

К вопросу об ответственном поведении инвесторов в аспекте корпоративного управления

On Responsible Behavior of Investors in Corporate Governance

DOI: 10.12737/2306-627X-2026-15-3-71-76

Получено: 20 ноября 2025 г. / Одобрено: 27 ноября 2025 г. / Опубликовано: 30 сентября 2026 г.

Ткаченко И.Н.

Д-р экон. наук, профессор, заведующий кафедрой корпоративной экономики и управления бизнесом, ФГБОУ ВО «Уральский государственный экономический университет», г. Екатеринбург, e-mail: tkachenko@usue.ru

Tkachenko I.N.

Doctor of Economic Sciences, Professor, Head of the Department of Corporate Economics and Business Management, Ural State University of Economics, Yekaterinburg, e-mail: tkachenko@usue.ru

Раменская Л.А.

Канд. экон. наук, доцент, ФГБОУ ВО «Уральский государственный экономический университет», г. Екатеринбург, e-mail: gonchmn@usue.ru

Ramenskaya L.A.

Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Ural State University of Economics, Yekaterinburg, e-mail: gonchmn@usue.ru

Аннотация

В статье исследуется феномен ответственного инвестирования в контексте современной российской практики корпоративного управления. Особое внимание уделено двойственной роли розничных инвесторов: с одной стороны, они выступают основным источником ликвидности фондового рынка, с другой — демонстрируют короткий горизонт планирования и низкую вовлечённость в процессы корпоративного контроля. Рассмотрена эволюция подходов от социально ответственного инвестирования (SRI) к интеграции ESG-факторов и парадигме активного владения. Проанализированы регуляторные инициативы Банка России, включая обновлённый Кодекс ответственного инвестирования, а также инструменты (в том числе автоматическое голосование), направленные на преодоление разрыва между экономической значимостью розничного капитала и его управленческим потенциалом.

Ключевые слова: ответственное инвестирование, розничные инвесторы, корпоративное управление, ESG-факторы, Кодекс ответственного инвестирования.

Abstract

The article examines the phenomenon of responsible investing within the context of contemporary Russian corporate governance practices. Special attention is paid to the dual role of retail investors: on the one hand, they serve as the primary source of stock market liquidity, and on the other, they exhibit short investment horizons and low involvement in corporate oversight. The evolution of approaches from socially responsible investing (SRI) to the integration of ESG factors and the active ownership paradigm is considered. The authors analyze the regulatory initiatives of the Bank of Russia, including the updated Responsible Investment Code, as well as instruments (such as auto-voting) aimed at bridging the gap between the economic significance of retail capital and its governance potential.

Keywords: responsible investing, retail investors, corporate governance, ESG factors, Responsible Investment Code.

1. ВВЕДЕНИЕ

В отношении ответственного инвестирования Банком России еще в 2020 г. были разработаны рекомендации, предназначенные для «мягкого» внедрения соответствующих изменений в корпоративную политику компании, и как следствие, корпоративную культуру [5]. Более масштабная цель указанных рекомендаций заключается в адаптации национальной экономики к ESG-тенденции, имеющей мировое значение, а также обеспечение национальной финансовой стабильности в новых/меняющихся условиях.

В том числе благодаря Рекомендациям ответственного инвестирования переросло в институциональные масштабы, включающие базовые принципы, признаки и критерии. Рекомендациями был сформулирован подход ответственного инвестирования, согласно которому инвесторам следует обращать внимание в первую очередь не на то, как деятельность компании оказывает влияние на ESG-факторы, а наоборот — как ESG-факторы в долгосрочной перспективе могут повлиять на финансовые показатели самой компании, иначе говоря — насколько устойчива (в том числе финансово) соответствующая организация к рискам, связанным с ESG-факторами.

Тем не менее по состоянию на текущее время первый подход продолжает иметь место.

