в 2023 году». <https://russian.news.cn/20240213/0d7d0b67dbfa4a58b22f54028fe3224c/c.html>

24. Choi, J., Escalante D., Larsen M. L. (2020). Green Banking in China – Emerging Trends With a spotlight on the Industrial and Commercial Bank of China (ICBC). *Climate Policy Initiative*. <https://www.climatepolicyinitiative.org/wp-content/uploads/2020/08/Green-Banking-in-China-Emerging-Trends-1.pdf>
25. Press Information Bureau (2023). Government efforts to avail easy financing to renewable energy generating companies. <https://pib.gov.in/PressReleasePage.aspx?PRID=1897041>
26. ETBFSI Research (2024). Green finance: How banks are pushing the pedal on lending to renewable energy. <https://bfsi.economictimes.indiatimes.com/news/banking/green-finance-how-banks-are-pushing-the-pedal-on-lending-to-renewable-energy/106617620>
27. Ассоциация по развитию международных исследований и проектов в области энергетики «Глобальная энергия» (2024). Индия установила рекорд по вводу ВИЭ. <https://globalenergyprize.org/ru/2024/04/28/indija-ustanovila-rekord-po-vvodu-vije/>
28. United Nations Environment Programme. Energy efficiency for buildings. <https://www.renewableinstitute.org/images/unep%20info%20sheet%20-%20ee%20buildings.pdf>
29. United Nations Environment Programme. Global Status Report for Buildings and Construction. <https://www.unep.org/resources/report/global-status-report-buildings-and-construction>
30. United States Environmental Protection Agency Annual Report (2024). Inventory of U.S. Greenhouse Gas Emissions and Sinks 1990-2022. https://www.epa.gov/system/files/documents/2024-04/us-ghg-inventory-2024-main-text_04-18-2024.pdf
31. U.S. Department of Housing and Urban Development. Energy Efficient mortgage homeowner guide. https://www.hud.gov/program_offices/housing/sfh/eem/eemhog96
32. Northmarq. Fannie and Freddie Step Up Green Lending. <https://www.northmarq.com/news/fannie-and-freddie-step-green-lending>
33. Energy Efficient Mortgage Initiative. <https://energyefficientmortgages.eu/creating-a-virtuous-circle/>
34. European Banking Association (2022). EBA Report. Developing a framework for sustainable securitisation. https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2022/1027593/EBA%20report%20on%20sustainable%20securitisation.pdf
35. Soundarrajan, P., & Vivek, N. (2016). Green finance for sustainable green economic growth in India. *Agricultural Economics/Zemědělská Ekonomika*, 62(1). <https://www.agriculturejournals.cz/pdfs/age/2016/01/04.pdf>
36. Домклик (2024). «Зеленая ипотека: условия программы в СберБанке». <https://blog.domclick.ru/ipoteka/post/zelyonaya-ipoteka-usloviya-programmy-v-sbere>
37. Банки.ру (2021). Банки запускают льготную «зеленую» ипотеку. <https://www.banki.ru/news/lenta/?id=10955685>
38. Reuters (2024). China eases car loan policy for first time since 2018 to boost demand». <https://www.reuters.com/business/finance/china-scraps-mandates-down-payments-personal-car-loans-2024-04-03/>
39. A report of the North American Task Force of the United Nations Environment Programme Finance Initiative (2007). Green Financial Products and Services. Current Trends and Future Opportunities in North America https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/greenprods_01.pdf
40. EVreporter (2023). SIDBI provides INR 10 cr term loan to Mufin Green Finance to promote EV financing in India. <https://evreporter.com/sidbi-partners-mufin-green-finance-to-promote-ev-financing/>
41. The Coalition for Green Capital. What are Green Banks. <https://coalitionforgreencapital.com/what-is-a-green-bank/>

42. The Climate Reality Project (2024). What is a green bank? <https://www.climaterealityproject.org/blog/what-green-bank>
43. The Conversation (2023). Using green banks to solve America's affordable housing crisis – and climate change at the same time. <https://theconversation.com/using-green-banks-to-solve-americas-affordable-housing-crisis-and-climate-change-at-the-same-time-208098>
44. Industrial Bank Co. <https://www.cib.com.cn/cn/index.html>
45. НАО «Международный центр зеленых технологий и инвестиционных проектов». Информация о глобальной программе инноваций в области чистых технологий. <https://igtipc.org/ru/projects/20230831-105349/20230901-110854/2344-20230901-112347>
46. GEF. ЕБРР предлагает новые источники финансирования для поддержки «зеленых» инвестиций в Казахстане. <https://ebrdgeff.com/kazakhstan-geff2/ru/projects/geff-kazakhstan-ii-launch-event-the-ritz-carlton-hotel-almaty-27-march-2023/>
47. Forbes (2022). Как в Казахстане развивается рынок «зеленого» финансирования. https://forbes.kz/articles/kak_v_kazahstane_razvivaetsya_ryinok_zelenogo_finansirovaniya
48. Блоги Всемирного Банка (2022). «Зеленое» финансирование для Казахстана и роль банковского сектора в сокращении выбросов. <https://blogs.worldbank.org/ru/europeandcentralasia/how-kazakhstan-can-leverage-green-finance-to-reduce-emissions>
49. Блоги Всемирного Банка (2023). Казахстанским банкам необходимо внедрить подконтрольные планы по стимулированию «зеленого» кредитования. <https://blogs.worldbank.org/ru/psd/kazakhstanskim-bankam-neobkhodimo-vnedrit-podkontrolnye-plany-po-stimulirovaniyu-zelenogo>
50. European Banking Authority (2023). «EBA REPORT IN RESPONSE TO THE CALL FOR ADVICE FROM THE EUROPEAN COMMISSION ON GREEN LOANS AND MORTGAGES». https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2023-12/e7bcc22e-7fc2-4ca9-b50d-b6e922f99513/EBA%20report%20on%20green%20loans%20and%20mortgages_0.pdf
51. Худякова, Л. С., & Урумов, Т. Р. (2021). «Зеленое» финансирование в странах БРИКС. *Мировая экономика и международные отношения*, 65(9), 79-87. https://www.imemo.ru/en/index.php?page_id=1248&file=https://www.imemo.ru/files/File/magazines/meimo/09_2021/09-KHUDYAKOVA.pdf.