

УДК 336

АНАЛИЗ НОРМ ДОХОДНОСТИ ИНСТРУМЕНТОВ ЗЕЛЕННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ НА ЗАРУБЕЖНЫХ РЫНКАХ

С. Ф. Игнатущенко

Образовательное учреждение профсоюзов высшего образования «Академия труда и социальных отношений», Москва, email: isf_cmw@mail.ru

Аннотация. В работе рассматривается вопрос о существовании ценового преимущества устойчивого зеленого финансирования по сравнению с традиционными инструментами. Цель исследования — выявить наличие эффекта «гриниума» (greenium), то есть дисконта в доходности или ставке по зеленым облигациям и кредитам относительно сопоставимых традиционных выпусков. В ходе исследования рассматривается анализ гриниума на основе данных по государственным и корпоративным облигациям в разных странах мира, примеры из практики, которые подтверждают, что заемщики действительно могут привлекать капитал на более выгодных условиях при подтверждении экологической или социальной ценности проектов. Проведен анализ данных рынка акций, который выявил неоднозначные результаты: ряд исследований указывает на отсутствие устойчивой премии в доходности ESG-активов, тогда как другие публикации фиксируют более высокую или хотя бы сопоставимую доходность по сравнению с традиционными индексами. В заключение отмечается, что интеграция ESG-факторов в целом не ухудшает финансовых показателей и может обеспечивать сопоставимую или даже более высокую доходность. Для заемщиков наличие небольшого дисконта по ставке является стимулом к выпуску зеленых облигаций и привлечению устойчивого финансирования, а для инвесторов — фактором диверсификации и управления рисками.

Ключевые слова: зеленое финансирование, устойчивое финансирование, зеленые облигации, зеленые кредиты, гриниум, ESG-факторы, корпоративные облигации, государственные облигации.

ANALYSIS OF RATES OF RETURN FOR GREEN FINANCING INSTRUMENTS ON GLOBAL MARKETS

S.F. Ignatushchenko

Educational institution of trade unions of higher education "Academy of Labor and Social Relations", Moscow, email: isf_cmw@mail.ru

Abstract. The study examines the existence of a price advantage of sustainable green financing compared to traditional instruments. The aim of the research is to identify the presence of the "greenium" effect, i.e., a discount in yield or interest rate on green bonds and loans relative to comparable traditional issues. The analysis focuses on greenium based on data for sovereign and corporate bonds across different countries, as well as practical examples confirming that borrowers can indeed raise capital on more favorable terms when the environmental or social value of projects is demonstrated. Review of equity market data revealed mixed results: some studies indicate the absence of a consistent premium in ESG asset returns, while others report higher or at least comparable performance relative to traditional indices. In conclusion, it is noted that the integration of ESG factors generally does not worsen financial performance and may provide returns that are comparable to or even higher than traditional investments. For borrowers, the presence of a small discount in interest rates serves as an incentive to issue green bonds and attract sustainable financing, while for investors it becomes a factor of diversification and risk management.

Keywords: green finance, sustainable finance, green bonds, green loans, greenium, ESG factors, corporate bonds, sovereign bonds.

Дата поступления статьи в редакцию: 15.08.2025

Дата принятия статьи в печать: 18.09.2025

Введение

В профессиональной среде эксперты часто задаются вопросами, могут ли устойчивые или зеленые финансовые инструменты принести реальную выгоду, которая имела бы прямое денежное выражение, а не только репутационный эффект и соответствие регуляторным требованиям.

Так, инициаторы проектов, планирующие привлечение заемного финансирования, задаются вопросом, могут ли они получить зеленый кредит по ставке, которая была бы ниже стандартной ставки по обычному кредиту.

А инвесторы в акции, как правило, наоборот, задаются вопросом — возможно ли получить более высокую доходность по инвестициям в зеленые проекты, чем традиционные инвестиции.

Объект и методы исследования

Объектом исследования являются ставки доходности инструментов устойчивого и зеленого финансирования, а также традиционных финансовых инструментов. Что касается заемных средств, то эксперты выделяют такое понятие как «гриниум» (от английского – greenium), этот термин означает наличие определенного дисконта ставки доходности по устойчивым облигациям или кредитов к ставке доходности обычных облигаций или кредитов того же сегмента. Термин, по сути, предполагает, что инвесторы и банки готовы принимать несколько меньшую доходность ради экологии, что в свою очередь выгодно получателю кредита, т.к. он получает финансирование по более низкой ставке. Как правило, термин гриниум касается зеленых облигаций или зеленых кредитов, существует также термин «социалиум» (от английского socialium), применимый для облигаций социального характера, а сама концепция о дисконте по отношению к традиционным инструментам применима ко всему спектру инструментов финансирования устойчивого развития.