Данные рекомендации Банка России были приняты еще до начала специальной военной операции (СВО) в феврале 2022 г. С февраля 2022 г. в системе корпоративного управления произошли радикальные изменения. В 2022–2025 гг. корпоративному управлению приходится адаптироваться к кардинальным изменениям, вызванными геополитическими факторами, высокой степени неопределенности в экономике, деструктивному влиянию наложенных на нее санкций. Среди порожденных новой реальностью вызовов, угроз и рисков для отечественных корпораций можно назвать, в частности, риск утраты долгосрочных ориентиров развития, уход из проектов иностранных инвесторов, потеря глобальных фондовых рынков. Несмотря на беспрецедентные вызовы 2022 г., корпоративное управление в российских компаниях демонстрирует относительно высокий уровень устойчивости и продолжает функционировать, ориентируясь на стандарты надлежащего корпоративного поведения. В условиях, когда с фондового рынка ушли западные инвесторы, розничные инвесторы, по существу спасли наш фондовый рынок. Какова роль розничных ин-

весторов на российском фондовом рынке, в системе корпоративного управления, насколько ответственно их поведение?

2. МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В ходе исследования применялся комплекс общенаучных и специальных методов. Информационную базу составили нормативные правовые акты Российской Федерации, включая рекомендации и кодексы Банка России, статистические данные Московской биржи о количестве и активности розничных инвесторов, а также публикации в рецензируемых научных изданиях по проблемам корпоративного управления, ESG-инвестирования и поведенческих финансов. В работе использованы методы системного и сравнительного анализа, синтеза, формально-юридический метод, а также приёмы статистического наблюдения и контент-анализа документов. Совокупность указанных методов позволила выявить ключевые тенденции в развитии ответственного инвестирования в России и оценить потенциал вовлечения розничных инвесторов в процессы корпоративного контроля.

3. РЕЗУЛЬТАТЫ

Количество розничных инвесторов растёт за последние три года. По данным Московской биржи, количество физических лиц, имеющих брокерские счета на Московской бирже (МОЕХ), по итогам августа 2025 г. составило 38,4 млн (+541 тыс. только за август), ими открыто 72 млн счетов. Сделки на фондовом рынке Московской биржи в августе заключали 3,4 млн человек, из них 347 тыс. — квалифицированные частные инвесторы. Доля частных инвесторов в объеме торгов акциями и паями биржевых фондов составляет 70%, в объеме торгов облигациями — 34%. Наиболее популярными акциями в портфелях частных инвесторов являются акции Сбербанка, ЛУКОЙЛа, Газпрома, Т-Технологий, Яндекса, Роснефти, Банка ВТБ, НОВАТЭКа, Полиса.

Розничные инвесторы (физические лица) играют ключевую роль на российском фондовом рынке, обеспечивая высокую ликвидность, инвестируя в широкий спектр финансовых инструментов и являясь основным источником новых средств. Розничные инвесторы — значимая движущая сила российского фондового рынка, обеспечивающая его активность и привлекающая новый капитал. Однако подавляющее большинство розничных инвесторов, по оценке экспертов, не готово инвестировать на срок более двух лет. Большинство розничных инвесторов (и не только мелких, но даже и крупных) пассивно, ожидает только доходов по

своим вложениям и не готово участвовать в корпоративном управлении.

Одновременно с ростом значимости розничных инвесторов происходит совершенствование регуляторной среды. В 2020 г. Банк России предложил рекомендации по реализации принципов ответственного инвестирования, а летом 2025 г. опубликовал обновленный Кодекс ответственного инвестирования, согласно которому для подавляющего большинства институциональных инвесторов следование его принципам становится фактически обязательным в силу «мягкого» давления мегарегулятора — Банка России. Данный Кодекс основан на принципе «соблюдай или объясняй» (*comply or explain*), который принят в системе корпоративного управления. В письме Банка России отмечено, что следование настоящему Кодексу будет способствовать устойчивому развитию в долгосрочной перспективе, повышению акционерной стоимости обществ и, как следствие, повышению доходности вложений в акции.

