

**ВЛИЯНИЕ ФАКТОРОВ ЗЕЛЕННОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА
УСТОЙЧИВОСТЬ ПОРТФЕЛЕЙ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ
ИНВЕСТОРОВ**

Севара Камилова

Независимый исследователь, PhD, Ташкентский государственный экономический
университет

e-mail: sevarakamilova0607@gmail.com

***Аннотация.** В настоящем исследовании анализируется влияние факторов зеленого инвестирования (ESG) на финансовую устойчивость и риск-профили портфелей институциональных инвесторов. Рассматриваются ключевые макроэкономические и поведенческие каналы трансмиссии нефинансовых рисков в долгосрочные стоимостные показатели портфельных активов. На основе эмпирических данных демонстрируется асимметричный защитный эффект зеленых инструментов, выражающийся в снижении идиосинкратической волатильности и защите от максимальных просадок в периоды рыночной турбулентности. Особое внимание уделяется специфике формирования рынка зеленого финансирования в Республике Узбекистан в контексте внедрения национальной зеленой таксономии и выпуска суверенных и корпоративных тематических облигаций.*

***Ключевые слова:** зеленое инвестирование, ESG-факторы, институциональные инвесторы, устойчивость портфеля, зеленая таксономия.*

Становление концепции устойчивых финансов неразрывно связано с постепенной интеграцией экологических, социальных и управленческих

факторов в традиционные модели оценки стоимости активов. Начало этому глобальному тренду было положено Финансовой инициативой Программы ООН по окружающей среде (UNEP FI) в 1992 году и последующей публикацией Принципов ответственного инвестирования (UN PRI) в 2006 году¹. В настоящее время институциональные инвесторы, управляющие триллионными объемами активов, рассматривают нефинансовые показатели компаний не только в качестве этического ориентира, но и как фундаментальный инструмент управления рисками портфеля². С теоретической точки зрения, защитное действие зеленого инвестирования объясняется тремя ключевыми теориями: теорией стейкхолдеров, сигнальной теорией и агентской теорией².

Теория стейкхолдеров постулирует, что компании, выстраивающие гармоничные отношения со своими сотрудниками, местными сообществами и регуляторами, создают долгосрочный социальный капитал². Данный капитал служит своеобразным амортизатором или «страховым буфером» во время рыночных потрясений⁵. Согласно сигнальной теории, высокая степень прозрачности нефинансовой информации и получение авторитетных ESG-рейтингов выступают для инвесторов сигналом качественного корпоративного управления, снижая информационную асимметрию и премию за риск². В рамках агентской теории жесткие стандарты корпоративного управления минимизируют оппортунистическое поведение менеджмента, предотвращая принятие нерациональных инвестиционных решений, способных дестабилизировать стоимость бизнеса².

Эмпирическая верификация данных теоретических посылок осуществляется посредством многофакторных регрессионных моделей и

анализа временных рядов. Применение динамических условных корреляционных моделей DCC-GARCH и двухфакторных панельных регрессий на выборке из тысяч глобальных компаний показывает, что лидеры в области ESG демонстрируют статистически значимое снижение волатильности условной доходности и идиосинкратического риска². Так, исследования фиксируют среднее снижение идиосинкратической волатильности на величину $\beta = -0,147$ при уровне значимости $p < 0,001$, а коэффициент DCC-GARCH снижается в среднем на $-0,089$ ($p < 0,01$) по сравнению с компаниями, игнорирующими принципы устойчивого развития².

Основными каналами трансмиссии, связывающими зеленые факторы с устойчивостью портфелей, являются канал стабильности операционных денежных потоков, канал ограничения специфического риска и канал оптимизации рыночной оценки⁶. Операционный канал реализуется за счет того, что внедрение ресурсосберегающих технологий напрямую сокращает переменные затраты предприятий, защищая их от волатильности цен на энергоресурсы⁷. Канал ограничения специфического риска предотвращает реализацию «хвостовых рисков» (tail risks) — экстремальных убытков, связанных с техногенными катастрофами, забастовками персонала или крупными судебными исками⁴. Оптимизация рыночной оценки проявляется в снижении стоимости акционерного и заемного капитала для устойчивых эмитентов, что стабилизирует их капитализацию даже в условиях макроэкономического сжатия⁶.

