

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Пискарев Антон Вячеславович

ТРАНСФОРМАЦИЯ МЕХАНИЗМОВ
«ЗЕЛЕНОГО» ФИНАНСИРОВАНИЯ
ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ НАЦИОНАЛЬНОГО
ЭКОЛОГИЧЕСКОГО БЛАГОПОЛУЧИЯ

5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Тютюкина Елена Борисовна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2025

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 24 декабря 2025 г. в 16:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп. 1, ауд. 1001.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Каменева Е.А., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Лосева О.В., д.э.н., доцент;
ученый секретарь – Древинг С.Р., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:

Косорукова И.В., д.э.н., профессор;
Львова Н.А., д.э.н., доцент;
Стерник С.Г., д.э.н., профессор;
Федотова М.А., д.э.н., профессор;
Хотинская Г.И., д.э.н., профессор;
Чараева М.В., д.э.н., доцент;
Черникова Л.И., д.э.н., профессор;
Якупова Н.М., д.э.н., профессор.

Автореферат диссертации разослан 28 октября 2025 г.

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. В настоящее время мир становится более внимательным к климатическим и экологическим рискам. Неэффективное использование странами природных ресурсов приводит к возникновению экономических и социальных издержек в компаниях, а также создает угрозу для их устойчивого развития в долгосрочной перспективе. На фоне глобальных экологических угроз «зеленая» трансформация экономики становится ключевым приоритетом Российской Федерации. Ее реализация направлена на обеспечение долгосрочной устойчивости и конкурентоспособности экономики, а также сокращение издержек, вызванных ухудшением состояния окружающей среды. С ратификацией Парижского соглашения в 2019 г. Российская Федерация продемонстрировала готовность соответствовать принципам устойчивого развития, а также принимать во внимание экологические и социальные аспекты в своей деятельности и при принятии инвестиционных решений.

В настоящее время процесс «зеленой» трансформации экономики в Российской Федерации находится на начальном этапе. Для его дальнейшего развития компаниям необходимы финансовые ресурсы, а также наличие стимулов для их предоставления различными видами инвесторов, о чем свидетельствуют результаты реализации национального проекта «Экология» в 2019-2024 гг.

Все это обуславливает необходимость трансформации существующих механизмов «зеленого» финансирования в российских компаниях.

Степень разработанности темы исследования. Проблематика «зеленого» финансирования раскрывается в работах отечественных экспертов Э.М. Зомоновой, О.В. Богачевой, О.В. Смородинова, А.А. Бокарева, И.А. Яковлева, Л.С. Кабир, а также в работах зарубежных ученых, таких как К. Перес, Н. Линденберг, П. Озили, Ю. Ванг, К. Жи, С. Баль, Р. Джанг, Д. Кляйн.

Отдельные механизмы «зеленого» финансирования в компаниях исследовались такими учеными, как Е.Б. Тютюкина, Т.Н. Седаш, И.Н. Лобанов, Д.А. Егорова, О.В. Смородинов, Е.Р. Безсмертная и др.

Подходы к оценке эффективности «зеленого» финансирования для различных стейкхолдеров рассматривались в работах следующих авторов: М.Н. Дудин, С.В. Шкодинский, Е.Б. Тютюкина, В.Н. Кордюков, А.М. Овчаренко, И.Н. Макаров, Т.Д. Самойлова, К.Г. Буневич, Т.А. Горбачева, Md.A. Siddique и Q. Zhao.

Современный экосистемный подход к формированию взаимоотношений при решении общих стратегических целей рассматривается в работах ученых Джеймса Ф. Мура, N. Moden, I. Santenac, M. Lee, E. Krijnsen, B. Sprenger, J. Crijns, M. Dietz.

Несмотря на ценность проведенных исследований в области «зеленого» финансирования и его обеспечения, существует необходимость теоретико-методического обоснования особенностей механизмов «зеленого» финансирования в компаниях для определения направлений их дальнейшего развития. Реализация в 2025-2030 гг. нового национального проекта «Экологическое благополучие» обуславливает необходимость доведения полученных разработок до конкретных научно-практических рекомендаций, что позволит повысить качество и эффективность реализации национального проекта.

Все это обусловило выбор темы, цели и задач исследования.

Цель исследования – разработка теоретических, методических и научно-практических положений и рекомендаций по трансформации механизмов «зеленого» финансирования в компаниях для обеспечения национального экологического благополучия.

Для достижения цели поставлены следующие **задачи**:

- идентифицировать преимущества, риски и ограничения использования механизмов «зеленого» финансирования в компаниях с позиции различных стейкхолдеров для определения направлений трансформации механизмов «зеленого» финансирования, соответствующих современному уровню экономического развития;
- выявить факторы, влияющие на рост рынка «зеленых» облигаций, которые являются основным рыночным инструментом финансирования «зеленых» проектов компаний в мировой экономике;
- разработать методы оценки эффективности механизмов «зеленого» финансирования, используемые в компаниях, с позиции различных стейкхолдеров и с учетом их апробации разработать предложения по трансформации механизмов «зеленого» финансирования;
- выявить направления и разработать научно-практические рекомендации по трансформации механизмов «зеленого» финансирования в российских компаниях с учетом опыта реализации национального проекта «Экология»;
- выработать научно-практические рекомендации по проведению в Российской Федерации трансформации экосистемы «зеленого» финансирования на основе обобщения передового зарубежного опыта.

Объектом исследования являются механизмы «зеленого» финансирования, используемые компаниями для реализации национальных целей обеспечения экологического благополучия.

Предмет исследования – финансово-экономические отношения, формирующие механизмы «зеленого» финансирования в компаниях, и их трансформация.

Методология и методы исследования. Методологическую базу исследования составили основные концепции и теории корпоративных финансов. Использование системного подхода позволило комплексно изучить проблематику исследования.

Для достижения целей исследования применены как теоретические методы (анализ, синтез, классификация, моделирование, индукция и дедукция), так и эмпирические (сравнительный анализ, метод экспертных оценок, метод конкретных ситуаций). Статистические методы (корреляционный и регрессионный анализ) применялись для получения количественных результатов и обоснования выводов. Проведение математических расчетов и графической визуализации исследования осуществлялось при помощи офисного пакета MS Office и платформы Miro.

Информационная база исследования представлена нормативными правовыми актами Российской Федерации, исследованиями российских и зарубежных авторов, данными системы «Электронный бюджет», официальными данными Центрального Банка Российской Федерации, Московской биржи, Единой межведомственной информационно-статистической системы, справочно-правовой системы «Консультант-Плюс». В работе использованы опубликованные доклады и исследования межправительственных организаций (ООН, ОЭСР, МВФ) и аналитические обзоры международных консалтинговых компаний (McKinsey, BCG, E&Y, PwC, Accenture, Deloitte), финансовая и нефинансовая отчетность российских компаний. Помимо этого, используются данные Cbonds, Climate Bonds Initiative.

Область исследования диссертации соответствует п. 23. «Финансовые инвестиции и финансовые инновации. Финансы устойчивого развития. «Зеленые» финансы и экологические инвестиции» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Научная новизна исследования заключается в научно-теоретическом обосновании направлений трансформации механизмов «зеленого» финансирования в российских компаниях и обеспечивающей их экосистемы, позволяющих расширить понимание условий и возможностей обеспечения в Российской Федерации национального экологического благополучия.