Банк РФ разъясняет, что понимается под ответственным инвестированием. Это инвестирование, основанное на стремлении институционального инвестора содействовать устойчивому развитию Общества, созданию долгосрочной акционерной стоимости и инвестиционной привлекательности акций Общества в целях увеличения доходности инвестиций своих клиентов и выгодоприобретателей при приемлемом уровне риска, а также предполагающее добросовестное осуществление прав акционера и взаимодействие с Обществом, раскрытие инвестором информации о применяемых им подходах и политиках в области ответственного инвестирования. Согласно Кодексу ответственное инвестирование должно быть построено на следующих девяти принципах:

- 1) организация институциональным инвестором условий ответственного инвестирования;
- 2) осуществление институциональным инвестором на постоянной основе анализа и оценки (мониторинга) объекта инвестиций;
- 3) реализация институциональным инвестором корпоративных прав;
- 4) регулярное взаимодействие институционального инвестора с Обществом по значимым аспектам деятельности Общества;
- 5) содействие повышению акционерной стоимости общества;
- 6) управление институциональным инвестором конфликтом интересов в своей деятельности;
- 7) учет факторов, оказывающих влияние на развитие Общества в долгосрочной перспективе, при выборе и организации институциональным ин-

вестором взаимодействия с доверительными управляющими (в случае их наличия);

- 8) приверженность институционального инвестора принципам ответственного инвестирования и раскрытие информации о следовании рекомендациям Кодекса ответственного инвестирования;
- 9) координация и взаимодействие институциональных инвесторов.

Данный Кодекс ответственного инвестирования открывает возможности налаживания отношений с инвесторским сообществом. Можно сказать, что Кодекс несет и некую воспитательную роль: хватит быть пассивным, надо быть активным. По мнению А. Масленникова, председателя совета Ассоциации розничных инвесторов (АРИ), Кодекс будет полезным и для розничных инвесторов, ведь для них важно понимать, как реализуется стремление институциональных инвесторов к росту корпоративной стоимости, понимать угрозы и вызовы фондового рынка, вопросы защиты интересов розничных акционеров, безопасности инвестиций и лучшие практики корпоративного управления.

В экспресс-анализе Кодекса экспертами платформы ИНФРАГРИН отмечается, что приложение 3 к Кодексу содержит перечень рекомендуемых для анализа показателей отчетности об устойчивом развитии, где определено 10 основных показателей, разбитых на три блока: экологические показатели (три позиции): штрафы и компенсации за экологический ущерб, операционные расходы на охрану окружающей среды (восемь направлений), капитальные инвестиции в экологию (семь направлений); социальные показатели (четыре позиции): расходы на оплату труда, среднесписочная численность работников, штрафы за нарушения трудового законодательства, коэффициент текучести кадров; управленческие показатели (четыре группы): начисленные и уплаченные налоги и сборы, судебные споры по корпоративным делам, штрафы за нарушения корпоративного права. Как видим, выборка сделана на финансовых последствиях ESG-факторов (штрафы, расходы, инвестиции), а не на физических показателях воздействия на окружающую среду или детальных социальных метриках. Вопросы реального воздействия компаний на климат, биоразнообразие или социальную сферу как самостоятельные ценности остаются за рамками документа. И в целом G-составляющая ESG, касающаяся качества корпоративного управления, фактически не раскрыта.

Примечательно, что параллельно с развитием нормативной базы ответственного инвестирования накапливается и корпус эмпирических исследований, оценивающих реальное влияние кодексов кор-

поративного управления на стоимость бизнеса. Так, анализ панельных данных 60 российских публичных компаний за 2015–2021 гг. выявил, что не все рекомендованные практики одинаково значимы: положительную связь с капитализацией демонстрируют ESG-комитеты и гендерное разнообразие, тогда как влияние независимых директоров оказалось статистически незначимым [1].

Корни ответственного инвестирования уходят в социально ответственное инвестирование (*Socially Responsible Investing, SRI*), сформировавшегося в конце XX в. как ответ на этические запросы общества. Методологическим ядром SRI служил принцип исключения (*negative screening*), при котором инвесторы, руководствуясь моральными или ценностными соображениями, исключали из портфелей акции компаний, вовлеченных в «греховные» виды деятельности (табак, оружие и т.д.) или наносящих значительный экологический ущерб [8].