Для сопоставления эффективности зеленых и традиционных портфелей в финансовой науке используется классический математический аппарат

среднедисперсионной оптимизации Марковица⁴. В условиях высокой размерности современного финансового рынка для преодоления ошибок оценки ковариационных матриц применяется регуляризация с использованием нелинейного сжатия Ледуа-Вульфа или диагонального сжатия выборки, что позволяет максимизировать вневыборочный коэффициент Шарпа при соблюдении жестких ESG-ограничений⁸. Оценка риск-параметров базируется на сопоставлении коэффициентов Шарпа, Трейнора и Сортино⁴.

Интеграция факторов зеленого инвестирования создает асимметричный профиль распределения доходностей портфеля. В периоды стабильной рыночной конъюнктуры ежедневная доходность ESG-индексов практически не отличается от традиционных бенчмарков, однако долгосрочные годовые скользящие показатели демонстрируют устойчивое превосходство зеленых портфелей по величине избыточной доходности (альфы Дженсена) практически во всех географических регионах⁴. Данный феномен особенно ярко проявляется при анализе показателей в периоды глубоких макроэкономических кризисов, таких как финансовый кризис 2008 года или пандемия COVID-19⁴.

Портфельная метрика	Оптимизированный ESG-портфель (высокий рейтинг)	Традиционный рыночный портфель (ESG-нейтральный)	Описание характера влияния зеленого фактора

Коэффициент Шарпа (SR)	Повышенный (0,55) за счет снижения знаменателя (волатильности) ⁴ .	Среднерыночный (0,45) при аналогичном уровне доходности.	Факторы ESG оптимизируют структуру риска, не требуя дисконтирования доходности ⁴ .
Коэффициент Сортино (SoR)	Значительно выше за счет минимизации левостороннего риска ⁹ .	Ниже вследствие подверженности резким конъюнктурным просадкам.	Исключение «токсичных» отраслей снижает среднее квадратичное отклонение убытков ⁹ .
Систематический риск (β)	Низкий (β=0.85), умеренная чувствительность к рынку ¹¹ .	Базовый (β), соответствующий общему индексам.	Высокие оценки управления минимизируют уязвимость к системным макрошокам ¹¹ .
Максимальная просадка (Max DD)	Ограниченная (в среднем на 20 - меньше рыночной при кризисах) ⁴ .	Глубокая, обусловленная паническими распродажами активов.	Эффект «страхования портфеля» стабилизирует котировки в

			периоды паники ⁵ .
Чувствительность к негативным новостям	Мягкая реакция, быстрое затухание волатильности по модели EGARCH ¹⁰ .	Резкие всплески волатильности при публикации макроэкономического негатива.	Раскрытие информации повышает доверие со стороны пула институциональных инвесторов ¹¹ .

Для изоляции чистого влияния зеленого фактора исследователи используют многофакторные модели Фама–Френча и Кархарта, контролирующие влияние размера компании (SMB), недооцененности (HML) и фактора импульса (WML)¹². Эмпирические результаты подтверждают, что даже после очистки от традиционных факторов стоимости компании с высоким уровнем ESG-комплаенса генерируют положительную устойчивую избыточную доходность¹². Более того, применение моделей EGARCH показывает, что негативные рыночные новости оказывают существенно меньшее влияние на условную дисперсию доходности зеленых индексов, подтверждая их защитные свойства¹⁰.