Положения, выносимые на защиту:

1) предложен подход к рассмотрению механизмов «зеленого» финансирования в рамках инструмента «зеленого» финансирования, как совокупности способов организации финансово-экономических отношений, возникающих между стейкхолдерами в процессе его использования в компании. Исходя из этого, выявлена группа общих преимуществ, рисков и ограничений, свойственных всем механизмам «зеленого» финансирования в компаниях, а также индивидуальных для стейкхолдеров в зависимости от используемого механизма «зеленого» финансирования в рамках инструмента. Проведенная идентификация преимуществ, рисков и ограничений является основой разработки предложений, направленных на обеспечение соответствия состояния «зеленого» финансирования в компаниях потребностям реализации национальных целей экологического благополучия в Российской Федерации. С учетом современной экономической ситуации обоснован подход к трансформации как постепенному развитию механизмов «зеленого» финансирования (С. 43-59);

2) выявлено влияние макроэкономических факторов на объемы роста рынка «зеленых» облигаций, являющихся основным инструментом «зеленого» финансирования в зарубежных компаниях. Значимыми факторами на основе данных 51 страны являются индекс инновационности и ВВП, из них в группе стран с низким уровнем инновационности, включающих Российскую Федерацию, значимыми факторами являются ВВП и индекс качества государственного регулирования, в группе стран с высоким объемом ВВП, включающих Российскую Федерацию, значимым фактором является объем денежной массы. Выявленные факторы обосновывают необходимость трансформации механизмов «зеленого» финансирования при использовании «зеленых» облигаций российскими компаниями для обеспечения объемов их роста (С. 75-86);

3) предложены методы расчета показателей и критерии эффективности механизмов «зеленого» финансирования в компаниях для стейкхолдеров, выступающих в статусе получателя средств и эмитента (коэффициента затратности при использовании рыночных финансовых инструментов – «зеленых» облигаций, кредитов, займов, прямых инвестиций; коэффициента временного использования средств; упущенной выгоды), инвестора (индекса доходности для держателей «зеленых» облигаций и прямых «зеленых» инвесторов), а также для государства (коэффициент соотношения дисконтированных притоков и оттоков бюджетных средств, связанных с реализацией «зеленого» проекта; эффективность бюджетного финансирования реализации «зеленого» проекта). Апробация методов выявила направления повышения инвестиционной

привлекательности механизмов «зеленого» финансирования для использования компаниями, что позволило разработать обоснованные рекомендации по их трансформации (С. 86-100);

4) разработаны научно-практические рекомендации по трансформации механизмов «зеленого» финансирования в компаниях, направленные на стимулирование использования «зеленых» облигаций (бюджетное субсидирование купонных ставок по «зеленым» облигациям для юридических лиц; предоставление инвестиционного налогового вычета на купонный доход по «зеленым» облигациям для физических лиц; «зеленое» проектное финансирование), развитие квази-инструментов «зеленого» финансирования (расширение перечня компаний, попадающих под критерии инвестиционного налогового кредита; введение корректирующих коэффициентов к расходам на НИОКР по налогу на прибыль; предоставление налоговых льгот для «зеленых» инвестиций в конкретные отрасли), а также создание механизма «зеленого» индивидуального инвестиционного счета для привлечения розничных инвесторов (С. 101-110);

5) разработан комплекс научно-практических рекомендаций по трансформации экосистемы «зеленого» финансирования, обеспечивающий переход от точечной к системной трансформации механизмов «зеленого» финансирования в компаниях с учетом передового зарубежного опыта. Рекомендации включают: определение на федеральном уровне исполнительного органа, ответственного за осуществление «зеленой» трансформации российской экономики; активное вовлечение банковской системы в процесс «зеленой» трансформации экономики; введение обязательных требований к составлению и верификации нефинансовой отчетности для всех публичных компаний и финансового сектора; интеграция ESG-рейтингов в механизмы «зеленого» финансирования; создание централизованной цифровой платформы «зеленого» финансирования на федеральном уровне (С. 110-123).

Теоретическая значимость работы заключается в расширении содержания теории «зеленых» финансов в части формирования и трансформации механизмов «зеленого» финансирования в компаниях, используемых в рамках инструментов «зеленого» финансирования, методов оценки эффективности механизмов «зеленого» финансирования в компаниях для разных стейкхолдеров, а также содержания экосистемы «зеленого» финансирования на национальном уровне.

Практическая значимость работы состоит в том, что полученные результаты исследования могут использовать различные стейкхолдеры – участники «зеленого»

финансирования (субъекты, реализующие «зеленые» проекты, эмитенты «зеленых» облигаций, частные инвесторы, банки, институты развития, государство) – для повышения инвестиционной привлекательности и эффективности механизмов «зеленого» финансирования, в том числе при реализации национального проекта «Экологическое благополучие».

Самостоятельную практическую значимость имеют:

- методические подходы к оценке эффективности механизмов «зеленого» финансирования в компаниях для стейкхолдеров;
- научно-практические рекомендации по трансформации механизмов «зеленого» финансирования в российских компаниях с учетом зарубежного опыта;
- научно-практические подходы к трансформации экосистемы «зеленого» финансирования с учетом зарубежного опыта.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования.

Гарантом достоверности исследования выступает корректность использования нормативно-правовых актов Российской Федерации, а также актуальных методов исследования.

Основные результаты исследования апробированы на научных конференциях: на IV Международной научно-практической конференции «Финансы устойчивого развития: вызовы и стратегии 2023» (Москва, РУДН, 2 марта 2023 г.), на LXXVIII Международной научно-практической конференции «Актуальные вопросы экономических наук и современного менеджмента» (г. Новосибирск, ООО «СибАК», 20 января 2024 г.), на XV Международной научно-практической конференции «Научное обозрение: актуальные вопросы теории и практики» (г. Пенза, МЦНС «Наука и Просвещение», 10 января 2024 г.).

Материалы диссертации использованы при выполнении научно-исследовательской работы по теме: «Оценка эффективности финансово-экономических механизмов реализации национального проекта «Экология» и разработка комплекса мер по их совершенствованию» (Государственное задание, приказ Финуниверситета от 26.04.2023 № 1174/о) в части подготовки подраздела 4.1. Анализ зарубежного опыта использования инструментов внебюджетного финансового обеспечения национальных экологических проектов.

Материалы исследования используются в практической деятельности ООО «Интерэкспертиза-Верификация». В деятельность организации внедрены следующие результаты исследования: выявленные риски и ограничения механизмов

«зеленого» финансирования в рамках инструментов «зеленого» финансирования и статуса стейкхолдера, а также предложенная их систематизация на общие и индивидуальные; факторы, влияющие на рост рынка «зеленых» облигаций. Полученные результаты исследования способствуют повышению качества проведения верификации инструментов «зеленого» финансирования.