Однако данный подход столкнулся с серьезной критикой, выявившей его фундаментальные слабости. Во-первых, возникал фидуциарный риск: инвестиционные управляющие, отказываясь от потенциально доходных активов, могли нарушать свои обязанности по максимизации отдачи для бенефициаров. Во-вторых, влияние на бизнес было минимальным, так как исключение компании из одного портфеля не мешало ее финансированию другими инвесторами. В-третьих, критерии отсева часто были субъективны и размыты, что порождало трудности в классификации компаний со сложной структурой бизнеса [4].

Таким образом, SRI долгое время воспринималось как нишевая, идеологически мотивированная стратегия, которая могла вступать в противоречие с финансовыми целями, что и стимулировало эволюцию в сторону более прагматичной ESG-парадигмы [4; 9].

Переломный момент в эволюции концепции ответственного инвестирования наступил с публикацией в 2004 г. знакового доклада ООН *Who Cares Wins*, который закрепил аббревиатуру ESG. ESG перестало быть исключительно вопросом этики и превратилось в вопрос экономики. Ключевой тезис новой парадигмы заключается в том, что экологические (E), социальные (S) и управленческие (G) факторы представляют собой материальные нефинансовые риски и драйверы стоимости, способные напрямую влиять на финансовые результаты, конкурентоспособность и долгосрочную устойчивость компании.

Предполагается, что компании с сильным ESG-профилем, который подтверждается высокой оцен-

кой в специальном рейтинге, должны иметь более низкую стоимость капитала (как собственного, так и заемного). Это связано со снижением рисков: такие компании реже сталкиваются с регуляторными штрафами, судебными исками и репетиционными кризисами, а также большей лояльностью сотрудников и потребителей, что в конечном итоге повышает их рыночную устойчивость и стоимость.

Несмотря на то что эмпирические исследования, включая мета-исследования, не дают однозначного результата об устойчивой положительной корреляции между высокими стандартами *ESG* и ключевыми финансовыми показателями [6; 7; 11], что подтверждается и работами отечественных исследователей [2], все же можно сделать вывод о трансформации подхода к ответственному инвестированию от стратегии исключения к стратегии интеграции. Современный *ESG*-анализ предполагает не просто отсеивать «нежелательных» активов, а системное включение *ESG*-факторов в процесс финансового анализа и оценки бизнеса. Это позволяет инвесторам выявлять компании, наиболее устойчивые к долгосрочным рискам, и принимать инвестиционные решения, основанные на комплексной оценке как финансовых, так и нефинансовых факторов создания стоимости.

В последние годы наблюдается переход к от пассивного владения активами с хорошим *ESG*-рейтингом к активной роли инвестора в улучшении корпоративных практик. Этот подход, известный как активное владение (*active ownership*) или вовлечение (*engagement*), стал ключевым инструментом ответственного инвестирования [12]. Вместо того чтобы продавать акции компании с проблемами в *ESG*-сфере, инвестор использует права акционера, чтобы вступить в диалог с менеджментом и советом директоров, добиваясь позитивных изменений. Мотивация здесь в первую очередь финансовая: улучшая управление, экологическую и социальную политику компании, инвестор напрямую работает над повышением ее долгосрочной стоимости и снижением рисков в своем портфеле [10].

В условиях доминирования розничных инвесторов на российском фондовом рынке вопрос об их ответственном поведении становится системно важным. Однако, как показывает большинство исследований, розничные инвесторы в России характеризуются коротким инвестиционным горизонтом (часто менее 2 лет) и низким уровнем вовлеченности в корпоративное управление [3]. Они являются ключевым источником ликвидности, но пока не выступают как сформированная сила, способная через механизмы ответственного инвестирования влиять на стратегии компаний в области *ESG*.

Таким образом, возникает парадокс современного рынка: розничные инвесторы демонстрируют растущий интерес к устойчивым инвестициям и стали структурно важным источником ликвидности, однако их прямая роль в корпоративном управлении через голосование остается крайне ограниченной.

Парадигма активного владения трансформирует понимание роли инвестора: из пассивного держателя акций с хорошим *ESG*-рейтингом он превращается в активного участника. Однако основной носитель этой парадигмы — институциональный инвестор (управляющие компании, фонды). В этом и заключается разрыв: массовый розничный инвестор, чьи средства часто опосредованно управляются через те же самые институты, остается отчужденным от прямого процесса влияния. Его интерес к *ESG* реализуется через выбор финансового продукта, а не через прямое голосование или диалог с компаниями.

