

Дискуссионный клуб

Устойчивые финансы: проблемы создания магистерских программ и учебных пособий*

Ю. А. Данилов

МГУ имени М. В. Ломоносова (Москва, Россия)

Анализ первого русскоязычного учебного пособия по устойчивым финансам нацелен на создание в будущем более комплексных пособий по этой теме. По итогам рецензирования университетских учебных программ в области финансов можно сделать вывод о значительном отставании их в России от лучших мировых образцов. На фоне появления в связи с созданием и укреплением модели устойчивого развития новой парадигмы финансов российские преподаватели ориентируются не просто на старую традиционную парадигму финансов, но на ее версию примерно 20-летней давности. Предложены направления формирования программы курсов по устойчивым финансам, а также по учету данной концепции в традиционных университетских курсах по финансам и отдельным отраслевым финансовым дисциплинам, критерии подбора литературы для курсов устойчивых финансов.

Ключевые слова: устойчивые финансы, устойчивое развитие, ESG, магистерские программы, учебные пособия, ответственные инвестиции.

JEL: A23, G19, G29, G30, Y30.

Введение

С появлением учебного пособия «Финансы устойчивости» (Афанасьев, Шаш, 2024) Россия вошла в число стран, в которых выпущены первые учебники (учебные пособия) по устойчивым финан-

Данилов Юрий Алексеевич (ydanilov@rambler.ru), к. э. н., вед. н. с. кафедры макроэкономической политики и стратегического управления экономического факультета МГУ.

* Автор благодарит анонимных рецензентов за конструктивные замечания.

сам¹. Появление этих учебных пособий целесообразно рассматривать как повод сформулировать задачи на разработку следующих, более полных учебных пособий в данной области, а самое главное — на модернизацию университетских курсов по финансовым дисциплинам с учетом появившегося в мировой науке значительного объема уточнений основных финансовых понятий и моделей.

Устойчивые финансы (sustainable finance) изучают закономерности взаимодействия процессов финансирования с экономикой, социальными и экологическими проблемами (см.: Schoemaker, Schramade, 2019a). Целью такого финансирования является внедрение принципов ESG (environmental, social and governance — учет проблем окружающей среды, социальной сферы и управления) в процессы принятия бизнесом и государствами операционных и стратегических решений об экономическом развитии и инвестициях, что позволяет создать положительные экстерналии для общества (см.: IMF, 2019). В настоящей статье мы используем термины «концепция устойчивого развития» и ESG как синонимы, поскольку между ними нет существенной содержательной разницы. Концепция устойчивого развития имеет многочисленные разрозненные источники, которые были соединены воедино с принятием ООН Целей устойчивого развития (ЦУР).

Существует определенная автономия концепции устойчивых финансов относительно ЦУР ООН, обусловленная, во-первых, ведущей ролью частных инвесторов в рамках устойчивых финансов, и, во-вторых, претензией данной концепции на пересмотр многих теоретических вопросов финансов (см.: Данилов, 2021a). Создатели альтернативной парадигмы устойчивых финансов указывают на многочисленные отличия от традиционной парадигмы финансов, в том числе в части целевой функции, принципов распределения активов (с введением цели создания долгосрочной стоимости) и ценообразования (гипотеза адаптивных рынков вместо гипотезы эффективного рынка; см.: Schoemaker, Schramade, 2019b).

Отдельная дисциплина «Устойчивые финансы» сформировалась в мире в последние 5–7 лет, став важным и исключительно востребованным элементом более широкого круга новых дисциплин, сформировавшихся в рамках концепции устойчивого развития, которая, по мнению многих экспертов, может стать принципиально новой моделью развития человеческой цивилизации². Трагические события последних лет, безусловно, оказали негативное влияние на потребности многих российских корпораций в следовании принципам устойчивого развития. Так, по данным ESG-лаборатории экономического факультета МГУ и Национального рейтингового агентства

¹ Следует вспомнить также о первом российском учебном пособии по «зеленым» финансам (см.: Рубцов, 2016). Отдавая должное Б. Рубцову и его соавторам как первопроходцам, отметим, что попытка комплексно описать концепцию устойчивых финансов (включающую, кроме «зеленых» финансов, и «социальные» финансы) была предпринята уже в: Афанасьев, Шаш, 2024.