Цель исследования

Цель исследования – определить возможность существования «гриниума», то есть более низкой ставки по инструментам устойчивого финансирования на основе сравнения ставок доходности инструментов зеленого финансирования и традиционных финансовых инструментов.

В соответствии с указанной целью исследования, поставлены следующие задачи:

- провести анализ публикаций на тему ставок доходностей инструментов различного вида, а также анализ статистических данных;
- осуществить собственный расчет доходностей устойчивых и зеленых инструментов, сравнить с доходностью традиционных инструментов;
- сделать вывод о возможности наличия гриниума.

В силу ограниченности надежных данных о ставках доходности социальных инструментов или переходных инструментов, основная часть анализа сфокусирована на зеленых облигациях и кредитах.

В качестве методов исследования используются анализ, который применяется для детального изучения научной литературы, статистических данных и других источников информации, а также методы статистической обработки данных и синтез.

Результаты исследования

Автор рассмотрел несколько источников опубликованных статистических данных:

1. В публикации МВФ авторы провели анализ доходностей к погашению государственных облигаций 15 стран и пришли к выводу, что гриниум в развитых странах составляет в среднем 3 базисных пункта (то есть в среднем доходность зеленых облигаций на 3 базисных пункта ниже, чем доходность сравнимых традиционных выпусков государственных облигаций). Примечательно, что гриниум в развивающихся странах оказался существенно выше и также увеличивается со временем, а среднее значение составило 11 базисных пунктов [1]. Как указано на рисунке ниже, самое высокое значение гриниума в размере 30 базисных пунктов зафиксировано в Египте.

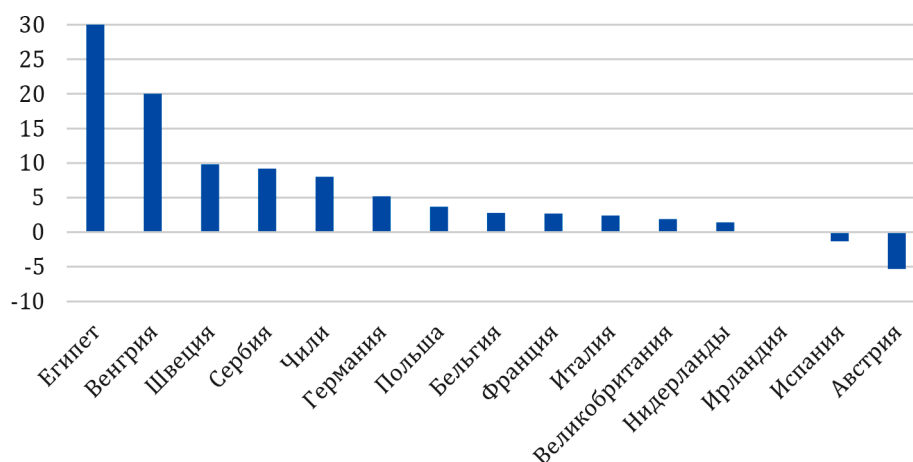


Рис. 1. Размер гриниум государственных облигаций в разрезе стран, базисные пункты

Источник: Публикация Sakai Ando «How Large is the Sovereign Greenium?» 2023 г. [2].

2. Другое исследование, опубликованное экспертами Центрального банка Германии, также показало, что средний размер гриниума по корпоративным облигациям составляет 3 базисных пункта [3].

Наличие механизма гриниума можно объяснить высоким спросом со стороны инвесторов, ориентированных на устойчивое развитие при том, что предложение качественных зеленых активов может быть ограничено. В результате на рынке формируется повышенная ликвидность, которая снижает доходности указанных финансовых инструментов. Такой эффект подтверждается и предложениями некоторых банков: например, банк ABN AMRO закладывает о наличии экономии на стоимости заимствования для ESG-эмитентов, а сам размер экономии, то есть гриниум, будет сохраняться у заёмщиков [4]. Конечно, гриниум не является повсеместно распространенным явлением, поскольку бывают выпуски зеленых облигаций без явной скидки к доходности традиционных инструментов, особенно если инвесторы сомневаются либо в надежности заявленных зеленых целей проекта, либо в самой финансовой устойчивости проекта.