Чтобы преодолеть этот разрыв и вовлечь розничных инвесторов в логику активного владения, в мировой практике разрабатываются и внедряются специальные инструменты. Наиболее показательным примером является механизм автоматического голосования (*Auto-Voting*). В 2025 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США (*SEC*) разрешила компаниям *ExxonMobil* внедрить программу, позволяющую розничным акционерам давать постоянное поручение автоматически голосовать на собраниях в соответствии с рекомендациями совета директоров.

В отечественной практике, поскольку роль розничных инвесторов как поставщиков ликвидности резко возросла, регуляторы также начали обращать внимание на этот пробел. Минфин и Банк России выпустили рекомендации для публичных компаний с госучастием, призывая их повышать информационную открытость и активно вовлекать миноритариев в коммуникацию. Предлагаемые меры включают проведение встреч с руководством, использование социальных сетей и даже возможность выдвижения кандидатов от миноритариев в совет директоров.

Для того чтобы розничные инвесторы участвовали в корпоративном управлении, надо использовать дополнительные инструменты защиты прав миноритарных акционеров (различные консультативные органы, которые есть пока при Сбербанке и банке ВТБ), предлагать им реально участвовать в общих собраниях акционеров в формате онлайн, расширять каналы коммуникации с инвесторами, создавать специальные мобильные приложения для просвещения розничных инвесторов. Так, есть предложение НАУФОР РФ (Национальной ассоциации участников фондового рынка России) создать Ин-

ститут омбудсмана инвесторов, который будет назначаться на самом высшем уровне — Президентом России. Все это, безусловно, способствовало бы столь необходимой обратной связи с категорией инвесторского сообщества — розничными инвесторами, которые часто являются неизвестными и поведение которых непонятно для участников фондового рынка.

4. ОБСУЖДЕНИЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведённый анализ показывает, что парадигма активного владения задаёт теоретический и практический вектор, по которому должно двигаться ответственное инвестирование, делая инвестора агентом изменений. Однако для массового розничного инвестора прямой доступ к инструментам этой парадигмы (глубокий диалог с менеджментом, сложные переговоры) ограничен.

Именно поэтому создаются технологические и регуляторные «мосты»: автоматическое голосование,

рекомендации по вовлечению, доступные ESG-продукты. Эти механизмы позволяют частично преодолеть разрыв между экономической значимостью розничного капитала и его управленческим потенциалом. Они канализируют коллективный интерес частных лиц к устойчивости в формализованные действия, интегрируя их — пусть и опосредованно — в логику активного владения, что в конечном итоге способствует как росту долгосрочной стоимости компаний, так и повышению устойчивости всей финансовой системы.

Дальнейшие исследования в данной области могут быть направлены на эмпирическую оценку эффективности внедрения инструментов автоматического голосования в российской юрисдикции, а также на изучение поведенческих факторов, определяющих степень вовлеченности розничных инвесторов в процессы корпоративного управления.

Литература

1. Батаева Б.С. Взаимосвязь между соблюдением рекомендаций Кодекса корпоративного управления и стоимостью российских публичных компаний [Текст] / Б.С. Батаева, И.Н. Кашапов // Управленец. — 2025. — Т. 16. — № 5. — С. 18–32.
2. Изгарова А.И. Взаимосвязь информации о ESG-инвестициях и доходности акций: кейс крупных российских компаний [Текст] / А.И. Изгарова, Е.М. Рогова, О.В. Бахарева // Управленец. — 2023. — Т. 14. — № 3. — С. 17–29. — DOI: 10.29141/2218-5003-2023-14-3-2
3. Косов М.Е. Обзор инструментов розничного инвестирования российской экономики [Текст] / М.Е. Косов // Вестник университета. — 2024. — № 9. — С. 169–177.
4. Крашенинников М.В. ESG-инвестирование как тренд будущего [Электронный ресурс] // НАУ. — 2023. — № 86-1. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/esg-investirovanie-kak-trend-buduschego> (дата обращения: 05.12.2025).
5. Ткаченко И.Н. Взаимовлияние корпоративной культуры и ESG политики российских компаний [Текст] / И.Н. Ткаченко, Е.Н. Тумилевич // Управленец. — 2025. — Т. 16. — № 2. — С. 64–84.
6. Chou L.C., Yan Y.C.A., Huang C.K. The relationship between ESG rating adjustments and corporate financial performance // Finance Research Letters. 2025. Vol. 82, p. 107584. URL: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.107584>
7. Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies // Journal of Sustainable Finance & Investment. 2015. Vol. 5. Iss. 4, pp. 210–233. URL: <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
8. Gifford E.J.M. Effective shareholder engagement: The factors that contribute to shareholder salience // Journal of Business Ethics. 2010. Vol. 92(1), pp. 79–97.
9. Goodman J., Arenas D. Engaging ethically: A discourse ethics perspective on social shareholder engagement // Business Ethics Quarterly, 2015. 25(2), pp. 163–189.