² Например, по мнению С. Н. Бобылева, за «последние годы концепция устойчивого развития стала базовой идеологией для человечества при определении будущего мира. Фактически она является официальной установкой мирового развития в XXI в.» (Бобылев, 2017. С. 111).

(ESG-лаборатория, НРА, 2023), из 100 крупнейших (по объему торгов на Московской бирже) российских корпораций отдельный отчет об устойчивом развитии за 2022 г. опубликовали 15 корпораций (за 2021 г. — 33); 28 корпораций (за 2021 г. — 20) опубликовали раздел об устойчивом развитии в годовом отчете (объединяющем финансовую и нефинансовую отчетность). Но несмотря на снижение интереса со стороны отдельных корпораций, в целом изучение устойчивых финансов остается исключительно актуальным — как в свете растущей (несмотря на негативные факторы) потребности российских корпораций в постепенном переходе к модели устойчивого развития, так и в плане сохраняющегося запроса на развитие концепции устойчивых финансов со стороны регуляторов. В России, в отличие от многих стран (включая Китай), пока не сложились широкие коалиции поддержки модели устойчивого развития (см.: Данилов, 2022), но их неизбежное появление в среднесрочной перспективе значительно повысит спрос на компетенции в области устойчивых финансов. Важнейшим фактором сохранения и даже роста внимания российских корпораций к вопросам устойчивого развития, включая устойчивые финансы, выступает необходимость раскрывать информацию о следовании принципам ESG в целях соответствия регулятивным требованиям стран, в которых работают их подразделения или филиалы³.

Российские инвесторы значительно отличаются от инвесторов других стран (не только развитых, но и крупнейших развивающихся экономик, в первую очередь Китая) значительно менее жесткими требованиями к эмитентам ценных бумаг и финансовым институтам (банкам, инвестиционным фондам и посредникам) в части их следования принципам устойчивого развития (о причинах этого см.: Данилов, 2021a). Но иностранные инвесторы (прежде всего китайские), остающиеся на российском рынке, расширяют и ужесточают требования по следованию принципам устойчивого развития, что поддерживает спрос многих российских корпораций на внедрение в свои системы корпоративного управления важнейших элементов концепции устойчивых финансов. Поэтому потребность в изучении вопросов устойчивого развития в целом и устойчивых финансов в частности сохраняется и, безусловно, будет расти в долгосрочной перспективе.

Продолжается активное внедрение вопросов устойчивого развития в российские документы стратегического планирования. Из семи приоритетных направлений научно-технологического развития⁴ пять (1–3, 6 и 7) в той или иной степени нацелены на решение проблем устойчивого развития. Активная работа ведется и в более узкой области устойчивых финансов: максимально быстро сформированы институты

³ X5 Group: «Мы сохраняем подход к раскрытию информации в соответствии с регулированием в юрисдикциях, в которых работаем». Из опроса эмитентов о перспективах развития стандартов нефинансовой отчетности, проведенного агентством «Интерфакс» в мае 2023 г. (<https://esg-disclosure.ru/otchetnost/reviews/opros-emitentov-o-perspektivakh-razvitiya-standartov-nefinansovoy-otchetnosti-may-2023-g/>).

⁴ Утверждены Указом Президента Российской Федерации от 18 июня 2024 г. № 529 «Об утверждении приоритетных направлений научно-технологического развития и перечня важнейших наукоемких технологий».

таксономии и верификации⁵ — важнейшие элементы системы подтверждения достоверности в устойчивых финансах. Необходимо подчеркнуть, что создание инфраструктуры рынка ответственных инвестиций уже сейчас требует от выпускников магистратуры большого массива практических знаний в области устойчивых финансов.

