

AUTHOR INFORMATION:

Ван Линь* – 3-й курс докторантуры, DBA, бизнес-школа Аль-Фараби, Казахский национальный университет имени Аль-Фараби, Алматы, Казахстан. E-mail: w.lin@internet.ru

Кошкина Ольга, PhD в области финансов, ассоц. профессор (доцент), кафедра финансов и учета, Университет международного бизнеса, Алматы, Казахстан. E-mail: o.koshkina@mail.ru. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0847-3537>

Ван Линь* – 3 курс PhD докторанты, DBA, Эл-Фараби бизнес мектебі, Эл-Фараби атындағы ҚазҰУ, Алматы, Қазақстан. E-mail: w.lin@internet.ru

Кошкина Ольга, Қаржы ғылымдарының докторы, доцент, Қаржы және бухгалтерлік есеп кафедрасы, Халықаралық бизнес университеті, Алматы, Қазақстан. email: o.koshkina@mail.ru. ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-0847-3537>

Wang Lin* – 3rd year Doctoral Student, DBA, Al-Farabi business school, Al-Farabi Kazakh National University, Almaty, Kazakhstan. E-mail: w.lin@internet.ru

Koshkina Olga, PhD in Finance, Associate Professor, Department of Finance and Accounting, University of International Business, Almaty, Kazakhstan. email: o.koshkina@mail.ru. ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-0847-3537>

МРНТИ 06.00.32
УДК 338.2:658.155(574)

DOI 10.58319/26170493_2026_2_124

ИНСТИТУЦИОНАЛИЗАЦИЯ ESG-ФАКТОРОВ И ТРАНСФОРМАЦИЯ МЕХАНИЗМОВ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ КАПИТАЛА В СОВРЕМЕННОЙ ЭКОНОМИКЕ

Есенгали Л.¹, Узун Й.У.², Закирова Д.И.^{1,3}

¹Университет «Туран», Алматы, Казахстан; ²Университет Битлис Эрен, г. Битлис, Турецкая Республика; ³Университет Гумбольдта, г. Берлин, Федеративная Республика Германия

АННОТАЦИЯ. Статья анализирует институционализацию ESG-факторов как переход от добровольных практик корпоративной ответственности к институционально закреплённому стандарту, оказывающему влияние на инвестиционные решения и стоимость капитала. Цель исследования – проанализировать институционализацию ESG как механизм перераспределения капитала и оценить её влияние на инвестиционные потоки, стоимость капитала и структуру регуляторных издержек. Методологическая основа исследования включает институциональный и сравнительный экономический анализ, дескриптивную интерпретацию агрегированных статистических индикаторов развития устойчивого финансирования, а также контент-анализ ключевых регуляторных и методических документов. В качестве эмпирических индикаторов рассматриваются масштаб устойчивых активов, динамика расширения сети Принципов ответственного инвестирования (PRI) и развитие сегмента устойчивых облигаций. Показано, что институционализация ESG сопровождается расширением масштабов устойчивого финансирования и превращением ESG в значимый элемент современной финансовой инфраструктуры. Расширение раскрытия нефинансовой информации способствует снижению информационной асимметрии и уменьшению премии за риск, что может приводить к снижению стоимости капитала. В то же время усиление нормативных требований способно увеличивать комплаенс- и трансакционные издержки компаний. Научная новизна заключается в концептуализации институционализации ESG как механизма перераспределения капитала и в разработке логической модели, связывающей регуляторные требования, раскрытие информации, информационную асимметрию и стоимость капитала. Отмечается, что неоднородность ESG-рейтингов ограничивает однозначность рыночного сигнала и может снижать эффективность распределения капитала. Проведённый сравнительный анализ указывает на то, что для формирующихся экономик, включая страны Центральной Азии, влияние ESG зависит от качества регуляторной среды и способности национальных институтов адаптироваться к новым требованиям устойчивого финансирования.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: институционализация ESG, распределение капитала, стоимость капитала, устойчивое финансирование, регуляторная нагрузка, информационная асимметрия, инвестиционная привлекательность.

Қазіргі экономикадағы ESG-факторлардың институционалдануы және капиталды бөлу тетіктерінің трансформациясы

Есенгали Л.¹, Узун Й.У.², Закирова Д.И.^{1,3}

¹«Туран» университеті, Алматы қ., Қазақстан Республикасы; ²Битлис Эрен университеті, Битлис қ., Түркия Республикасы; ³Гумбольдт университеті, Берлин қ., Германия Федеративтік Республикасы

АНДАТПА. Мақала ESG-факторлардың институционалдануын корпоративтік жауапкершіліктің ерікті тәжірибелерінен инвестициялық шешімдер мен капитал құнына әсер ететін институционалдық тұрғыдан бекітілген стандартқа көшу үдерісі ретінде талдайды. Зерттеудің мақсаты – ESG институционалдануын капиталды қайта бөлудің тетігі ретінде талдау және оның инвестициялық ағындарға, капитал құнына және реттеушілік шығындардың құрылымына әсерін бағалау. Зерттеудің әдіснамалық негізіне институционалдық және салыстырмалы экономикалық талдау, орнықты қаржыландырудың дамуын сипаттайтын агрегатталған статистикалық көрсеткіштерді дескриптивтік интерпретациялау, сондай-ақ негізгі реттеушілік және әдістемелік құжаттарға контент-талдау жүргізу кіреді. Эмпирикалық индикаторлар ретінде орнықты активтердің ауқымы, Жауапты инвестициялау қағидаттары (PRI) желісінің кеңею динамикасы және орнықты облигациялар сегментінің дамуы қарастырылады. Зерттеу нәтижелері ESG институционалдануы орнықты қаржыландыру ауқымының кеңеюімен қатар жүретінін және ESG-нің қазіргі қаржылық инфрақұрылымның маңызды элементіне айналғанын көрсетті. Қаржылық емес ақпаратты ашу көлемінің артуы ақпараттық асимметрияның төмендеуіне және тәуекел сыйақысының қысқаруына ықпал етеді, бұл капитал құнының төмендеуіне әкелуі мүмкін. Сонымен қатар нормативтік талаптардың күшеюі компаниялардың комплаенс және трансакциялық шығындарының өсуіне себеп болуы ықтимал. Зерттеудің ғылыми жаңалығы ESG институционалдануын капиталды қайта бөлудің тетігі ретінде тұжырымдамалауда және реттеушілік талаптарды, ақпаратты ашуды, ақпараттық асимметрияны және капитал құнын өзара байланыстыратын логикалық модельді әзірлеуде көрінеді. ESG-рейтингтердің әркелкілігі нарықтық сигналдың бірімділігін шектейтіні және капиталды бөлудің тиімділігін төмендетуі мүмкін екені көрсетілген. Жүргізілген салыстырмалы талдау Орталық Азия елдерін қоса алғанда, қалыптасып келе жатқан экономикалар үшін ESG ықпалы реттеушілік ортаның сапасына және ұлттық институттардың орнықты қаржыландырудың жаңа талаптарына бейімделу қабілетіне тәуелді екенін көрсетеді.