Материалы диссертации используются Кафедрой корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса Финансового университета при разработке кейсов для дисциплины «ESG инвестирование» для студентов, обучающихся по направлению подготовки 38.03.01 «Экономика», образовательная программа «Корпоративные финансы», профиль «Экономика корпорации и ESG инвестирование (с частичной реализацией на английском языке)».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Положения исследования отражены в четырех научных работах общим объемом 1,76 п.л. (весь объем авторский), опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации определены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, состоящего из 227 наименований, и 13 приложений. Текст диссертации изложен на 207 страницах, содержит 42 таблицы, 32 рисунка, 14 формул.

II Основное содержание работы

В соответствии с целью и задачами исследования получены и обоснованы следующие научные результаты.

Предложен подход к рассмотрению механизмов «зеленого» финансирования в рамках инструмента «зеленого» финансирования, как совокупности способов организации финансово-экономических отношений, возникающих между стейкхолдерами в процессе его использования в компании. Исходя из этого, выявлена группа общих преимуществ, рисков и ограничений, свойственных всем механизмам «зеленого» финансирования в компаниях, а также индивидуальных для стейкхолдеров в зависимости от используемого механизма «зеленого» финансирования в рамках инструмента. Проведенная идентификация преимуществ, рисков и ограничений является основой разработки предложений,

направленных на обеспечение соответствия состояния «зеленого» финансирования в компаниях потребностям реализации национальных целей экологического благополучия в Российской Федерации. С учетом современной экономической ситуации обоснован подход к трансформации как постепенному развитию механизмов «зеленого» финансирования.

Проведенный анализ реализации в 2019-2024 гг. национального проекта «Экология», а также национального проекта «Экологическое благополучие», запущенного в 2025 г., показал несоответствие состояния «зеленого» финансирования потребностям реализации национальных целей экологического благополучия, в том числе в части преобладания бюджетных средств и недостаточности привлечения внебюджетных средств на финансовом рынке. Это позволяет сделать вывод о необходимости трансформации, как механизмов «зеленого» финансирования в компаниях, так и обеспечивающей их функционирование экосистемы «зеленого» финансирования.

Механизм «зеленого» финансирования рассматривается как совокупность способов организации финансово-экономических отношений между стейкхолдерами в рамках использования в компании инструмента «зеленого» финансирования. При этом каждый стейкхолдер выступает в определенном статусе: З – заемщик, И – инвестор, Б – бенефициар. Результатом финансово-экономических отношений является приобретаемая форма существования используемых финансовых ресурсов для каждого из стейкхолдеров: ФО – финансовые обязательства, ДИ – долевой инструмент, ФА – финансовые активы, ПК – приток капитала, ОК – отток капитала, БР – бюджетные расходы – БР, как представлено в таблице 1.

Выявленные преимущества, риски и ограничения механизмов «зеленого» финансирования в компаниях систематизированы на общие, присущие всем механизмам «зеленого» финансирования, независимо от используемого инструмента «зеленого» финансирования и статуса стейкхолдера, и индивидуальные для стейкхолдера в зависимости от используемого механизма «зеленого» финансирования, как представлено в таблице 2.

Анализ показал, что индивидуальными преимуществами и ограничениями механизмов «зеленого» финансирования в компаниях являются, прежде всего, финансовые аспекты, такие как доступность необходимых объемов, затратность привлечения средств и налоговая поддержка. Данные аспекты учтены при определении направлений трансформации механизмов «зеленого» финансирования в компаниях в рамках соответствующих инструментов.

Таблица 1 – Механизмы «зеленого» финансирования в компаниях в рамках инструментов «зеленого» финансирования

Инструменты «зеленого» финансирования	Стейкхолдеры								
	Организации, реализующие «зеленые» проекты	Коммерческие банки	Частные инвесторы	Финансовые институты развития	Специализированное финансовое общество / Специализированное общество проектного финансирования	Управляющие компании «зеленых» ПИФов	Венчурные фонды	Органы исполнительной власти в Российской Федерации	
								федеральные, субъектов Российской Федерации	органы местного самоуправления
«Зеленые» облигации	З(ФО)	И(ФА), З(ФО)	И(ФА)	З(ФО), И(ФА)	З(ФО)	–	–	З(ФО)	З(ФО)
«Зеленые» кредиты и займы	З(ФО)	И(ФА), З(ФО)	И(ФА)	И(ФА)	И(ФА)	–	–	И(ФА)	И(ФА)
Синдицированные «зеленые» кредиты	З(ФО)	И(ФА), З(ФО)	–	И(ФА)	–	–	–	–	–
Бюджетные инвестиции	Б(ДИ)	–	–	–	–	–	–	И(ФА)	И(ФА)
«Зеленые» субсидии	Б(ПК)	Б(ПК)	–	И(ОК)	–	–	–	И(БР)	И(БР)
«Зеленые» гранты	Б(ПК)	–	–	И(ОК)	–	–	–	И(БР)	И(БР)
«Зеленые» сертификаты	Б(ПК), Б(ОК)	–	–	–	–	–	–	–	–
«Зеленые» ПИФы	–	–	И(ФА)	–	–	И(ФА)	–	–	–
«Зеленые» венчурные инвестиции	З(ФО)	–	–	И(ФА)	–	–	И(ФА)	–	–
«Зеленый» краудфандинг, краудлендинг, краудинвестинг	Б(ПК), З(ФО), Б(ДИ)	–	И(ФА)	–	–	–	–	–	–
Инвестиционный налоговый кредит	З(ФО)	–	–	–	–	–	–	И(ФА)	И(ФА)
Экологические налоги и платежи	Б(ПК)	–	–	–	–	–	–	И(БР)	И(БР)
Налоговые льготы	Б(ПК)	–	Б(ПК)	–	–	–	–	И(БР)	И(БР)

Источник: составлено автором.

Современное состояние экономики в Российской Федерации позволяет осуществлять трансформацию как постепенное развитие механизмов и экосистемы «зеленого» финансирования, а не резкие изменения. Такой подход к трансформации определяют такие ученые, как А. Маршалл, Д. Норт, Р. Нельсон, С. Уинтер, К. Эрроу, Д. Родрик и У.Б. Артур. Кроме того, именно в таком аспекте рассматривают трансформацию системы «зеленого» финансирования международные организации, такие как Международный Валютный Фонд и ОЭСР.

Таблица 2 – Систематизация преимуществ, рисков и ограничений механизмов «зеленого» финансирования

Преимущества	Риски	Ограничения
Общие		
Стимулирование реализации «зеленых» проектов в конкретных видах экономической деятельности / отраслях	Введение санкций к участникам финансовой инфраструктуры	Целевой характер финансирования
Улучшение экологического благополучия населения	Ужесточение налоговой политики в области «зеленого» финансирования	Высокая ключевая ставка Банка России
Улучшение ESG-имиджа / рейтинга	Переоценка реального положительного воздействия на экологию	–
	Риски, связанные со сложностью технических расчетов «зеленого» проекта	–
Индивидуальные		
Вовлечение в «зеленое» финансирование рыночных инвесторов	Неэффективное использование бюджетных средств в результате не достижения целевых показателей «зеленого» финансирования	Обязательные требования к публичному раскрытию информации
Привлечение более дешевого инструмента «зеленого» финансирования	–	Обязательные требования к непубличному раскрытию информации
Повышение конкурентоспособности товаров и услуг	–	Дополнительные расходы по привлечению инструмента «зеленого» финансирования
Диверсификация инвестиционного портфеля	–	Законодательные ограничения по объему привлекаемого инструмента финансирования
Проведение дополнительной экспертизы со стороны коммерческих банков и страховых компаний	–	Снижение налоговых поступлений
Разделение рисков и ответственности в рамках реализации «зеленых» проектов	–	–
Привлечение дополнительных источников финансирования	–	–
Безвозмездный характер получения финансирования	–	–
Дополнительные налоговые льготы	–	–

Источник: составлено автором.