Асимметрия внутренней структуры ESG и поведенческие медиаторы

Глубокий анализ структуры нефинансовых факторов выявляет значительную неоднородность влияния отдельных столпов (E, S и G) на устойчивость инвестиционного портфеля. В то время как традиционно наибольшее внимание общественности привлекает экологический компонент (E), количественные исследования структуры портфелей институциональных

инвесторов по формам 13F показывают, что наиболее значимым фактором для долгосрочной стабильности является корпоративное управление (G)¹¹. Высокие оценки корпоративного управления имеют прямую сильную корреляцию с ростом коэффициента Шарпа, снижением коэффициента бета и минимизацией систематического риска¹¹.

Напротив, экологический компонент (E) демонстрирует более сложную и порой парадоксальную динамику. Высокие баллы по экологическому столпу в ряде случаев отрицательно коррелируют с альфой портфеля¹¹. Этот феномен объясняется эффектом перекупленности: под давлением жестких зеленых мандатов институциональные инвесторы массово скупают активы с наивысшими экологическими показателями, искусственно завышая их рыночную стоимость и снижая будущую ожидаемую доходность¹¹.

Дополнительным фактором, определяющим реакцию рынка, является природа самих оценок. Раскрытие информации на основе объективных количественных показателей (например, раскрытие информации Bloomberg) оказывает гораздо более значимое влияние на аллокацию активов институциональных инвесторов и их риск-параметры, нежели субъективные качественные рейтинги специализированных агентств¹¹. Это подчеркивает фундаментальную роль стандартизации нефинансовой отчетности.

Важным аспектом является также переход от общих интегральных ESG-показателей к узкотематическим субиндексам. Включение в портфели активов, ориентированных на конкретные зеленые направления (например, управление водными ресурсами, сокращение выбросов парниковых газов, диверсификация лидерства), позволяет повысить эффективность диверсификации на 6% по сравнению с классическими бенчмарками Modern

Portfolio Theory⁶.

Направленность / Компонент оценки	Характер влияния на метрику портфеля	Ключевой механизм влияния	Поведенческий аспект инвесторов
Компонент управления (G)	Максимальный рост коэффициента Шарпа, существенное снижение систематической беты ¹¹ .	Минимизация агентских издержек, прозрачность аудита и структуры собственности ² .	Повышает доверие крупных долгосрочных блокеров ¹¹ .
Экологический компонент (E)	Может коррелировать с отрицательной альфой при долгосрочном удержании ¹¹ .	Риск перекупленности активов из-за регуляторного давления и мандатов фондов ¹¹ .	Искажается эффектом овечьего стада (herding) в периоды хайпа ¹⁰ .
Социальный компонент (S)	Рост стабильности операционных	Укрепление репутации бренда, высокая	Снижает панические настроения

	показателей, снижение волатильности в кризис ⁴ .	лояльность потребителей и сотрудников ² .	розничных вкладчиков ¹⁰ .
Тематические субиндексы (Вода, Климат)	Повышение коэффициента диверсификации портфеля при снижении корреляций ⁶ .	Точечное хеджирование конкретных физических и транзитных климатических рисков ⁶ .	Снижает когнитивные искажения за счет конкретизации целей инвестирования ⁶ .

Влияние зеленого инвестирования на портфельную стабильность не ограничивается жесткими фундаментальными связями, но активно опосредуется факторами поведенческой экономики. Согласно структурным уравнениям моделирования (SEM), психологические искажения инвесторов выступают в качестве мощных медиаторов¹⁰. Поведение толпы (эффект herding) и специфика восприятия рисков усиливают устойчивость портфелей, ориентированных на ESG, во время рыночных шоков¹⁰. Инвесторы подсознательно воспринимают зеленые активы как более надежные, что сдерживает их от панических распродаж и стабилизирует котировки в моменты паники. С другой стороны, когнитивное искажение избыточной уверенности (overconfidence bias) способно модерировать и частично ограничивать прирост эффективности портфеля, заставляя менеджеров переоценивать скорость окупаемости зеленых технологий¹⁰.