ТҮЙІН СӨЗДЕР: ESG институционалдануы, капиталды бөлу, капитал құны, тұрақты қаржыландыру, реттеушілік жүктеме, ақпараттық асимметрия, инвестициялық тартымдылық

Institutionalization of ESG factors and the transformation of capital allocation mechanisms in the modern economy

Yessengali L.¹, Uzun Y.U.², Zakirova D.I.^{1,3}

¹Turan University, Almaty, Republic of Kazakhstan; ²Bitlis Eren University, Bitlis, Republic of Türkiye; ³Humboldt University of Berlin, Berlin, Federal Republic of Germany

ABSTRACT. The article examines the institutionalization of ESG factors as a transition from voluntary corporate responsibility practices to an institutionally embedded standard influencing investment decisions and the cost of capital. The aim of the study is to analyze ESG institutionalization as a mechanism of capital allocation and to assess its impact on investment flows, the cost of capital, and the structure of regulatory costs. The methodological framework combines institutional and comparative economic analysis, descriptive interpretation of aggregated statistical indicators of sustainable finance development, and content analysis of key regulatory and methodological documents. The empirical indicators include the scale of sustainable assets, the expansion dynamics of the Principles for Responsible Investment (PRI) network, and the development of the sustainable bond market segment. The findings demonstrate that ESG institutionalization is accompanied by the expansion of sustainable finance and the transformation of ESG into a significant component of modern financial infrastructure. Enhanced non-financial disclosure contributes to reducing information asymmetry and lowering risk premiums, which may lead to a decline in the cost of capital. At the same time, the strengthening of regulatory requirements may increase corporate compliance and transaction costs. The scientific novelty of the study lies in conceptualizing ESG institutionalization as a mechanism of capital allocation and in developing a logical model linking regulatory requirements, information disclosure, information asymmetry, and the cost of capital. The study also highlights that the heterogeneity of ESG ratings limits the clarity of market signals and may reduce the efficiency of capital allocation. The comparative analysis indicates that, for emerging economies, including the countries of Central Asia, the impact of ESG depends on the quality of the regulatory environment and the ability of national institutions to adapt to the evolving requirements of sustainable finance.

KEYWORDS: ESG institutionalization, capital allocation, cost of capital, sustainable finance, regulatory burden, information asymmetry, investment attractiveness

ВВЕДЕНИЕ. В последние два десятилетия концепция ESG (Environmental, Social and Governance) из добровольной практики корпоративной социальной ответственности трансформировалась в значимый институциональный фактор глобальной экономической системы [1]. Если первоначально ESG рассматривалась преимущественно как элемент репутационного позиционирования компаний и инструмент этически ориентированного инвестирования, то в 2020-е годы она приобрела статус регуляторного и инвестиционного стандарта, оказывающего прямое влияние на распределение капитала, стоимость финансирования и конкурентные преимущества хозяйствующих субъектов [2, 3].

Актуальность исследования определяется тем, что институционализация ESG изменила не только корпоративные практики раскрытия информации, но и саму архитектуру финансовых рынков. Крупнейшие институциональные инвесторы интегрируют ESG-факторы в инвестиционные стратегии, международные регуляторы внедряют обязательные стандарты раскрытия нефинансовой информации, а наднациональные структуры формируют единые классификации устойчивой экономической деятельности [3]. В результате ESG перестает быть добровольным ориентиром и становится элементом экономической инфраструктуры, влияющим на поведение компаний, структуру инвестиционных потоков и динамику издержек бизнеса [4].

Одновременно с этим усиливается научная дискуссия относительно экономической эффективности и последствий институционализации ESG. С одной стороны, многочисленные исследования демонстрируют положительную связь между качеством ESG-практик и финансовой устойчивостью компаний, снижением рисков и более стабильной динамикой доходности [2, 4]. С другой стороны, расширение регуляторных требований в сфере раскрытия нефинансовой отчетности сопровождается ростом транзакционных издержек и усложнением комплаенс-процедур, что может создавать дополнительную нагрузку на бизнес, особенно в условиях высокой конкурентной среды [3].

Таким образом, формируется двойственная экономическая реальность: ESG одновременно выступает инструментом снижения информационной асимметрии и повышения инвестиционной прозрачности, но

также становится источником новых регуляторных издержек и институциональных ограничений. В этой связи возникает необходимость комплексного анализа не только исторической эволюции концепции ESG, но и её экономических последствий в контексте трансформации рыночных механизмов и регуляторной среды.

Дополнительную сложность создаёт сохраняющаяся несопоставимость ESG-оценок различных рейтинговых провайдеров. Различия в методиках расчёта, наборе используемых показателей и принципах взвешивания критериев могут формировать противоречивые сигналы для инвесторов и снижать эффективность ESG как инструмента распределения капитала [5].

Несмотря на значительное количество публикаций, посвящённых вопросам устойчивого инвестирования и корпоративной ответственности, в научной литературе сохраняется недостаточная систематизация экономических эффектов институционализации ESG как процесса перехода от добровольных норм к обязательным регуляторным требованиям. Библиометрические исследования фиксируют стремительный рост интереса к данной тематике, однако одновременно указывают на сохраняющуюся фрагментарность исследовательского поля и различия в подходах к оценке ESG-эффектов [6, 7]. При этом большинство существующих исследований сосредоточено либо на анализе отдельных аспектов ESG-регулирования и раскрытия информации, либо на оценке влияния ESG-показателей на финансовые результаты компаний. В значительно меньшей степени исследована причинно-следственная связь между институционализацией ESG, изменением механизмов раскрытия информации и трансформацией процессов инвестиционной аллокации капитала на уровне экономики в целом.

В этой связи был сформулирован исследовательский вопрос: каким образом институционализация ESG влияет на механизмы распределения капитала и формирование регуляторных и инвестиционных стимулов в современной экономике?

Целью исследования является анализ эволюции ESG как экономического института и выявление его влияния на инвестиционные потоки, стоимость капитала и регуляторные издержки компаний в условиях формирования глобальной системы устойчивого финансирования.