Выявлено влияние макроэкономических факторов на объемы роста рынка «зеленых» облигаций, являющихся основным инструментом «зеленого» финансирования в зарубежных компаниях. Значимыми факторами на основе данных 51 страны являются индекс инновационности и ВВП, из них в группе стран с низким уровнем инновационности, включающих Российскую Федерацию, значимыми факторами являются ВВП и индекс качества государственного регулирования, в группе стран с высоким объемом ВВП, включающих Российскую Федерацию, значимым фактором является объем денежной массы. Выявленные факторы обосновывают необходимость трансформации механизмов «зеленого» финансирования при использовании «зеленых» облигаций российскими компаниями для обеспечения объемов их роста.

Анализ зарубежного опыта показал, что «зеленые» облигации являются системообразующим инструментом «зеленой» трансформации экономики. При этом доля выпуска российскими компаниями «зеленых» облигаций в мире, являясь незначительной, сократилась в 2023 г. по сравнению с 2021 г. с 0,3% до 0,1%. На основе анализа исследований C. Tolliver, A.R. Keeley, S. Managi, C.J. García, B. Herrero, J.L. Miralles-Quiros, M. Miralles-Quiros, A. Dan, A. Tiron-Tudor, D. Azhgaliyeva, Ю.А. Тарасова, Е.И. Ляшко и других отобраны 15 факторов, которые по мнению авторов могут оказывать влияние на рост рынка «зеленых» облигаций, используемых компаниями в качестве инструмента «зеленого» финансирования. Факторы объединены в четыре группы: уровень инновационности, уровень устойчивости развития, институциональные факторы, макроэкономические показатели.

Корреляционно-регрессионный анализ влияния отобранных факторов на объем выпуска компаниями «зеленых» облигаций проведен по трем выделенным группам стран:

- в группе из 51 страны, включая Российскую Федерацию, в том числе 28 развитых и 23 развивающихся стран из разных регионов мира, составляющих в совокупности 59% мирового ВВП, и с суммарным объемом выпуска «зеленых» облигаций за 2014-2022 гг. около 2 трлн долларов США. В данной группе статистически значимыми факторами являются индекс инновационности и ВВП. Значение R-квадрата составило 0,83;

- в группе из 17 стран, включая Российскую Федерацию, близких к Российской Федерации по уровню инновационного развития. На основе данных Всемирной организации интеллектуальной собственности с использованием метода перцентилей трех групп стран – с высоким, средним и низким уровнем инновационности – определено, что Российская Федерация входит в группу стран с низким уровнем

инновационности, на долю которых приходится 3% объема выпуска «зеленых» облигаций и 13% ВВП первоначальной выборки стран. В данной группе статистически значимым фактором является индекс качества государственного регулирования. Значение R-квадрата составило 0,86;

– в группе из 17 стран, включая Российскую Федерацию, по уровню ВВП. На основе данных Всемирного банка с использованием метода перцентилей трех групп стран Российская Федерация вошла в группу с наибольшим объемом ВВП. На долю этих стран приходится 75% ВВП и 85% выпуска «зеленых» облигаций первоначальной выборки стран. В данной группе статистически значимым фактором является объем денежной массы. Значение R-квадрата составило 0,86.

Таким образом, полученные результаты подтверждают обоснованность трансформации механизмов «зеленого» финансирования в компаниях в рамках инструмента «зеленых» облигаций как постепенного развития, а также определяют ее направления в части повышения уровня инновационности хозяйствующих субъектов и стимулирования привлечения розничных инвесторов на фондовый рынок.

Предложены методы расчета показателей и критерии эффективности механизмов «зеленого» финансирования в компаниях для стейкхолдеров, выступающих в статусе получателя средств и эмитента (коэффициента затратности при использовании рыночных финансовых инструментов – «зеленых» облигаций, кредитов, займов, прямых инвестиций; коэффициента временного использования средств; упущенной выгоды), инвестора (индекса доходности для держателей «зеленых» облигаций и прямых «зеленых» инвесторов), а также для государства (коэффициент соотношения дисконтированных притоков и оттоков бюджетных средств, связанных с реализацией «зеленого» проекта; эффективность бюджетного финансирования реализации «зеленого» проекта). Апробация методов выявила направления повышения инвестиционной привлекательности механизмов «зеленого» финансирования для использования компаниями, что позволило разработать обоснованные рекомендации по их трансформации;

В работе предложены показатели и критерии эффективности механизмов «зеленого» финансирования в компаниях для основных групп стейкхолдеров:

1) Выступающих в статусе получателей средств и эмитентов: коэффициент временного использования средств ($K_{\text{ВИС}}$); упущенная выгода от использования средств (УВ); коэффициенты затратности использования «зеленых» облигаций (K_3^O), «зеленых» кредитов и займов (K_3^{K3}), прямых «зеленых» инвестиций ($K_3^{\text{ПИ}}$), как представлено в таблице 3.

Таблица 3 – Показатели и критерии эффективности механизмов «зеленого» финансирования в компаниях для стейкхолдеров, выступающих в статусе получателей средств, эмитентов и инвесторов