Для развивающихся рынков, находящихся в процессе структурной

трансформации, внедрение инструментов зеленого финансирования является важнейшим драйвером модернизации финансового сектора и повышения его устойчивости к климатическим шокам. Республика Узбекистан, характеризующаяся высокой чувствительностью к экологическим рискам (дефицит водных ресурсов, усыхание Аральского моря, засухи), демонстрирует последовательное формирование национальной системы зеленого финансирования¹⁶.

В октябре 2023 года Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан № 561 была утверждена Национальная зеленая таксономия¹⁸. Данный документ сформировал четкие критерии отбора экологически устойчивых видов деятельности в ключевых секторах экономики (энергетика, водное хозяйство, строительство, транспорт) и заложил основу для предотвращения гринвошинга на внутреннем рынке капитала¹⁶. Развитие регулирования находится под контролем Министерства экономики и финансов и Центрального банка Республики Узбекистан, который активно разрабатывает механизмы зеленой монетарной политики, разделяющиеся на инициативы зеленого кредитования и инструменты макропруденциального регулирования¹⁹.

Институциональный ландшафт финансового рынка Узбекистана имеет свою специфику: государственные финансовые институты (SOFIs) контролируют порядка 70% общего кредитного портфеля страны, а государственные инвестиционные фонды, включая Фонд реконструкции и развития (ФРРУ), аккумулируют ресурсы объемом около 10% ВВП¹⁹. В этих условиях именно государственные структуры выступают основными проводниками зеленых реформ. Всемирный банк рекомендует развивать

концепцию «лидеров зеленого инвестирования» (green investment champions) среди государственных компаний¹⁹. В качестве ключевых кандидатов определены:

Компания по развитию предпринимательства (EDC), планирующая довести долю финансирования зеленых проектов до 35% к 2026 году¹⁹.

Банк развития бизнеса (BDB), осуществляющий интеграцию климатических целей в кредитный скоринг¹⁹.

Ипотечная рефинансирующая компания Узбекистана (UzMRC), готовящаяся к выпуску зеленых облигаций для финансирования энергоэффективного жилищного строительства¹⁹.

В сегменте долгового финансирования Узбекистан демонстрирует опережающие темпы развития среди стран СНГ. Страна стала первым государством в регионе, разместившим в 2021 году на Лондонской фондовой бирже суверенные облигации ЦУР (Sovereign SDG Bonds) на сумму 870 млн долларов США для финансирования программ в области образования, здравоохранения и экологии²¹. В октябре 2023 года были выпущены дебютные суверенные зеленые еврооблигации объемом 4,25 трлн сумов²³.

В корпоративном секторе флагманом зеленого банкинга выступает Узпромстройбанк (SQB)¹⁷. Банк первым в стране принял комплексную стратегию устойчивого развития, создал выделенный департамент Green Banking и при содействии Международной финансовой корпорации (IFC) и ЕБРР внедрил процедуры зеленого скоринга и оценки экологических рисков¹⁷. За внедрение кредитных линий в рамках программы ЕБРР GEFF банк неоднократно удостоивался наград Green Trade Award¹⁷. При поддержке Глобального института зеленого роста (GGGI) Узпромстройбанк и Agrobank

разработали рамочные программы устойчивого финансирования и получили независимые заключения (Second-Party Opinions) от агентства Sustainable Fitch, что позволило успешно выпустить тематические облигации совокупным объемом эквивалента 1 млрд долларов США²⁴. При этом Fitch присвоило SQB нейтральный балл соответствия ESG (ESG Relevance Score равный 3), что отражает начальный этап глубокой интеграции данных факторов в кредитное качество банка¹⁷.