Ярким примером существования гриниума на пространстве постсоветских стран является выпуск зеленых облигаций «Грузинской железной дорогой». В 2021 г. государственная компания «Грузинская железная дорога» выпустила 7-летние зеленые еврооблигации на сумму 500 млн долларов США. Компания стала первым эмитентом такого рода инструментов среди стран Кавказа. Европейский банк реконструкции и развития оказал техническое содействие компании при подготовке выпуска, а также стал якорным инвестором значительной части выпуска в размере 50 млн долларов США, что повысило доверие инвесторов и позволило привлечь широкий пул инвесторов со всего мира [5]. Точные условия размещения не разглашаются, но благодаря зеленому статусу и участию международного института развития, такого как ЕБРР, компания сумела привлечь средства на международном рынке капитала на приемлемых условиях, тогда как без фактора «зелености» и участия института развития, возможно, такое финансирование было бы существенно дороже или вовсе недоступно. Данный пример ярко демонстрирует, что в развивающихся странах, заемщики могут привлекать более дешевое финансирование на проекты устойчивого развития, чем с использованием традиционных инструментов, особенно когда среди инвесторов выстраивается очередь и разворачивается борьба за инвестиции, то есть за предоставление качественным проектам финансирования.

Также автор рассмотрел публикации, касающиеся сравнения ставок по устойчивым или зеленым кредитам по сравнению со стандартными кредитами. Так, помимо облигаций, эффект гриниума заметен и в банковских кредитах. Зеленые кредиты в некоторых случаях выдаются на условиях льготных ставок при подтверждении экологического эффекта проекта, особенно в случаях, когда у банков есть возможность использовать линии более недорогого финансирования от международных институтов развития или в случае предоставления государственных субсидий. Например, Европейский инвестиционный банк совместно с коммерческими банками предлагает предприятиям кредиты на климатические проекты с процентной ставкой ниже рыночной на 0,2–0,4 процентных пункта [6]. Стоит отметить, что ЕС не субсидирует Европейский инвестиционный банк напрямую, а гриниум возникает благодаря двум факторам: возможности ЕИБ выпускать собственные облигации с наивысшим кредитным рейтингом, а также по определенным программам ЕС заёмщики могут рассчитывать на гарантии или субсидии для конкретных проектов, что также удешевляет финансирование.

Другая разновидность инструментов – кредиты, привязанные к показателям устойчивого развития (от английского Sustainability-Linked Loans, SLL), – содержат механизм пересмотра процентной ставки по кредиту: если заемщик достигает оговоренных целей (сокращение выбросов, повышение энергоэффективности и т.д.). Так, базовая ставка по кредиту снижается на несколько базисных пунктов, при невыполнении целей – напротив, ставка увеличивается. Так, итальянская энергетическая компания Enel в 2019 г. выпустила свою первую облигацию, привязанную к показателям устойчивого развития, по условиям облигации ставка купона должна была одновременно увеличиться на 25 б.п., если компания не достигнет 55% доли возобновляемых источников в установленной мощности к концу 2021 г. [7]. Компании удалось достигнуть цели и сохранить пониженную ставку финансирования, что фактически означало выгодное финансирование при выполнении целей устойчивого развития. Также банки начинают транслировать подобные условия и в кредиты, а помимо привязки к целям устойчивого развития, также используются инструменты с привязкой к ESG-рейтингу компании или его изменению.

Помимо процентных ставок по кредитам инвесторов также интересует доходность инвестиций в акционерный капитал, направленные на проекты устойчивого развития. Ожидаемо, ключевой вопрос заключается в том, приносит ли устойчивое финансирование в данном случае более высокую доходность, чем обычные инвестиции в традиционные акции. Данный вопрос является дискуссионным, некоторые

эксперты считают, что доходность устойчивых инструментов ниже обычных, т.е. инвесторы жертвуют доходностью и, возможно, ESG повестка отрицательно влияет на стоимость компаний. Кто-то считает, что влияние ESG не значимо, другие – говорят, что ESG позволяет зарабатывать более высокую доходность.