References

1. Bataeva B.S., Kashapov I.N. The compliance of the Corporate Governance Code with firm value: Evidence from Russian public companies. Upravlenets [The Manager], 2025, vol. 16, no. 5, pp. 18–32. DOI: 10.29141/2218-5003-2025-16-5-2. (in Russian)
2. Izgarova A.I., Rogova E.M., Bakhareva O.V. ESG investment relationship with financial performance of Russian companies. Upravlenets [The Manager], 2023, vol. 14, no. 3, pp. 17–29. DOI: 10.29141/2218-5003-2023-14-3-2. (in Russian)
3. Kosov M.E. Review of retail investment instruments of the Russian economy Vestnik universiteta [Bulletin of the University], 2024, no. 9, pp. 169–177. DOI: 10.26425/1816-4277-2024-9-169-177. (in Russian)
4. Krashennnikov M.V. ESG investing as a trend of the future. NAU, 2023, no. 86-1. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/esg-investirovanie-kak-trend-buduschego> (accessed 05 December 2025) (in Russian)
5. Tkachenko I.N., Tumilevich E.N. The association between corporate culture and ESG performance: Insights from Russian companies. Upravlenets [The Manager], 2025, vol. 16, no. 2, pp. 64–84. DOI: 10.29141/2218-5003-2025-16-2-5. (in Russian)
6. Chou L.C., Yan Y.C. A., Huang C.K. The relationship between ESG rating adjustments and corporate financial performance. Finance Research Letters, 2025, Vol. 82, P. 107584. URL: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.107584>
7. Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015, Vol. 5. Iss. 4, pp. 210–233. URL: <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
8. Gifford E.J.M. Effective shareholder engagement: The factors that contribute to shareholder salience. Journal of Business Ethics, 2010, vol. 92(1), pp. 79–97.
9. Goodman J., Arenas D. Engaging ethically: A discourse ethics perspective on social shareholder engagement // Business Ethics Quarterly, 2015. 25(2), pp. 163–189.

10. Hoepner A.G., Oikonomou I., Sautner Z., Starks L.T., Zhou X.Y. ESG shareholder engagement and downside risk // *Review of Finance*. 2024. 28(2), pp. 483–510.
11. Huang D.Z. Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: A review and consolidation // *Accounting & finance*. 2021. Vol. 61. Iss. 1, pp. 335–360. URL: <https://doi.org/10.1111/acfi.12569>
12. Tudi T., Ni M. From activism to efficiency: Does ESG shareholder engagement mitigate credit misallocation? // *Economic Modelling*. 2025, p. 107436.
10. Hoepner A.G., Oikonomou I., Sautner Z., Starks L. T., Zhou X.Y. ESG shareholder engagement and downside risk. *Review of Finance*, 2024, vol. 28(2), pp. 483–510.
11. Huang D.Z. Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: A review and consolidation. *Accounting & finance*, 2021, Vol. 61. Iss. 1, pp. 335–360. URL: <https://doi.org/10.1111/acfi.12569>
12. Tudi T., Ni M. From activism to efficiency: Does ESG shareholder engagement mitigate credit misallocation? *Economic Modelling*, 2025, p. 107436.