Для достижения поставленной цели решаются следующие задачи:

- проанализировать этапы институциональной эволюции ESG и определить их экономическое содержание;
- систематизировать существующие научные подходы к оценке влияния ESG на финансовые показатели и инвестиционную привлекательность компаний;
- выявить экономические последствия расширения нормативного регулирования в сфере ESG-отчетности;
- оценить различия моделей институционализации ESG в ведущих экономических юрисдикциях.

Гипотеза исследования заключается в том, что институционализация ESG приводит к формированию двойственного экономического эффекта: с одной стороны, интеграция ESG-факторов способствует снижению информационной асимметрии и рисков, повышая устойчивость компаний и их инвестиционную привлекательность; с другой - усиление регуляторных требований увеличивает издержки комплаенса и трансформирует конкурентные условия ведения бизнеса.

Теоретическая значимость работы состоит в развитии представлений об ESG как об экономическом институте, влияющем на распределение капитала, снижение информационной асимметрии и формирование новых регуляторных стандартов [3, 8].

Практическая значимость исследования заключается в возможности использования полученных выводов при разработке государственной политики в сфере устойчивого финансирования, формировании национальных таксономий и совершенствовании механизмов раскрытия нефинансовой информации. Особую значимость данный вопрос приобретает для развивающихся экономик, где ESG-факторы всё чаще рассматриваются как элемент инвестиционной привлекательности и институционального развития [9].

В отличие от исследований, фокусирующихся преимущественно либо на правовой трансформации ESG [8], либо на взаимосвязи ESG-показателей и финансовых результатов компаний [2, 4], настоящая работа предлагает интегративный подход, соединяющий институциональный анализ, динамику устойчивых финансовых рынков и формализованный механизм влияния ESG на стоимость капитала. Вклад исследования заключается в разработке концептуальной интерпретации институционализации ESG как механизма перераспределения капитала, связывающего изменения регуляторной среды, практики раскрытия информации и инвестиционные решения участников рынка. Такой подход позволяет объединить микроуровень корпоративных финансов и макроуровень институциональных преобразований в единую аналитическую рамку.

Представленная работа ориентирована на формирование системного понимания ESG как нормативно-этической категории и как фактора экономической трансформации, способного изменять параметры функционирования рынков капитала и институциональной среды современной экономики.

МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ. Исследование основано на институциональном и сравнительном экономическом анализе процессов формирования и развития экологических, социальных и управленческих факторов как элемента современной финансовой и регуляторной системы. Методологическая рамка работы объединяет институциональный подход, дескриптивный статистический анализ, контент-анализ нормативных документов и сравнительный анализ моделей институционализации устойчивого финансирования.

В теоретической части используется институциональный подход, позволяющий рассматривать ESG-факторы как формирующий экономический институт, влияющий на распределение капитала, структуру рисков и поведение участников рынка. В рамках данного подхода устойчивое финансирование интерпретируется как система формирующихся норм, стандартов и стимулов, изменяющих экономическую среду и механизмы функционирования финансовых рынков. Для анализа эволюции концепции применён сравнительно-исторический подход, позволяющий проследить переход от добровольных практик социально ответственного инвестирования к формализованной системе раскрытия нефинансовой информации и усилению регуляторных требований.

Информационную основу исследования составляют статистические данные глобальных обзоров устойчивого инвестирования, включая отчёты Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) и US SIF: The Forum for Sustainable and Responsible Investment, научные публикации в журналах, а также эмпирические исследования влияния ESG-факторов на инвестиционные потоки, стоимость капитала и институциональное качество, в том числе работы, посвящённые странам Центральной Азии.

Эмпирическая база исследования охватывает период 2012-2024 гг., в течение которого произошёл наиболее интенсивный этап институционализации ESG и устойчивого финансирования. Для анализа использованы данные GSIA и US SIF по объёмам устойчивых активов под управлением, а также материалы регуляторных документов Европейского союза, США и ряда международных организаций, определяющих требования к раскрытию ESG-информации и классификации устойчивой экономической деятельности.

Для анализа масштабов институционализации используются агрегированные показатели, отражающие динамику и степень институционального закрепления устойчивого финансирования, включая объёмы устойчивых активов под управлением, расширение числа институциональных участников, интегрирующих ESG-факторы в инвестиционные решения, а также развитие специализированных сегментов устойчивых финансовых инструментов, прежде всего рынка устойчивых облигаций. Данные показатели рассматриваются как операциональные индикаторы институционализации ESG и позволяют оценить масштабы вовлечённого капитала и распространение устойчивых критериев на финансовых рынках.

Контент-анализ нормативных и методических документов проводится по набору аналитических категорий, отражающих степень формализации и институциональной жёсткости регулирования ESG. В качестве единиц анализа рассматриваются регуляторные акты, стандарты раскрытия информации и методические рекомендации международных и национальных органов. Анализ включает оценку обязательности раскрытия ESG-информации, степени стандартизации показателей и наличия таксономических критериев устойчивой деятельности, требований к верификации и внешнему подтверждению отчётности, механизмов надзора и санкций, а также институционального охвата регулирования, определяемого масштабом компаний и отраслевой принадлежностью субъектов, подпадающих под соответствующие требования. Выделенные категории используются в сравнительном анализе для оценки уровня нормативной жёсткости и степени институционализации устойчивого финансирования в различных юрисдикциях.

На основе выделенных категорий формируется

сравнительная матрица регуляторных моделей, позволяющая сопоставить степень институционализации ESG в различных юрисдикциях и выявить различия в уровне нормативной жёсткости, стандартизации и охвате регулирования.

В рамках исследования применяется дескриптивный статистический анализ динамики устойчивых инвестиционных активов и масштабов институционального охвата устойчивых финансовых практик. Результаты контент-анализа и построенной сравнительной матрицы используются для сопоставления регуляторных моделей и выявления различий в степени институционализации ESG в рассматриваемых юрисдикциях.

На основе анализа современной научной литературы также проводится систематизация экономических эффектов институционализации ESG, включая прямые финансовые эффекты, связанные с изменением стоимости капитала и рыночной волатильности, косвенные институциональные эффекты, проявляющиеся в изменении репутационных рисков и доступе к финансированию, а также регуляторные и трансакционные издержки.

Исследование носит аналитико-дескриптивный характер и не предполагает построения эконометрической модели. Используемые агрегированные данные

могут различаться в зависимости от источников и методик расчёта, а различия в стандартах раскрытия информации ограничивают сопоставимость отдельных показателей между регионами. Тем не менее их использование позволяет выявить общие тенденции институционализации ESG и изменения механизмов распределения капитала.