Показатель	Формула	Описание
1	2	3
Коэффициентом временного использования средств ($K_{\text{вис}}$)	$K_{\text{вис}} = \frac{П_{\text{ис}}}{П_{\text{пс}}}, \quad (1)$ Критерий эффективности: $K_{\text{вис}} \rightarrow \max$	где $П_{\text{ис}}$ – период использования средств – это количество дней от даты поступления средств от инвестора до даты их полного возврата инвестору; $П_{\text{пс}}$ – период, связанный с привлечением средств – это количество дней от даты начала процесса оформления документов для привлечения средств от инвестора до даты полного возврата средств инвестору
Упущенная выгода от использования средств ($УВ$)	$УВ = NPV_0 - NPV_{\phi}, \quad (2)$ Критерий эффективности: $УВ \rightarrow \min$ $NPV_0 = \sum_{t=0}^N \frac{CF_{0t} - CF_{it}}{(1+r)^t}, \quad (3)$ $NPV_{\phi} = \sum_{t=i}^N \frac{CF_{0t} - CF_{it}}{(1+r)^t}, \quad (4)$	Где NPV_0 – чистая приведенная стоимость по проекту в случае его реализации за период с даты начала процесса оформления документов для привлечения средств; NPV_{ϕ} – чистая приведенная стоимость по проекту в результате его реализации. CF_{0t} – денежный поток по текущей деятельности от реализации проекта, финансируемого с использованием данного механизма в периоде t; CF_{it} – денежный поток по инвестиционной деятельности от реализации проекта, финансируемого с использованием данного механизма в периоде t; $t = 0$ – дата начала процесса оформления документов для привлечения средств посредством механизма финансирования; $t = i$ – дата фактического начала реализации проекта; N – продолжительность расчетного периода реализации «зеленого» проекта; r – ставка дисконтирования по «зеленому» проекту
Коэффициент затратности использования «зеленых» облигаций (K_3^O)	$K_3^O = \sum_{t=0}^n \frac{T_{\text{пр}t} \times (1-T) + P_{\text{дв}t} \times (1-T) + \frac{H_t - P_{O_t}}{n} \times (1-T)}{(1+r)^t} \div \sum P_{O_t} - P_{OB_t} \times (1-T) - P_{Л_t} - P_{A_t}, \quad (5)$ Критерий эффективности: $K_3^O \rightarrow \min$	где $T_{\text{пр}t}$ – сумма текущих процентных расходов по облигациям в периоде t; T – ставка налога на прибыль, в долях; $P_{\text{дв}t}$ – платежи за дополнительные услуги (оплата услуг реестродержателя, депозитария, расходы, связанные с получением информации в соответствии с законодательством Российской Федерации, и другие) в периоде t, руб.; H_t – сумма погашаемой номинальной стоимости размещенных облигаций в периоде t, руб.; P_{O_t} – объем привлеченных средств от размещения облигаций в периоде t, руб.; P_{OB_t} – расходы на организацию выпуска облигаций (на подготовку проспекта эмиссии ценных бумаг, изготовление или приобретение бланков, регистрацию ценных бумаг) в периоде t, руб.; $P_{Л_t}$ – расходы на листинг в периоде t, руб.; P_{A_t} – расходы на андеррайтинг в периоде t, руб.; $t = 0$ – дата начала процесса эмиссии облигаций; n – продолжительность срока обращения облигаций; r – ставка дисконтирования

Продолжение таблицы 3

1	2	3
Коэффициент затратности использования «зеленых» кредитов и займов (K_3^{K3})	$K_3^{K3} = \sum_{t=0}^n \frac{T_{прt} \times (1-T) + P_{роt}}{(1+r)^t} \div \sum P_{K3t}, \quad (6)$ Критерий эффективности: $K_3^{K3} \rightarrow \min$	где $T_{прt}$ – сумма текущих процентных затрат по кредитам и займам в периоде t; T – ставка налога на прибыль, в долях; P_{K3t} – объем средств, полученных по кредиту/займу в периоде t, руб.; $P_{роt}$ – расходы, связанные с обременением, в том числе залоговым (оценка и страхование залога, затраты по полученным гарантиям и поручительствам) в периоде t, руб.; $t = 0$ – дата начала процесса оформления кредитного договора/договора займа; n – продолжительность расчетного периода предоставления кредита/займа; r – ставка дисконтирования
Коэффициент затратности использования прямых «зеленых» инвестиций ($K_3^{ПИ}$)	$K_3^{ПИ} = \sum_{t=0}^n \frac{\frac{Див_t}{(1-T)} + P_{дуt} \times (1-T)}{(1+r)^t} \div \sum П_{пит} - P_{овt} \times (1-T) - P_{лт} - P_{ат}, \quad (7)$ Критерий эффективности: $K_3^{ПИ} \rightarrow \min$	где $Див_t$ – сумма дивидендных выплат в периоде t; T – ставка налога на прибыль, в долях; $P_{дуt}$ – платежи за дополнительные услуги (оплата услуг реестродержателя, депозитария, расходы, связанные с получением информации в соответствии с законодательством Российской Федерации, и другие) в периоде t, руб.; $П_{пит}$ – объем привлеченных средств от размещения прямых инвестиций (акций, долей в уставный капитал) в периоде t, руб.; $P_{овt}$ – расходы на организацию выпуска акций/прямых инвестиций (на подготовку проспекта эмиссии ценных бумаг, изготовление или приобретение бланков, регистрацию ценных бумаг) в периоде t, руб.; $P_{лт}$ – расходы на листинг в периоде t, руб.; $P_{ат}$ – расходы на андеррайтинг в периоде t, руб.; $t = 0$ – дата начала процесса эмиссии акций/прямых инвестиций; N – продолжительность расчетного периода реализации «зеленого» проекта; r – ставка дисконтирования
Индекс доходности дисконтированных инвестиций для займодавцев, предоставляющих «зеленые» кредиты и займы ($I_{дди}^{K3}$)	$I_{дди}^{K3} = \sum_{t=0}^n \frac{T_{пдt} \times (1-T) + C_{псt} + Д_{пт} + Д_{пуt} \times (1-T)}{(1+R)^t} \div \sum Д_{вт}, \quad (8)$ Критерий эффективности: $I_{дди}^{K3} \rightarrow \max$	где $T_{пдt}$ – сумма текущих процентных доходов по кредиту/займу в периоде t; T – ставка налога на прибыль, в долях; $C_{псt}$ – объем субсидии, получаемой в рамках государственной программы субсидирования процентных ставок в периоде t, руб.; $Д_{пт}$ – объем средств, возвращаемых в качестве погашения основной суммы долга по кредиту/займу в периоде t, руб.; $Д_{пуt}$ – дополнительные доходы, связанные с обслуживанием выданного кредита/займа в периоде t, руб.; $Д_{вт}$ – объем выданного кредита/займа в периоде t, руб.; $t = 0$ – дата начала выдачи кредита/займа; n – продолжительность расчетного периода предоставления кредита/займа; R – ставка дисконтирования, принятая займодавцем

Продолжение таблицы 3

1	2	3
Индекс доходности дисконтированных инвестиций для держателей «зеленых» облигаций ($I_{\text{ДДИ}}^O$)	$I_{\text{ДДИ}}^O = \sum_{t=0}^n \frac{T_{\text{ПР}_t} \times (1-T) - P_{\text{ТДУ}_t} \times (1-T) + H_t}{(1+R)^t} \div \sum C_{\text{ПО}_t} - P_{\text{РДУ}_t} \times (1-T), \quad (9)$ Критерий эффективности: $I_{\text{ДДИ}}^O \rightarrow \max$	где $T_{\text{ПР}_t}$ – сумма текущих процентных доходов по облигациям в периоде t; T – ставка налога (на прибыль, НДФЛ) на доходы, полученные держателями облигаций в соответствии с НК РФ, в долях; $P_{\text{ТДУ}_t}$ – текущие платежи за дополнительные услуги (оплата услуг реестродержателя, депозитария, расходы, связанные с получением информации в соответствии с законодательством Российской Федерации и другие) в периоде t, руб.; H_t – сумма погашаемой номинальной стоимости размещенных облигаций в периоде t, руб.; $C_{\text{ПО}_t}$ – стоимость приобретения облигаций в периоде t, руб.; $P_{\text{РДУ}_t}$ – разовые платежи за дополнительные услуги при приобретении облигаций в периоде t, руб.; $t = 0$ – дата приобретения инвестором-держателем «зеленых» облигаций; n – продолжительность срока обращения облигаций; R – ставка дисконтирования, принятая инвестором-держателем «зеленых» облигаций
Индекс доходности дисконтированных инвестиций для прямых «зеленых» инвесторов ($I_{\text{ДДИ}}^{\text{ПИ}}$)	$I_{\text{ДДИ}}^{\text{ПИ}} = \sum_{t=0}^n \frac{\text{Див}_t \times (1-N_{\text{Див}}) - P_{\text{ТДУ}_t} \times (1-T) + P_{\text{ПИ}_t}}{(1+R)^t} \div \sum C_{\text{ПИ}_t} - P_{\text{РДУ}_t}, \quad (10)$ Критерий эффективности: $I_{\text{ДДИ}}^{\text{ПИ}} \rightarrow \max$	где Див_t – сумма дивидендных выплат в периоде t; $N_{\text{Див}}$ – ставка налога на доходы в виде дивидендов, в долях; $P_{\text{ТДУ}_t}$ – текущие платежи за дополнительные услуги (оплата услуг реестродержателя, депозитария, расходы, связанные с получением информации в соответствии с законодательством Российской Федерации, и другие) в периоде t, руб.; T – ставка налога (на прибыль, НДФЛ), в долях; $P_{\text{ПИ}_t}$ – рыночная стоимость прямых инвестиций на дату завершения реализации «зеленого» проекта, руб.; $P_{\text{РДУ}_t}$ – разовые платежи за дополнительные услуги при приобретении облигаций в периоде t, руб.; $C_{\text{ПИ}_t}$ – стоимость приобретения прямым инвестором акций/доли в уставном капитале в периоде t, руб.; $t = 0$ – дата приобретения прямым инвестором акций/доли в уставном капитале; N – продолжительность расчетного периода реализации «зеленого» проекта; R – ставка дисконтирования, принятая прямым инвестором