Один из самых авторитетных экспертов в области оценки бизнеса, Асват Дамодаран, опубликовал несколько статей, в которых эксперт утверждает, что если учесть секторальные и факторные различия, то портфель из ESG активов не будет приносить повышенную доходность, более того, он разумно допускает, что поскольку рискованность таких активов ниже, то и доходность портфеля тоже должна быть ниже [8]. Также эксперт отмечает, что затраты инвесторов на соответствие регуляторным требованиям в части ESG повестки даже разрушают стоимость для компании, а сами ESG факторы имеют очень низкую связь с рентабельностью компании. Также эксперт отмечает противоречие – разумно ожидать, что условно «хорошие» компании будут иметь более низкую ставку по кредитам и норму доходности, то есть при оценке компании доходным подходом при более низкой ставке дисконтирования, стоит ожидать более высокую стоимость компании. Для условно «плохих» компаний – наоборот. А по факту получается другая картина – «плохие компании» имеют более устойчивый денежный поток, который больше ценят инвесторы и банки, и соответственно более низкие ставки по кредитам и доходности [9].

Некоторые эксперты также делали публикации, в которых отмечалось, что доходности ESG портфелей отставали в доходности от индексов широкого рынка. Так, эксперты The Times отмечали, что по итогам 2023 года доходность ESG фондов Великобритании отстала от широкого индекса MSCI UK, поскольку из последнего были исключены оборонные предприятия [10]. Эксперты Morgan Stanley отмечали, что на фондовом рынке США в 2022 г. ESG фонды также впервые за 4 года показали худшую доходность по сравнению с обычными инструментами [11].

Эксперты Morgan Stanley, а также ряд других экспертов, отмечали, что эффект ESG на стоимость и доходность акций незначим. Так, эксперты Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing в 2019 г. опубликовали отчет «Sustainable Reality», в котором привели итоги анализа деятельности 10 723 фондов за период 2004–2018 гг. и пришли к выводу, что не существует никакой премии в доходности ESG портфеля, медианная доходность устойчивых и традиционных фондов совпадает, а различия возникали только временно в отдельные периоды [12].

Некоторые исследования последних лет отмечают более высокую доходность ESG фондов. Согласно анализу публикации Deutsche Asset & Wealth Management, аналитики компании провели анализ 2 250 эмпирических работ, посвященных исследованию взаимосвязи ESG факторов и доходности инвестиций и выявили, 63 % показывают позитивную связь; лишь 8% – отрицательную.

Хортенс Буа (Hortense Bioy), директор по исследованиям аналитического агентства Mornigstar отметил, что результаты исследования его команды «развенчивают миф о том, что ESG-инвестирование влечет за собой просадку доходности». Эксперт комментировал исследование Morningstar 2020 г. о 745 европейских устойчивых фондах, которое показало большинство ESG фондов показывали более высокую доходность, чем индексы широкого рынка за 10 лет [13].

Также, данные публикуемые MSCI по состоянию на 31 мая 2025 г., показывают, что доходность индекса компаний с высоким ESG рейтингом на несколько базисных пунктов выше доходности мирового индекса широкого рынка MSCI World за последние 5 лет, 10 лет и за всю историю публикации индекса с 28 сентября 2007 г. Данные приведены в таблице ниже [14].

Таблица 1

Сравнение доходности индексов MSCI World ESG Leaders (переименован в MSCI World Selection) и MSCI World

Индекс	5 лет, %	10 лет, %	с 28 сентября 2007, %
MSCI World ESG Leaders	189,08	263,94	331,12
MSCI World	185,88	263,76	330,55

Примечание: для сравнения за базу принято значение 100%.

Источник: составлено автором на основе данных MSCI World Selection Index [14].

Таблица 1 демонстрирует, что накопленная доходность индекса MSCI World Selection на несколько процентных пунктов выше доходности MSCI World, хотя данные значения могут быть незначительными, принимая во внимание длину горизонта анализа.

Дополнительно, для наглядного анализа наличия гриниума, на данных доходностей MSCI MSCI World Selection и MSCI World, автор построил график накопленной доходности с ноября 2007 г. на каждый последующий месяц вплоть до мая 2025 г. Данные приведены на рисунке 2.