Комбинация указанных методов позволяет проследить взаимосвязь между развитием регуляторной инфраструктуры ESG, расширением практик раскрытия информации и изменением масштабов устойчивого инвестирования как ключевого механизма перераспределения капитала.

РЕЗУЛЬТАТЫ И ИХ ОБСУЖДЕНИЕ. Институционализация ESG первоначально проявляется в устойчивом расширении соответствующего сегмента глобального рынка капитала. Динамика устойчивых активов демонстрирует многократное увеличение объёма за последнее десятилетие с выраженной фазой ускорения в 2012-2020 гг. и последующей корректировкой, обусловленной изменением методологии расчёта (рис. 1). Несмотря на пересмотр подходов к классификации, по данным GSIA (2022), совокупный прирост за десятилетний период превышает 100%, а среднегодовой темп роста находился на двузначном уровне.

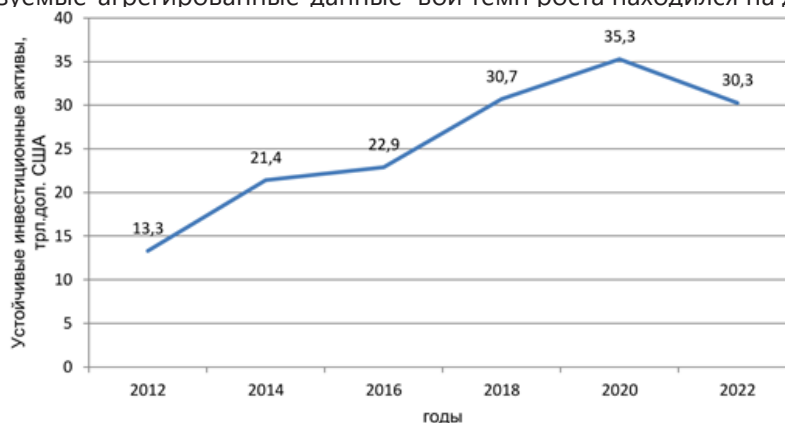


Рисунок 1 - Динамика устойчивых инвестиционных активов (GSIA)

Примечание: составлено авторами на основе [10, 11].

Дополнительным индикатором институционального закрепления ESG выступает расширение сети Principles for Responsible Investment. Число участников демонстрирует более высокую динамику по сравнению с объёмом активов под управлением, что указывает на нормализацию ESG-подхода в инвестиционной практи-

ке и расширение круга акторов, интегрирующих устойчивые критерии в стратегию управления капиталом (рис. 2). Темпы роста числа подписантов превышают динамику AUM, что свидетельствует о качественном расширении институциональной базы.

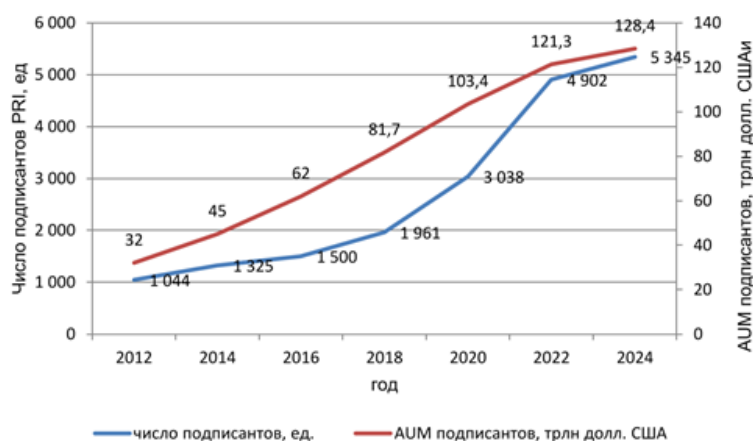


Рисунок 2 - Динамика числа подписантов PRI и активов под управлением

Примечание: составлено авторами на основе [12].

Формирование специализированного сегмента трансформации. Объём выпуска устойчивых облигаций увеличился более чем на порядок за период с

середины 2010-х годов, после чего рынок перешёл к фазе стабилизации на существенно более высоком уровне (рис. 3). Это означает, что устойчивые критерии стали встроенным элементом ценообразования долговых инструментов.

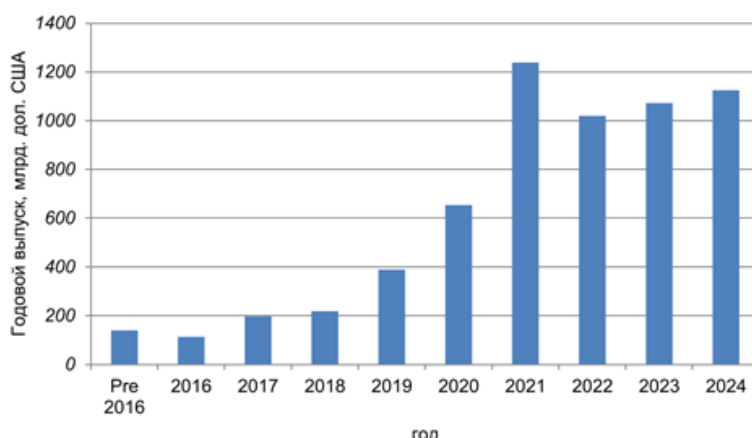


Рисунок 3 - Динамика мирового рынка устойчивых облигаций

Примечание: составлено авторами на основе [13].

Таким образом, количественная динамика (активы - институты - инструменты) подтверждает переход ESG из ниши ответственного инвестирования в структурный компонент глобального механизма аллокации капитала.

Рыночное расширение сопровождается нормативным укреплением устойчивых требований. Расширение периметра обязательного раскрытия и унификация критериев устойчивой деятельности формируют институциональную среду, в которой ESG перестаёт быть добровольным сигналом и становится регуляторно закреплённым стандартом. Увеличение числа компаний, подпадающих под требования раскрытия, и формирование таксономических критериев создают условия для перераспределения капитальных затрат в пользу проектов, соответствующих установленным параметрам. В результате устойчивые показатели начинают влиять не только на раскрытие информации, но и на стратегическое бюджетирование и инвестиционные решения.

Для аналитического уточнения выявленного двойственного эффекта представим упрощённую логическую модель, отражающую основные каналы воздействия институционализации ESG на стоимость капитала и структуру издержек компаний. Модель не претендует на эмпирическую оценку, а служит формализованным описанием последовательности экономических зависимостей.

Обозначим степень регуляторной институционализации ESG через параметр R , отражающий расширение нормативного периметра, обязательности раскрытия информации и требований к верификации. Предположим, что усиление регуляторных требований повышает уровень раскрытия нефинансовой информации компаний:

$$D = f(R), f'(R) > 0 \quad (1)$$

где D - уровень (интенсивность) раскрытия ESG/нефинансовой информации.