Источник: составлено автором.

2) Инвесторов, осуществляющих «зеленое» финансирование: индекс доходности дисконтированных инвестиций, соответственно, для займодавцев, предоставляющих «зеленые» кредиты и займы ($I_{\text{ДДИ}}^{\text{КЗ}}$), держателей «зеленых» облигаций ($I_{\text{ДДИ}}^{\text{О}}$), прямых «зеленых» инвесторов ($I_{\text{ДДИ}}^{\text{ПИ}}$), как представлено в таблице 3.

3) Государства, участвующего в финансировании «зеленых» проектов: коэффициент соотношения дисконтированных притоков и оттоков бюджетных средств, связанных с реализацией «зеленого» проекта ($K_{\text{СДПО}}^{\text{БС}}$); эффективность бюджетного финансирования реализации «зеленого» проекта ($P_{\text{БФ}}$), как представлено в таблице 4.

Таблица 4 – Показатели и критерии эффективности механизмов «зеленого» финансирования в компаниях для государства, участвующего в финансировании «зеленых» проектов

Показатель	Формула	Описание
Коэффициент соотношения дисконтированных притоков и оттоков бюджетных средств ($K_{\text{СДПО}}^{\text{БС}}$)	$K_{\text{СДПО}}^{\text{БС}} = \left[\sum_{t=1}^N \frac{P_{\text{БС}_t}}{(1+R)^t} + \sum_{t=1}^N \frac{\Delta D_{\text{БС}_t}}{(1+R)^t} \right] \div \left[\sum_{t=1}^N \frac{O_{\text{БС}_t}}{(1+R)^t} + \sum_{t=1}^N \frac{\Delta P_{\text{БС}_t}}{(1+R)^t} \right], \quad (11)$ Критерий эффективности: $K_{\text{СДПО}}^{\text{БС}} \geq 1$	где $P_{\text{БС}_t}$ – притоки бюджетных средств в периоде t; $\Delta D_{\text{БС}_t}$ – увеличение доходов бюджетных средств, обусловленное влиянием проекта, в периоде t; $O_{\text{БС}_t}$ – оттоки бюджетных средств в периоде t; $\Delta P_{\text{БС}_t}$ – увеличение расходов бюджетных средств, обусловленное влиянием проекта, в периоде t; N – продолжительность расчетного периода реализации «зеленого» проекта; R – норма дисконта отражает альтернативную стоимость бюджетных средств, устанавливается федеральными и региональными органами власти, по заданию которых оценивается бюджетная эффективность проектов
Эффективность бюджетного финансирования реализации «зеленого» проекта ($P_{\text{БФ}}$)	$P_{\text{БФ}} = \frac{B_{\text{НЭ}}}{O_{\text{БС}_t} + \Delta P_{\text{БС}_t}}, \quad (12)$ Критерий эффективности: $P_{\text{БФ}} \geq P_{\text{ФП}}^{\text{НЭ}}$	где $B_{\text{НЭ}}$ – вклад «зеленого» проекта в достижение целевых показателей федерального проекта национального проекта «Экология»/«Экологическое благополучие»; $O_{\text{БС}_t}$ – оттоки бюджетных средств за период реализации «зеленого» проекта; $\Delta P_{\text{БС}_t}$ – увеличение расходов бюджетных средств за период реализации «зеленого» проекта; $P_{\text{ФП}}^{\text{НЭ}}$ – эффективность реализации федерального проекта национального проекта «Экология» / «Экологическое благополучие», в рамках которого реализуется «зеленый» проект

Источник: составлено автором.

Основу предложенных методов расчета составляют денежные потоки, опосредуемые движение финансовых ресурсов в процессе использования механизмов

«зеленого» финансирования в компаниях, что позволяет определить способы минимизации их оттоков и максимизации притоков.

Апробация методов проведена на примере зеленых биржевых облигаций (RU000A104Z48, RU000A107A28 и RU000A103AT8), «зеленого» кредита, полученного ПАО «Газпром нефть», и прямых «зеленых» инвестиций, привлеченных ППК «РЭО». Для получателей средств и эмитентов затратность механизмов «зеленого» финансирования распределилась следующим образом: с использованием прямых инвестиций – 30,6%, облигаций – 21-25%, кредита – 12,5%. Для займодавцев при использовании тех же инструментов дисконтированная доходность механизмов «зеленого» финансирования близка к единице по облигациям (0,98) и кредиту (0,91), по прямым инвестициям составила 0,69. Таким образом, необходима трансформация механизмов «зеленого» финансирования в рамках использования компаниями «зеленых» облигаций и прямых инвестиций.

Разработаны научно-практические рекомендации по трансформации механизмов «зеленого» финансирования в компаниях, направленные на стимулирование использования «зеленых» облигаций (бюджетное субсидирование купонных ставок по «зеленым» облигациям для юридических лиц; предоставление инвестиционного налогового вычета на купонный доход по «зеленым» облигациям для физических лиц; «зеленое» проектное финансирование), развитие квази-инструментов «зеленого» финансирования (введение корректирующих коэффициентов к расходам на НИОКР по налогу на прибыль; предоставление налоговых льгот для «зеленых» инвестиций в конкретные отрасли), а также создание механизма «зеленого» индивидуального инвестиционного счета для привлечения розничных инвесторов.

На основе результатов, полученных при анализе рисков и ограничений использования различных механизмов «зеленого» финансирования, апробации предложенных методов оценки их эффективности, выявленных факторах роста объемов «зеленых» облигаций, а также с учетом зарубежного опыта и текущей экономической ситуации в Российской Федерации, разработаны следующие научно-практические рекомендации по трансформации механизмов «зеленого» финансирования в компаниях:

1) Направленные на стимулирование роста объема «зеленых» облигаций, включающие:

а) предоставление компаниям – эмитентам «зеленых» облигаций – субсидий из федерального бюджета на компенсацию части затрат на выплату купонного дохода.