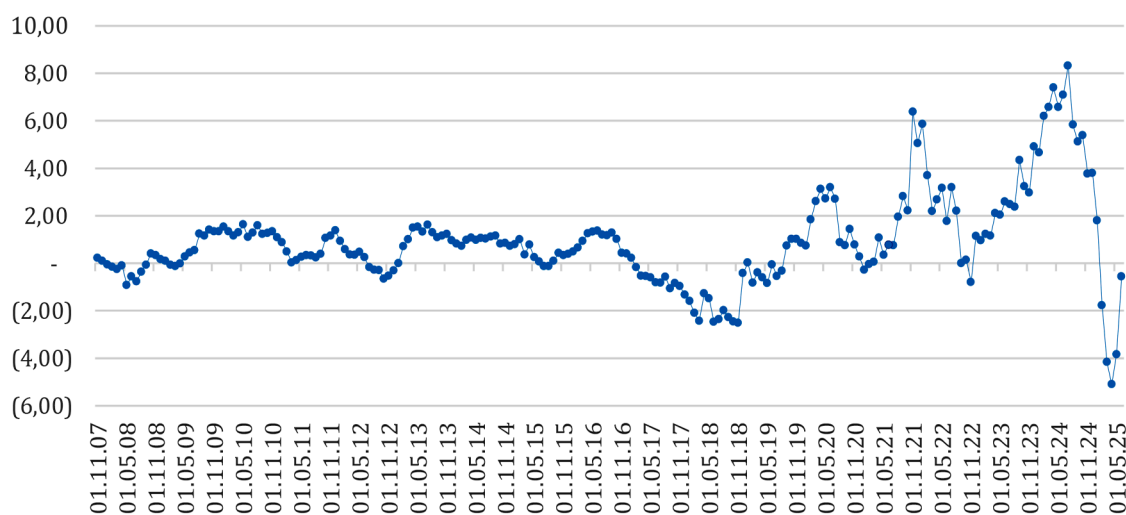


Рис. 2. Гриниум накопленным итогом к 31 мая 2025 г., %

Источник: составлено автором на основе данных MSCI World Selection Index [14].

Рисунок 2 демонстрирует, что накопленная доходность больше нуля, а также увеличивается при увеличении горизонта анализа.

Для более корректного анализа указанные данные были нормализованы путем расчета доходности в каждый конкретный месяц, а не кумулятивно. Результаты приведены на рисунке 3.

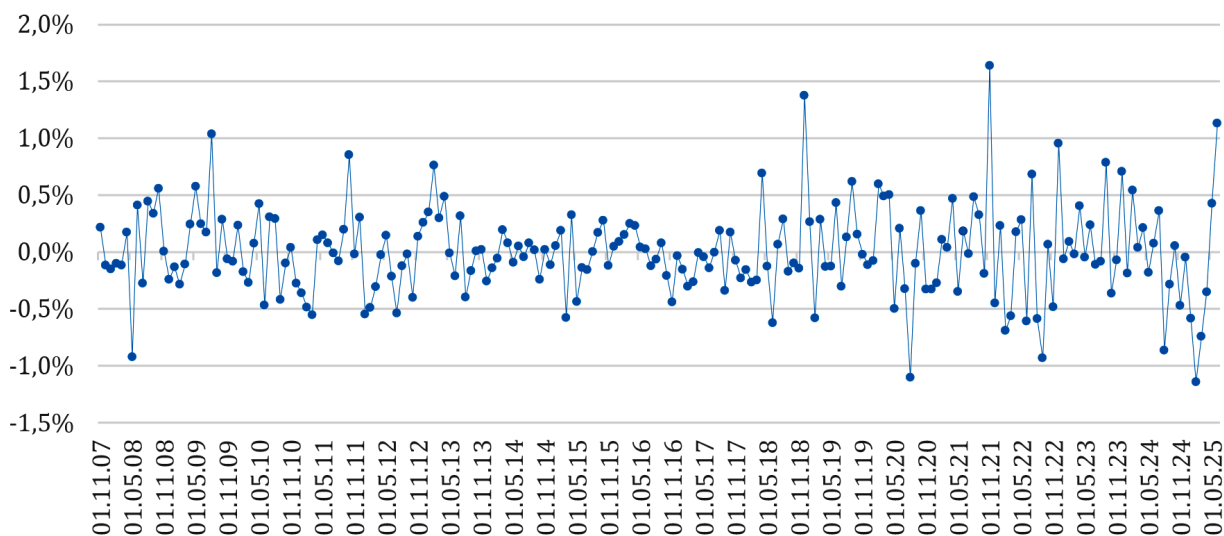


Рис. 3. Месячный гриниум, %

Источник: составлено автором на основе данных MSCI World Selection Index [14].

Рисунок 3 демонстрирует, что накопленная доходность в отдельные периоды времени выше нуля, в другие – ниже нуля, а среднее месячное значение гриниума составило минус 0,001%. Данный рисунок демонстрирует возможность наличия гриниума на рынке акций, однако не подтверждает наличие постоянной премии к доходности.