Рост раскрытия снижает информационную асимметрию между эмитентом и инвесторами:

$$A = g(D), g'(D) < 0 \quad (2)$$

где A - мера информационной асимметрии.

Информационная асимметрия влияет на премию за риск, включаемую инвесторами в требуемую доходность:

$$\pi = h(A), h'(A) > 0 \quad (3)$$

где π - премия за риск.

Средневзвешенная стоимость капитала зависит от премии за риск:

$$WACC = i(\pi), i'(\pi) > 0 \quad (4)$$

Таким образом, формируется последовательная цепочка воздействия: усиление институционализации (R) увеличивает раскрытие (D), рост раскрытия снижает асимметрию (A), уменьшение асимметрии сокращает премию за риск (π), а снижение премии приводит к уменьшению стоимости капитала ($WACC$).

Из (1)-(4) следует цепочка предельных эффектов:

$$dWACC/dR = i'(\pi) \cdot h'(A) \cdot g'(D) \cdot f'(R) < 0$$

То есть при прочих равных усиление стандартизации и раскрытия может снижать $WACC$ через уменьшение информационной асимметрии и риск-премии. Одновременно институционализация повышает регуляторные и комплаенс-издержки компаний:

$$C_{(c)} = j(R), j'(R) > 0 \quad (5)$$

где $C_{(c)}$ - издержки комплаенса и связанные транзакционные расходы.

Чистый экономический эффект институционализации ESG зададим как разность выгод и издержек:

$$NE(R) = B(WACC_0 - WACC(R)) - C_{(c)}(R) \quad (6)$$

где $NE(R)$ - чистый эффект (net effect),

$WACC_0$ - базовый уровень стоимости капитала (до усиления институционализации),

Функция $B(\cdot)$ отражает экономическую выгоду от снижения стоимости капитала, причём $B'(x) > 0$, где $x = WACC_0 - WACC(R)$.

Тогда предельный чистый эффект институционализации определяется как

$$dNE/dR = -B'(WACC_0 - WACC(R)) \cdot (dWACC/dR) - dC_{(c)}/dR$$

где $WACC = WACC(R)$ определяется через зависимости (1)-(4).

Модель предполагает, что влияние R на $WACC$ реализуется преимущественно через информационный канал; альтернативные каналы в данной формализации не моделируются.

Рисунок 4 иллюстрирует двойственный характер эффекта: снижение премии за риск и стоимости капитала при одновременном росте регуляторных издержек.

Несмотря на усиление раскрытия, качество ESG-сигнала остаётся неоднородным. Методологические

различия между рейтинговыми провайдерами приводят к умеренной корреляции оценок («aggregate confusion»), что может ограничивать снижение риск-премии и эффективность аллокации капитала.

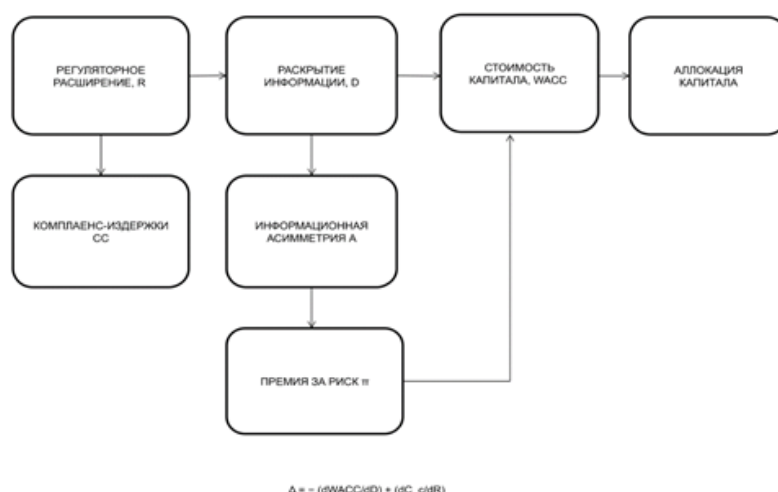


Рисунок 4 - Механизм влияния институционализации ESG на стоимость капитала и аллокацию ресурсов

Примечание: составлено авторами.

Таким образом, устойчивые факторы трансформируются в институционализированный механизм перераспределения капитала с двойственным экономическим эффектом.

Полученные результаты позволяют рассматривать экологические, социальные и управленческие факторы не как продолжение корпоративной социальной ответственности, а как институционально оформленный элемент финансовой системы. Масштаб устойчивых активов и расширение сети PRI подтверждают, что ESG интегрирован в инфраструктуру глобальных рынков капитала. Тем самым происходит переход от нормативно-этической логики к институционально-экономической, в рамках которой устойчивые параметры становятся частью механизмов оценки риска и аллокации ресурсов.

Полученные результаты согласуются с выводами Pollman об эволюции ESG от добровольной практики к институционализированному элементу современной экономической системы [8].

Предложенный формализованный механизм позволяет интерпретировать влияние ESG через снижение информационной асимметрии и премии за риск, что потенциально отражается в динамике WACC. В этом контексте выводы Gillan и Starks о нейтрально-положительной связи ESG и финансовых показателей получают дополнительное объяснение: устойчивые практики уменьшают неопределённость и, следовательно, могут снижать требуемую доходность капитала [2, 4]. Данный вывод согласуется и с более поздними исследованиями, фиксирующими преимущественно положительное влияние ESG-факторов на корпоративные финансовые результаты [14].

Одновременно институционализация сопровождается ростом регуляторных и комплаенс-издержек [3]. Расширение нормативного периметра и унификация раскрытий повышают сопоставимость компаний и улучшают условия инвестиционного анализа, что соответствует выводам исследований по сопоставимости корпоративной и ESG-отчётности [15], однако усиливают нагрузку на корпоративный сектор. Таким образом, формируется экономический компромисс между прозрачностью и регуляторной нагрузкой, величина которого зависит от масштаба компании и зрелости институциональной среды.

Результаты Berg et al. о дивергенции ESG-рейтингов дополняют данную картину [5]. Методологическая неоднородность снижает однозначность рыночного сигнала и может ограничивать эффективность перераспределения капитала. Следовательно, институционализация ESG не гарантирует автоматического повышения рыночной эффективности; её результат во многом определяется степенью гармонизации стандартов и сопоставимости данных.