Размер субсидии должен покрывать разницу между заявленной при эмиссии доходностью «зеленой» облигации и среднегодовой доходностью облигаций федерального займа сроком от 5 лет, размещенных на момент проведения эмиссии «зеленой» облигации.

Данная мера поддержки может применяться только при соблюдении со стороны компании-эмитента следующих критериев:

- выпуск «зеленых» облигаций должен быть верифицирован и соответствовать положениям национальной таксономии;
- выпуску «зеленых» облигаций должен быть присвоен кредитный рейтинг не ниже категории А по международной шкале кредитных рейтингов.

В качестве механизма предоставления субсидий предлагается использовать налоговый вычет по налогу на прибыль организаций в части налога, зачисляемого в федеральный бюджет;

б) предоставление инвестиционного налогового вычета на купонный доход по «зеленым» облигациям для физических лиц.

В настоящее время инструмент инвестиционного налогового вычета по НДФЛ применяется в российском налоговом законодательстве. Расширение перечня объектов его применения со стороны государства свидетельствует о действенности данного инструмента. Таким образом, данная мера будет стимулировать спрос на «зеленые» облигации со стороны розничных инвесторов, активность которых на российском фондовом рынке увеличилась в последние годы;

с) «зеленое» проектное финансирование.

Для финансирования «зеленых» проектов организаций малого и среднего бизнеса с использованием инструментов фондового рынка необходимо развитие института «зеленых» специализированных финансовых обществ (далее – ЗСФО) или «зеленых» специализированных обществ проектного финансирования (далее – ЗСОПФ), которые могут выходить на рынок зеленых, социальных и устойчивых облигаций. Для этого «зеленые» проекты должны осуществляться в форме проектного финансирования, а их финансирование со стороны ЗСФО или ЗСОПФ будет представлять стандартизированный процесс. Данная мера поддержки целесообразна для организаций

малого и среднего бизнеса, которые не могут привлекать финансирование в Секторе устойчивого развития на Московской бирже.

2) Направленные на развитие квази-инструментов «зеленого» финансирования, включающие:

а) введение повышенного корректирующего коэффициента к расходам на «зеленый» НИОКР по налогу на прибыль организаций.

Для расходов на «зеленые» НИОКР предлагается применять дополнительный целевой повышающий коэффициент 0,5 к действующему общему коэффициент 2. Условием для применения корректирующего коэффициента должно являться соответствие данных расходов критериям «зеленых» проектов согласно национальной таксономии.

Снижение налогооблагаемой базы для компаний, инвестирующих в «зеленые» НИОКР, позволит стимулировать разработку и последующее внедрение «зеленых» технологий. При этом данная налоговая мера создает фундамент для спроса на «зеленое» долговое финансирование со стороны компаний, разработавших и внедряющих «зеленые» технологии на основе стимулированных НИОКР, для реализации этих проектов. Такие проекты, основанные на инновациях, будут более привлекательными для инвесторов, ищущих объекты для «зеленых» инвестиций. Таким образом, предложенная мера станет драйвером развития рынка «зеленого» финансирования, делая его более инновационным и привлекательным для частного капитала;

б) предоставление налоговых льгот для «зеленых» инвестиций в конкретные отрасли.

Данная мера направлена на стимулирование реализации организациями «зеленых» проектов в приоритетных для государства сферах. Введение налоговых льгот по налогам, связанным непосредственно с реализацией «зеленого» проекта, позволит снизить налоговую нагрузку на проект, повысить его доходность и, соответственно, инвестиционную привлекательность для инвесторов.

с) создание «зеленого» индивидуального инвестиционного счета (далее – ИИС).

Для стимулирования «зеленых» инвестиций розничных инвесторов в долговые и долевыми инструменты компаний предлагается создание в рамках ИИС-3 «зеленого» ИИС, на который распространяются все условия ИИС-3. При этом при ограничении количества открываемых ИИС-3 – максимально трех – «зеленый» ИИС может быть открыт в качестве дополнительного четвертого ИИС.

С позиции государства данная мера должна стимулировать не просто приток инвесторов в «зеленые» инструменты и компании, а формирование долгосрочных «зеленых» инвестиций физических лиц. С позиции розничных инвесторов данный тип ИИС является возможностью содействовать «зеленой» трансформации экономики и получать инвестиционный налоговый вычет.

Разработан комплекс научно-практических рекомендаций по трансформации экосистемы «зеленого» финансирования, обеспечивающий переход от точечной к системной трансформации механизмов «зеленого» финансирования в компаниях с учетом передового зарубежного опыта. Рекомендации включают: определение на федеральном уровне исполнительного органа, ответственного за осуществление «зеленой» трансформации российской экономики; активное вовлечение банковской системы в процесс «зеленой» трансформации экономики; введение обязательных требований к составлению и верификации нефинансовой отчетности для всех публичных компаний и финансового сектора; интеграция ESG-рейтингов в механизмы «зеленого» финансирования; создание централизованной цифровой платформы «зеленого» финансирования на федеральном уровне.

В рамках данного исследования под экосистемой «зеленого» финансирования понимаем совокупность институтов, инструментов, стейкхолдеров, участвующих в процессе привлечения и использования финансовых ресурсов для реализации «зеленых» проектов в компаниях в рамках действующей нормативно-правовой базы. Исходя из этого, основными элементами экосистемы «зеленого» финансирования в Российской Федерации являются: инструменты «зеленого» финансирования; юридические лица и индивидуальные предприниматели, реализующие «зеленые» проекты; органы государственной власти и контроля; финансовые институты; инвесторы; верификаторы «зеленых» финансовых инструментов; организации, осуществляющие рейтингование; субъекты, участвующие в формировании отчетности; общая инфраструктура. Между всеми элементами экосистемы «зеленого» финансирования выявлены взаимосвязи.

На основе системного анализа российской практики, а также с учетом международного опыта предлагаем следующие научно-практические рекомендации по развитию экосистемы «зеленого» финансирования в Российской Федерации:

1) Определение на федеральном уровне исполнительного органа, ответственного за осуществление «зеленой» трансформации российской экономики.

Анализ практики «зеленой» трансформации экономики в мире свидетельствует о наличии в странах конкретного органа государственной власти, отвечающего за

данный процесс. В Российской Федерации Банком России и Государственной Думой Российской Федерации созданы рабочие группы. Однако единый орган, координирующий всех участников процесса во избежание несогласованности их действий, отсутствует. В частности, функция по координации за осуществлением «зеленой» трансформации российской экономики может быть возложена на Минэкономразвития России.

2) Активное вовлечение банковской системы в процесс «зеленой» трансформации экономики.

Основными направлениями должны стать: а) отказ кредитных организаций от финансирования проектов в секторах, наносящих вред экологии, а также снижение срока кредитования, сокращение размера лимитов на финансирование; б) предоставление со стороны Банка России льготного финансирования для коммерческих банков, работающих с «зелеными» проектами.

3) Введение обязательных требований к составлению и верификации нефинансовой отчетности для всех публичных компаний и финансового сектора.