Проведенный анализ подтверждает, что факторы зеленого инвестирования оказывают выраженное стабилизирующее влияние на портфели институциональных инвесторов. Данный эффект носит асимметричный характер: обеспечивая сопоставимую с традиционными активами доходность в периоды рыночного роста, зеленые портфели демонстрируют повышенную устойчивость к просадкам и пониженную волатильность в фазах макроэкономической нестабильности. Основным драйвером снижения систематического риска портфеля выступает качественное корпоративное управление (G), в то время как экологические и социальные факторы служат защитным барьером против специфических и идиосинкратических шоков.

Для развивающихся рынков, и в особенности для Республики Узбекистан, построение устойчивой модели зеленого инвестирования требует преодоления ряда структурных ограничений. Недостаток сопоставимых исторических данных, субъективность рейтингов коммерческих агентств и высокая углеродоемкость традиционных секторов экономики диктуют необходимость активного государственного участия. На основе полученных результатов исследования сформированы следующие

рекомендации:

Центральному банку Республики Узбекистан совместно с Министерством экономики и финансов необходимо ускорить внедрение стандартов обязательного нефинансового раскрытия информации для листинговых компаний и крупных заемщиков в соответствии с рекомендациями TCFD и стандартами CSRD/SFDR¹⁷. Использование объективных раскрываемых показателей (disclosure-based scores) вместо субъективных экспертных оценок позволит снизить информационную асимметрию для институциональных инвесторов¹¹.

Государственным инвестиционным фондам и банкам развития необходимо закрепить жесткие лимиты на зеленое финансирование во внутренних кредитных политиках, выступая катализаторами для привлечения частного и иностранного капитала в устойчивые проекты¹⁹.

Для повышения ликвидности зеленого рынка целесообразно развивать практику выпуска зеленых секьюритизированных облигаций (ABS), обеспеченных пулами активов в сфере возобновляемой энергетики и энергоэффективного жилья, а также внедрять практику субсидирования процентных ставок по зеленым кредитам²⁶.

Институциональным инвесторам при формировании портфелей следует избегать концентрации исключительно на укрупненных ESG-индексах, отдавая предпочтение диверсифицированным тематическим субиндексам (водные ресурсы, энергоэффективность, циркулярная экономика) с целью минимизации рисков формирования пузырей рыночной стоимости⁶.

Литература:

1. ESG-переход: зеленая повестка в глобальной экономике и финансах.

(n.d.). *КиберЛенинка*. <https://cyberleninka.ru/article/n/esg-perehod-zelenaya-povestka-v-globalnoy-ekonomike-i-finansah>

2. ESG Performance as a Buffer against Market Volatility: Quantitative Evidence from Global Equity Markets. (2024). *Scientific Research Publishing (SCIRP)*. <https://www.scirp.org/journal/paperinformation?paperid=151990>

3. Устойчивые инвестиции и дивестиции институциональных инвесторов глобального уровня. (n.d.). *КиберЛенинка*. <https://cyberleninka.ru/article/n/ustoychivye-investitsii-i-divestitsii-institutsionalnyh-investorov-globalnogo-urovnya>

4. How do ESG-focused investment strategies affect portfolio risk-return trade-offs compared to conventional asset allocation? (2023). *International Journal of Business and Management Invention (IJBMI)*. [https://www.ijbmi.org/papers/Vol\(15\)1/15012136.pdf](https://www.ijbmi.org/papers/Vol(15)1/15012136.pdf)

5. Анализ влияния принципов ESG на доходность активов: эмпирическое исследование. (n.d.). *КиберЛенинка*. <https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-vliyaniya-printsipov-esg-na-dohodnost-aktivov-empiricheskoe-issledovanie>

6. Enhancing portfolio performance through ESG theme subdivision: A two-step selection approach with Shapley value decomposition. (2025). *Taylor & Francis*. <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2025.2499747>

7. Влияние ESG-факторов на инвестиционную привлекательность предприятий. (2023). *Уральский федеральный университет*. https://elar.urfu.ru/bitstream/10995/143010/1/978-5-91256-730-8_049.pdf