Сравнительный анализ указывает на различие институциональных моделей. Европейский союз реализует нормативно-жесткий подход через обязательные стандарты раскрытия и таксономию устойчивой деятельности [16, 17]. Американская модель в большей степени опирается на рыночные механизмы и постепенную регуляторную стандартизацию раскрытия [3, 18]. Различия формируют неодинаковую структуру стимулов и издержек для компаний.

Для проверки применимости предложенной логики на уровне формирующихся рынков рассмотрим страны Центральной Азии, где процессы институционализации устойчивого финансирования находятся на различных стадиях развития.

Если на корпоративном уровне снижение информационной асимметрии влияет на премию за риск и стоимость капитала, то на страновом уровне аналогичный механизм проявляется через восприятие качества институтов и предсказуемости регулирования. В этом контексте устойчивые параметры могут выступать сигналом институциональной надёжности.

Динамика притока прямых иностранных инвестиций в странах Центральной Азии за 2012-2023 гг. демонстрирует выраженную межстрановую дифференциацию (рис. 5). Казахстан характеризуется относительно более устойчивой траекторией, тогда как в Кыргызстане и Таджикистане наблюдаются более значительные колебания. Туркменистан демонстрирует сравнительно высокие показатели FDI, однако динамика носит секторно-концентрированный характер.

Показатели качества регулирования (Regulatory Quality) отражают устойчивую институциональную асимметрию региона (рис. 6). Казахстан демонстрирует наивысшие значения индекса в регионе, в то время как в Таджикистане и Туркменистане фиксируются существенно более низкие показатели. Кыргызстан и

Узбекистан занимают промежуточные позиции с умеренной динамикой улучшения.

Сопоставление средних значений притока прямых иностранных инвестиций и индекса качества регули-

рования за 2012-2023 гг. позволяет перейти к агрегированной оценке институционально-инвестиционного профиля стран региона (табл. 1).

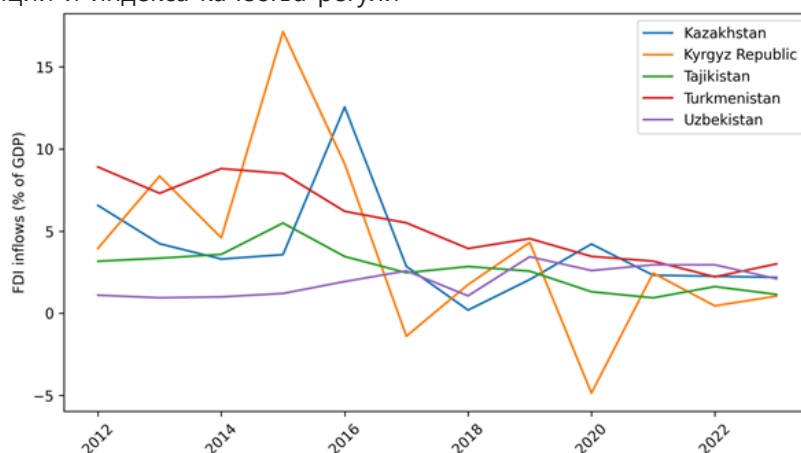


Рисунок 5 - Приток прямых иностранных инвестиций (% ВВП) в странах Центральной Азии, 2012-2023 гг.

Источник: [19].

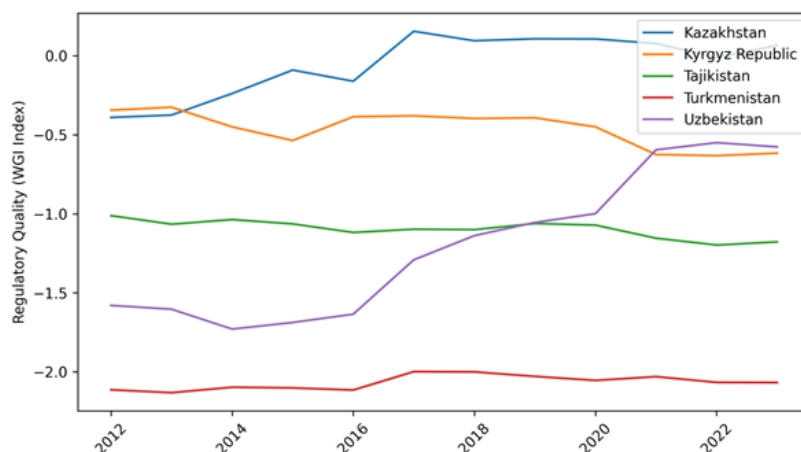


Рисунок 6 - Индекс качества регулирования (WGI) в странах Центральной Азии, 2012-2023 гг.

Источник: [19].

Таблица 1 - Институциональные и инвестиционные показатели стран Центральной Азии (средние значения за 2012-2023 гг.)

Страна	FDI, % ВВП (среднее)	Regulatory Quality (среднее)
Туркменистан	5,46	-2,07
Кыргызстан	3,90	-0,46
Казахстан	3,86	-0,06
Таджикистан	2,66	-1,10
Узбекистан	1,99	-1,20

Источник: Рассчитано авторами на основе [19, 20].

Отсутствие линейного соответствия между качеством регулирования и объёмом FDI свидетельствует о том, что инвестиционная привлекательность формируется под воздействием нескольких факторов. Однако страны с более высоким качеством регулирования демонстрируют более устойчивый характер инвестиционной динамики, что согласуется с логикой институционального подхода. Казахстан сочетает сравнительно более высокое качество регулирования со стабильным притоком капитала. Кыргызстан характеризуется сопоставимой средней долей FDI при большей волатильности инвестиций. Таджикистан и Узбекистан демонстрируют более низкие институциональные по-

казатели и менее устойчивую инвестиционную динамику. Туркменистан иллюстрирует ресурсно-концентрированную модель интеграции, при которой объём притока капитала не отражает институциональной предсказуемости или диверсифицированности экономики.

Таким образом, представленные данные указывают на возможную связь между качеством регуляторной среды и характером инвестиционной интеграции, однако требуют дальнейшей количественной проверки. Для формирующихся экономик характерна внешне индуцированная институционализация, при которой выгоды снижения риск-премии могут сочетаться с диспропорциональной нагрузкой на корпоративный сектор. В этом контексте, включая ситуацию Казахстана, институционализация ESG требует баланса между снижением премии за риск через повышение прозрачности и ограничением комплаенс-нагрузки на корпоративный сектор.

В целом институционализация ESG проявляется как механизм трансляции нормативных стандартов в ценностные параметры капитала как на корпоративном, так и на страновом уровне. Её последствия зависят от зрелости институтов, гармонизации стандартов и способности экономической системы адаптироваться к новым требованиям.