Зарубежный опыт в области нефинансовой отчетности свидетельствует как о наличии обязательных требований к предоставлению компаниями нефинансовой отчетности, так и по унификации требований к ее составлению. Проведенный анализ российского и зарубежного опыта в области подготовки нефинансовой отчетности позволяет сформировать следующие предложения:

- введение обязательного требования к публикации и верификации нефинансовой отчетности для всех публичных компаний в Российской Федерации, а также для всего финансового сектора. Данная мера позволит не только увеличить количество компаний, публикующих данные об устойчивом развитии, но и повысить качество предоставляемых данных;

- разработка национальных стандартов публикации нефинансовой отчетности компаниями на базе международных стандартов, а также рекомендаций Банка России и Минэкономразвития России. Гармонизация национальных стандартов с международными будет способствовать повышению инвестиционной привлекательности российских компаний ввиду роста доверия со стороны инвесторов к предоставляемым данным в рамках нефинансовой отчетности.

4) Интеграция ESG-рейтингов в механизмы «зеленого» финансирования.

Интеграция ESG-рейтингов компаний в систему критериев предоставления государственной поддержки в виде «зеленых» субсидий и инвестиционных льгот

позволит не только улучшить качество и достоверность раскрываемых данных в рамках нефинансовой отчетности, но также повысит мотивацию компаний достигать лучших показателей в области устойчивого развития с целью улучшения собственного ESG-рейтинга и получения конкурентного преимущества.

5) Создание централизованной цифровой платформы «зеленого» финансирования на федеральном уровне.

Интеграция нефинансовой отчетности компаний и EGS-рейтингов в механизмы «зеленого» финансирования, включая механизмы государственной поддержки, может быть реализована на основе создания единой централизованной цифровой платформы «зеленого» финансирования. Это создаст для компаний следующие преимущества:

- a) оптимизация и автоматизация процесса сбора данных для нефинансовой отчетности, соответственно, что также позволит сократить расходы на данный процесс;
- b) сокращение транзакционных издержек на верификацию нефинансовой отчетности, а также рост доверия к ESG-данным, предоставляемым компаниями;
- c) централизованное хранение всех данных о компании;
- d) упрощение доступа к информации о компании для органов государственной власти, инвесторов и бирж.

Реализация данных предложений по развитию экосистемы «зеленого» финансирования создаст институциональную базу для внедрения предложенных рекомендаций по трансформации механизмов «зеленого» финансирования.

III Заключение

Общий научный результат выполненного исследования заключается в разработке теоретических, методических и научно-практических положений и рекомендаций по трансформации механизмов «зеленого» финансирования в компаниях для обеспечения национального экологического благополучия.

Анализ существующих инструментов «зеленого» финансирования в Российской Федерации и используемых их стейкхолдеров показал наличие различных механизмов «зеленого» финансирования в компаниях в рамках каждого инструмента. Выявленные преимущества, риски и ограничения механизмов «зеленого» финансирования в компаниях систематизированы на:

- 1) общие, присущие всем механизмам «зеленого» финансирования, независимо от используемого инструмента «зеленого» финансирования и статуса стейкхолдера;

2) специфические для стейкхолдера в зависимости от используемого механизма «зеленого» финансирования. Это позволило определить направления трансформации механизмов «зеленого» финансирования в компаниях в рамках соответствующих инструментов, а также разработать методические подходы к оценке их эффективности для различных стейкхолдеров.

Проведенный корреляционно-регрессионный анализ выявил факторы, влияющие на рост рынка «зеленых» облигаций, используемых компаниями в качестве основного рыночного инструмента финансирования: ВВП, индекс инновационности; индекс качества государственного регулирования и объем денежной массы. Это обосновывает трансформацию механизмов «зеленого» финансирования в компаниях в рамках инструмента «зеленых» облигаций как постепенное развитие, направлениями которого являются повышение уровня инновационности хозяйствующих субъектов и стимулирование привлечения розничных инвесторов на фондовом рынке.

Для оценки эффективности механизмов «зеленого» финансирования в работе предложены и апробированы показатели и критерии эффективности для:

1) стейкхолдеров, выступающих в статусе получателя средств и эмитента (коэффициент затратности использования «зеленых» облигаций, «зеленых» кредитов и займов, прямых «зеленых» инвестиций; коэффициент временного использования средств; упущенная выгода от использования средств);

2) инвесторов (индекс доходности держателей «зеленых» облигаций, прямых «зеленых» инвесторов);

3) государства (коэффициент соотношения дисконтированных притоков и оттоков бюджетных средств, связанных с реализацией «зеленого» проекта; эффективность бюджетного финансирования реализации «зеленого» проекта).

На основе полученных результатов, а также анализа зарубежной практики разработаны научно-практические рекомендации по трансформации механизмов «зеленого» финансирования в российских компаниях, направленные на стимулирование использования «зеленых» облигаций (бюджетное субсидирование купонных ставок по «зеленым» облигациям для эмитентов; предоставление инвестиционного налогового вычета на доход по «зеленым» облигациям по НДФЛ; «зеленое» проектное финансирование), розничных инвесторов на фондовом рынке (создание «зеленого» ИИС), а также развитие квази-инструментов «зеленого» финансирования (введение корректирующих коэффициентов к расходам на НИОКР по налогу на прибыль организаций, предоставление налоговых льгот для «зеленых» инвестиций в конкретные отрасли).

Для создания институциональной базы для внедрения предложенных рекомендаций по трансформации механизмов «зеленого» финансирования в компаниях разработаны предложения по трансформации экосистемы «зеленого» финансирования, включающие: определение на федеральном уровне исполнительного органа, ответственного за осуществление «зеленой» трансформации российской экономики; предложения по активизации вовлечения банковской системы в процесс «зеленой» трансформации экономики; введение обязательных требований к составлению и верификации нефинансовой отчетности для всех публичных компаний и финансового сектора; интеграция ESG-рейтингов в механизмы «зеленого» финансирования; создание централизованной цифровой платформы «зеленого» финансирования на федеральном уровне.

Полученные результаты содержат элементы научной новизны в части развития теоретико-методических положений по осуществлению трансформации механизмов «зеленого» финансирования в компаниях, а также необходимой для этого экосистемы для обеспечения национального экологического благополучия.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. Пискарев, А.В. Будущее «зеленого» финансирования в России в условиях санкций / А.В. Пискарев // Бизнес. Образование. Право. – 2023. – № 2 (63). – С. 227-231. – ISSN 1990-536X.
2. Пискарев, А.В. Развитие инструментов «зеленого» финансирования в России и развивающихся странах / А.В. Пискарев // Экономика строительства. – 2023. – № 12. – С. 233-236. – ISSN 0131-7768.
3. Пискарев, А.В. Детерминанты роста рынка «зеленых» облигаций / А.В. Пискарев // Финансовые рынки и банки. – 2024. – № 5. – С. 295-297. – ISSN 2658-3917.
4. Пискарев, А.В. «Зеленое» финансирование в России: текущее состояние и предложения по его развитию / А.В. Пискарев // Финансовые рынки и банки. – 2024. – № 12. – С. 557-559. – ISSN 2658-3917.