8. Sustainable Investment: ESG Impacts on Large Portfolio. (2026). *arXiv*. <https://arxiv.org/html/2602.14439v1>

9. An analysis of volatility and risk-adjusted returns of ESG indices in developed and emerging economies. (2023). *MDPI*. <https://www.mdpi.com/2227-9091/11/10/182>
10. ESG investing and its impact on risk-adjusted portfolio returns from a behavioral finance perspective using SEM. (2025). *ResearchGate*. <https://www.researchgate.net/publication/407202592>
11. Institutional investors and ESG preferences. (2020). *European Corporate Governance Institute* (ECGI). https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/esgfinal_1.pdf
12. ESG factors in portfolio investment: Impact on risk and return. (2023). *Lex Localis*. <https://lex-localis.org/index.php/LexLocalis/article/view/803449>
13. Performance of value and growth companies with different ESG rankings. (2022). *Lund University*. <https://lup.lub.lu.se/student-papers/record/9050884/file/9050897.pdf>
14. Long-term performance of ESG investment strategies. (2021). *University of Jyväskylä*. <https://jyx.jyu.fi/bitstreams/0f825157-6c56-4c6c-a809-03e8c3a18976/download>
15. Влияние ESG-факторов на финансовые решения. (2024). *Zenodo*. <https://zenodo.org/records/17276742>
16. Переход Узбекистана к зелёной экономике и устойчивому развитию. (n.d.). <https://ru.ryskiyeva.com/articles/post/perehod-uzbekistana-k-zelenoj-ekonomike-i-ustojchivomu-razvitiyu>
17. Sustainable Finance Framework. (2023). *SQB Uzbekistan*. <https://sqb.uz/upload/files/Framework.pdf>

18. Таксономия — стандарт зелёного финансирования: введение. (2022). *Innovations in Science and Technologies*.
<https://innoist.uz/index.php/ist/article/download/1417/1351/3080>
19. Prime picks for a green pivot: Uzbekistan state funds for climate action. (2023). *World Bank*.
<https://www.worldbank.org/en/country/uzbekistan/publication/state-funds-for-climate-action>
20. Green monetary policy. (2023). *Central Bank of Uzbekistan*.
https://cbu.uz/upload/iblock/253/lwnlxcqdsqaqp4pnpw0nsgdidpx66gbj/Green_MP_en.pdf
21. Uzbekistan: ESG dossier. (2023). *Sber*. https://sber.pro/bcp-laika-public/ESG_Uzbekistan_A3_2_718a6609cc.pdf
22. Government of Uzbekistan issued a sovereign green bond. (2023). *Green Finance Platform*. <https://www.greenfinanceplatform.org/policies-and-regulations/government-uzbekistan-issued-sovereign-green-bond>
23. Стратегия выхода на рынок устойчивого финансирования. (2022). *PwC*. <https://www.pwc.com/kz/en/esg/pwc-green-bonds-rus-2.pdf>
24. Advancing sustainable and green finance in Uzbekistan through thematic bonds. (2023). *Global Green Growth Institute (GGGI)*.
<https://gggi.org/report/advancing-sustainable-and-green-finance-in-uzbekistan-through-thematic-bonds/>
25. Влияние ESG-рейтингов на доходность акций. (2022).
<https://eek.ee/download.php?t=kb&dok=p1ipugcf99idg1i41gmecu71nig3.pdf>
26. Влияние ESG-факторов устойчивого развития на формирование кредитного и инвестиционного портфеля банка. (n.d.). *КиберЛенинка*.

<https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-esg-faktorov-ustoychivogo-razvitiya-na-formirovanie-kreditnogo-i-investitsionnogo-portfelya-banka>

27. Инструменты «зеленого» финансирования: новые проблемы и направления. (2023). *Институт макроэкономических и региональных исследований*. <https://imrs.uz/files/publications/ru/21620.pdf>

а