Следует учитывать ограничения исследования. Анализ основан на агрегированных статистических данных и дескриптивной интерпретации; отсутствие эконометрического моделирования ограничивает возможность строгой оценки причинно-следственных связей. Перспективными направлениями дальнейших исследований являются оценка влияния ESG на стоимость долга и кредитные спрэды, анализ издержек комплаенса в различных юрисдикциях и эмпирические исследования формирующихся рынков.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ. Проведённое исследование позволило выявить этапную институциональную трансформацию ESG: от добровольных практик социально ответственного инвестирования к стандартизированному инвестиционному инструменту, а затем к нормативно закреплённому элементу финансовой архитектуры. Тем самым институционализация устойчивых факторов рассматривается как последовательное формирование экономического института, влияющего на механизмы распределения капитала.

Систематизация научных подходов показала, что существующая литература преимущественно разделяет финансовые и нормативные аспекты ESG. В настоящей работе предложена интегративная трактовка, соединяющая инвестиционный масштаб, регуляторную институционализацию и параметры стоимости капитала. Формализованный механизм продемонстрировал, что влияние институционализации может реализовываться через снижение информационной асимметрии и премии за риск при одновременном росте регуляторных издержек.

Анализ показал двойственный характер экономического эффекта. С одной стороны, повышение степени стандартизации и раскрытия информации способно снижать неопределённость и оказывать влияние на динамику WACC. С другой стороны, усиление нормативных требований сопровождается ростом комплаенс- и транзакционных издержек. Итоговый эффект

определяется балансом этих каналов и качеством институциональной среды.

Сравнительный анализ регуляторных моделей подтвердил различие структур стимулов и издержек в различных юрисдикциях. Для формирующихся экономик, включая страны Центральной Азии, характерна внешне индуцированная институционализация, при которой выгоды снижения риск-премии и повышения инвестиционной прозрачности могут сочетаться с диспропорциональной нагрузкой на корпоративный сектор. Проведённый анализ указывает на то, что качество регуляторной среды способно выступать фактором устойчивости инвестиционных потоков, что подчёркивает значимость институциональной адаптации ESG-требований к условиям национальных рынков.

Дополнительно установлено, что дивергенция ESG-рейтингов ограничивает однозначность рыночного сигнала и снижает эффективность перераспределения капитала, что подчёркивает значимость дальнейшей унификации методологических подходов.

Научная новизна исследования заключается в концептуализации институционализации ESG как механизма перераспределения капитала, связывающего регуляторные требования, раскрытие информации, информационную асимметрию и стоимость капитала. Предложенная логическая модель позволяет рассматривать ESG не только как совокупность экологических, социальных и управленческих факторов, но и как экономический институт, формирующий инвестиционные стимулы на корпоративном и страновом уровнях.

Полученные результаты могут быть использованы при разработке механизмов регулирования устойчивого финансирования и систем раскрытия информации, обеспечивающих баланс между повышением прозрачности и ограничением издержек комплаенса.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:

1. Townsend B. From SRI to ESG: The origins of socially responsible and sustainable investing // *Journal of Impact & ESG Investing*. – 2020. – Vol. 1, No. 1. – P. 10–25. – DOI: 10.3905/jesg.2020.1.1010.
2. Starks L.T. Sustainable finance and ESG issues: Value versus values // *The Journal of Finance*. – 2021. – Vol. 76, No. 5. – P. 2297–2335. – DOI: 10.1111/jofi.13095.
3. ESG investing: Practices, progress and challenges. – Paris: OECD Publishing, 2020. – DOI: 10.1787/ab7c0a2b-en.
4. Gillan S.L., Koch A., Starks L.T. Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance // *Journal of Corporate Finance*. – 2021. – Vol. 66. – Art. 101889. – DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2020.101889.
5. Berg F., Kolbel J.F., Rigobon R. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings // *Review of Finance*. – 2022. – Vol. 26, No. 6. – P. 1315–1344. – DOI: 10.1093/rof/rfac033.
6. Marie M. Exploring environmental, social and governance research in the wake of the COVID-19 pandemic: A bibliometric analysis // *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. – 2024. – Vol. 31, No. 2. – P. 1012–1028. – DOI: 10.1002/csr.2587.
7. Chytis E., Eriotis N., Mitroulia M. ESG in business research: A bibliometric analysis // *Journal of Risk and Financial Management*. – 2024. – Vol. 17, No. 10. – Art. 460. – DOI: 10.3390/jrfm17100460.
8. Pollman E. The making and meaning of ESG // *University of Pennsylvania Law Review*. – 2022. – Vol. 171, No. 3. – P. 901–975.
9. Ilyas A., Myrzatay Y., Umirzakov S., Baimukhanova S., Kakizhanova T. Impact of green growth factors on foreign direct investment: Evidence from Central Asia // *International Journal of Energy Economics and Policy*. – 2025. – Vol. 15, No. 6. – P. 50–57. – DOI: 10.32479/ijeep.20392.
10. Global Sustainable Investment Alliance. Global Sustainable Investment Review 2022. – 2022. – URL: <https://www.gsi-alliance.org> (дата обращения: 05.06.2026).
11. US SIF. Report on US Sustainable Investing Trends 2022. – Washington, DC: US SIF, 2022. – URL: <https://www.ussif.org> (дата обращения: 05.06.2026).
12. UN Principles for Responsible Investment. Annual Report 2024. – London: PRI Association, 2024. – URL: <https://www.unpri.org> (дата обращения: 05.06.2026).
13. Climate Bonds Initiative. Global State of the Market 2024. – London: Climate Bonds Initiative, 2024. – URL: <https://www.climatebonds.net> (дата обращения: 05.06.2026).
14. Al Azizah U.S., Haron R. The sustainability imperative: Evaluating the effect of ESG on corporate financial performance before and after the pandemic // *Discover Sustainability*. – 2025. – Vol. 6. – Art. 529. – DOI: 10.1007/s43621-025-01401-8.
15. Garcia-Rivas J., Martinez-Ferrero J., Ruiz-Cano D. CSR reporting and comparability: A systematic literature review // *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. – 2023. – Vol. 30, No. 3. – P. 1250–1266. – DOI: 10.1002/csr.2408.
16. Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment (EU Taxonomy Regulation) // *Official Journal of the European Union*. – 2020.
17. Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU as regards corporate sustainability reporting (CSRD) // *Official Journal of the European Union*. – 2022.
18. U.S. Securities and Exchange Commission. The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors (Proposed Rule). – Washington, DC: SEC, 2022.
19. World Bank. World Development Indicators [Data set]. – Washington, DC: World Bank, 2026. – URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (дата обращения: 05.06.2026).
20. World Bank. Worldwide Governance Indicators [Data set]. – Washington, DC: World Bank, 2026. – URL: <https://info.worldbank.org/governance/wgi/> (дата обращения: 05.06.2026).