Выводы

Таким образом, долгосрочные показатели ESG-инвестиций в среднем показывают результат не хуже традиционных, а иногда даже лучше. Это обуславливается тем, что компании, эффективно внедряющие ESG повестку, имеют более качественное корпоративное управление, лучше управляют рисками. Интеграция ESG-факторов не ухудшает финансовых результатов; напротив, компании с высокими ESG-рейтингами могут показывать стабильные результаты, а их ценные бумаги – пользоваться повышенным спросом.

Что касается заемного капитала, эффект гринума действительно фиксируется на рынке: в развитых странах он невелик, тогда как в развивающихся достигает 10–30 б.п. Гринум возникает за счёт повышенного спроса на качественные зеленые активы при ограниченном предложении и усиливается, когда в сделке участвуют международные институты развития или предоставляются государственные гарантии. Наличие небольшой скидки по процентной ставке стимулирует эмитентов привлекать зеленые кредиты и выпускать зеленые облигации.

Литература

1. International Monetary Fund (IMF). Green Bonds: Who Pays the Greenium?: IMF Working Paper 23/080. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2023. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2023/080/article-A001-en.xml> (дата обращения: 20.07.2025).
2. Ando S., Fu C., Roch F., Wiriadinata U. How Large is the Sovereign Greenium?: IMF Working Paper WP/23/80 / International Monetary Fund. Washington, D.C., 2023. 15 p. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/04/07/How-Large-is-the-Sovereign-Greenium-530332> (дата обращения: 20.07.2025).
3. Fricke D., Meinerding C. Who pays the greenium and why? A decomposition: Discussion Paper / Deutsche Bundesbank. Frankfurt a. M., 2024. № 41/2024. 33 p. [Электронный ресурс]. URL: <https://hdl.handle.net/10419/305279> (дата обращения: 20.07.2025).
4. Financing a Sustainable World: Global Banks Take Center Stage // Investment Insights. 2023. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.alliancebernstein.com/corporate/en/insights/investment-insights/financing-a-sustainable-world-global-banks-take-center-stage.html> (дата обращения: 20.07.2025).
5. European Bank for Reconstruction and Development (EBRD). SC Georgian Railway Green Bond: Project Summary Document (PSD 52549). 2021. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.ebrd.com/home/work-with-us/projects/psd/52549.html> (дата обращения: 20.07.2025).
6. European Investment Bank (EIB). Evaluation of EIB Group Debt Support for Small Businesses and Mid-Caps. Luxembourg, 2024. [Электронный ресурс]. URL: https://eib.org/attachments/lucalli/20240086_evaluation_of_eib_group_debt_support_for_small_businesses_and_mid_caps_en.pdf (дата обращения: 20.07.2025).
7. Enel S.p.A. Enel launches the world's first "general purpose SDG-linked bond", successfully placing a 1.5 billion U.S.-dollar bond on the U.S. market 2019. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.enel.com/media/explore/search-press-releases/press/2019/09/enel-launches-the-worlds-first-general-purpose-sdg-linked-bond-succesfully-placing-a-15-billion-us-dollar-bond-on-the-us-market> (дата обращения: 20.07.2025).
8. Damodaran A. The ESG Movement: The "Goodness" Gravy Train Rolls On! // Musings on Markets. 2022. [Электронный ресурс]. URL: <https://musingsonmarkets.blogspot.com/2022/01/the-esg-movement-goodness-gravy-train.html> (дата обращения: 20.07.2025).
9. Damodaran A. The ESG Movement: The "Goodness" Gravy Train Rolls On! New York: Stern School of Business, New York University, 2022. 28 p.
10. Financial Times. Suddenly defence shares don't look so loathsome. // Financial Times. 2022. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.ft.com/content/0f175ffd-73b9-4f8a-9f4e-2f5796b92a57> (дата обращения: 20.07.2025).
11. Morningstar, Inc. Sustainable Reality 2022: Assessing the ESG Fund Universe. Chicago, 2022. 30 p.
12. Morningstar, Inc. Sustainable Reality: Analyzing Risk and Returns of Sustainable Funds. Chicago, 2021. 36 p.
13. Funds Europe. ESG funds show greater survival rates // Funds-Europe.com. 2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://funds-europe.com/esg-funds-show-greater-survival-rates/> (дата обращения: 20.07.2025).
14. MSCI Inc. MSCI World ESG Leaders Select Index Methodology. 2024. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.msci.com/indexes/msci-world-esg-leaders-select-index> (дата обращения: 20.07.2025).