REFERENCES:

1. Townsend, B. (2020). From SRI to ESG: The origins of socially responsible and sustainable investing. *Journal of Impact & ESG Investing*, 1(1), 10-25. <https://doi.org/10.3905/jesg.2020.1.1.010>
2. Starks, L. T. (2021). Sustainable finance and ESG issues - Value versus values. *The Journal of Finance*, 76(5), 2297-2335. <https://doi.org/10.1111/jofi.13095>
3. OECD. (2020). ESG investing: Practices, progress and challenges. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/ab7c0a2b-en>
4. Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, Article 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101889>
5. Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315-1344. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
6. Marie, M. (2024). Exploring environmental, social and governance research in the wake of the COVID-19 pandemic: A bibliometric analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(2), 1012-1028. <https://doi.org/10.1002/csr.2587>
7. Chytis, E., Eriotis, N., & Mitroulia, M. (2024). ESG in business research: A bibliometric analysis. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(10), Article 460. <https://doi.org/10.3390/jrfm17100460>
8. Pollman, E. (2022). The making and meaning of ESG. *University of Pennsylvania Law Review*, 171(3), 901-975.
9. Ilyas, A., Myrzatay, Y., Umirzakov, S., Baimukhanova, S., & Kakizhanova, T. (2025). Impact of green growth factors on foreign direct investment: Evidence from Central Asia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 15(6), 50-57. <https://doi.org/10.32479/ijeep.20392>
10. Global Sustainable Investment Alliance. (2022). Global sustainable investment review 2022. <https://www.gsi-alliance.org>
11. US SIF. (2022). Report on US sustainable investing trends 2022. <https://www.ussif.org>
12. UN Principles for Responsible Investment. (2024). Annual report 2024. <https://www.unpri.org>
13. Climate Bonds Initiative. (2024). Global state of the market 2024. <https://www.climatebonds.net>
14. Al Azizah, U. S., & Haron, R. (2025). The sustainability imperative: Evaluating the effect of ESG on corporate financial performance before and after the pandemic. *Discover Sustainability*, 6, Article 529. <https://doi.org/10.1007/s43621-025-01401-8>
15. Garcia-Rivas, J., Martinez-Ferrero, J., & Ruiz-Cano, D. (2023). CSR reporting and comparability: A systematic literature review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(3), 1250-1266. <https://doi.org/10.1002/csr.2408>
16. European Commission. (2020). Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment (EU Taxonomy Regulation). *Official Journal of the European Union*. <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj>
17. European Commission. (2022). Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU as regards corporate sustainability reporting (CSRD). *Official Journal of the European Union*. <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj>
18. U.S. Securities and Exchange Commission. (2022). The enhancement and standardization of climate-related disclosures for investors (Proposed rule). <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11042.pdf>
19. World Bank. (2026). World Development Indicators [Data set]. World Bank. <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>
20. World Bank. (2026). Worldwide Governance Indicators [Data set]. World Bank. <https://info.worldbank.org/governance/wgi/>

AUTHOR INFORMATION:

Есенгали Лейла - магистр экономики, докторант, Университет «Тұран», г. Алматы, Республика Казахстан, 25260848@turan-edu.kz, ORCID: 0009-0006-7159-5357;

Узун Йылмаз Улви - PhD, доцент, Университет Битлис Эрен, г. Битлис, Турецкая Республика, yuuzun@beu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-6428-4167;

Закирова Дильнара* - PhD, 1профессор-исследователь, Университет «Тұран», г. Алматы, Казахстан, 2приглашенный ученый, Университет Гумбольдта, г. Берлин, Германия, ulasdila@gmail.com, ORCID: 0000-0001-5161-959X

Есенгали Лейла - экономика магистрі, докторант, «Тұран» университеті, Алматы қ., Қазақстан Республикасы, 25260848@turan-edu.kz, ORCID: 0009-0006-7159-5357;

Узун Йылмаз Улви - PhD, Битлис Эрен университеті, Битлис қ., Түркия Республикасы, yuuzun@beu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-6428-4167;

Закирова Дильнара* - PhD, 1профессор-зерттеуші, «Тұран» университеті, Алматы қ., Қазақстан, 2шақырылған ғалым, Гумбольдт университеті, Берлин қ., Германия, ulasdila@gmail.com, ORCID: 0000-0001-5161-959X

Yessengali Leila - Master of Economics, PhD student, TURAN University, Almaty, Republic of Kazakhstan, 25260848@turan-edu.kz, ORCID: 0009-0006-7159-5357;

Uzun Yilmaz Ulvi - PhD, Bitlis Eren University, Bitlis, Republic of Türkiye, yuuzun@beu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-6428-4167;

Zakirova Dilara* - PhD, 1Research Professor, TURAN University, Almaty, Kazakhstan, 2Visiting Researcher, Humboldt University, Berlin, Germany, ulasdila@gmail.com, ORCID: 0000-0001-5161-959X

МРНТИ 06.78.51
УДК 330.34

DOI 10.58319/26170493_2026_2_132

INSTITUTIONAL ECONOMICS OF DOCTORAL EDUCATION AND HUMAN CAPITAL

Temerbayeva A.M.¹, Kozhumov A.S.², Baidildina A.M.³

¹META University, Almaty, Kazakhstan; ²L.N. Gumilyov Eurasian National University, Astana, Kazakhstan; ³Abai Kazakh National Pedagogical University, Almaty, Kazakhstan

ABSTRACT. Doctoral education is a vital mechanism for strengthening research potential and developing highly qualified human capital. Although the doctoral experience has attracted considerable scholarly attention, the ways in which the institutional environment interacts with individual characteristics to shape researcher development remain understudied, particularly in hybrid academic settings that combine international and local educational traditions.

This research examines the institutional and individual determinants of researcher development during doctoral studies. Using a qualitative, multivariate research design, the study examines two disciplinary contexts at Nazarbayev University. Empirical data were collected through semi-structured interviews with doctoral students and supplemented by an analysis of institutional documents to provide contextual depth and support data triangulation.

The results demonstrate that researcher development is influenced by organizational and individual factors. Institutional factors including program structure, academic supervision practices, institutional support, support systems, and peer engagement shape the developmental conditions in which research competencies are acquired. At the individual level, motivation, prior academic experience, research activity, and student autonomy determine the extent to which PhD candidates can utilize these opportunities and benefit from them.