Магистерские программы по устойчивым финансам

Стремительный рост внимания к концепции устойчивых финансов, наблюдаемый сегодня в мире, поставил вопрос о необходимости учета данной концепции в университетских учебных программах. Включение соответствующих вопросов в учебные программы ведущих мировых университетов произошло очень быстро, в основном в течение 2020–2022 гг. Одновременно соответствующие разделы появились в классических университетских учебниках. Наиболее ярким примером в данном случае может быть учебник «Корпоративные финансы», ранее за авторством Р. Брейли и С. Майерса, а сегодня — уже четырех авторов (см.: Brealey et al., 2022), включая А. Эдманса с его материалами по стейкхолдерской модели корпорации и другими аспектами устойчивых финансов. Ведущие мировые университеты предлагают своим слушателям (а иногда и всем желающим) специальные курсы по устойчивым финансам (или, как вариант — по устойчивым финансам и ответственным инвестициям). Среди лидеров (и по первенству запуска, и по качеству самих курсов) — Эразмский университет, Оксфорд, Кембридж, Сорбонна, Барселонская школа экономики, CUNY Business School в Гонконге, Колумбийский университет, Йельская школа менеджмента. Как правило, это магистерские программы, что вполне логично, имея в виду необходимый уровень подготовки, требующийся для полноценного усвоения таких программ.

В России пока не внедрены устойчивые финансы в университетские курсы: даже в ведущих российских университетах курсы по финансам, в том числе по дисциплинам «Корпоративные финансы», «Финансовые рынки», «Финансовый анализ» и, возможно, некоторым другим, продолжают читать в старых рамках «традиционной парадигмы финансов» без включения вопросов устойчивых финансов. Эдманс, назвав свою наиболее цитируемую статью «Конец ESG» по аналогии со статьей Р. Талера «Конец поведенческих финансов» (см.: Thaler, 1999), пояснил, что это не указывает на «смерть ESG», а, напротив, подчеркивает превращение ESG из нишевой в основную (мейнстримную) практику (см.: Edmans, 2023), такое же важное, как и вхождение поведенческих

⁵ Работа в данном направлении началась в 2020 г. Первым результатом стало принятие постановления Правительства РФ от 21 сентября 2021 г. № 1587 «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации и требований к системе верификации проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации», на основе которого ВЭБ.РФ в 2022–2024 гг. сформировал таксономию зеленых и адаптационных проектов, проект критериев (таксономии) социальных проектов, комплекс методических материалов по верификации зеленых инструментов и механизм формирования перечня верификаторов.

финансов в состав мейнстрима. С вхождением ESG в мейнстрим науки о финансах она существенно изменилась. Сформирована «новая парадигма финансов», которая значительно отличается от традиционной (см.: Schoenmaker, Schramade, 2019b), и знать ее современному экономисту, тем более финансисту, абсолютно необходимо.

Но, к сожалению, пока большинство российских студентов лишено знаний о принципиально новых взглядах на категорию стоимости (ценности), на эффективность (финансовых) рынков, на цели современных корпораций, на факторы аллокации активов и т. д. Безусловно, знания по устойчивым финансам можно преподавать в разных дисциплинах (и это приемлемый вариант в ситуации, когда университет не может до определенного момента обеспечить необходимый уровень преподавания специального курса), но зарубежные университеты уже прошли этот этап, и многие из них предлагают магистерские программы по устойчивым финансам. Очевидно, что это связано с запросами работодателей, которые все чаще формулируются в предельно конкретной форме (прежде всего в Европе, Китае, Австралии и Новой Зеландии), требующей компетенций в области устойчивых финансов (а не в области устойчивого развития или ESG). В указанных странах уже сформирован спрос на отдельную квалификацию в области устойчивых финансов, в России этого пока не наблюдается, в лучшем случае такой спрос формируется в рамках спроса на более широкую квалификацию устойчивого развития. Мне неизвестен ни один отдельный (специальный) курс по устойчивым финансам, который бы преподавался в каком-либо российском университете, в том числе в тех, где предполагается углубленное изучение финансов. Вместе с тем на сайтах ведущих университетов можно найти несколько заявленных программ, которые включают в том или ином объеме (как правило, очень небольшом) элементы устойчивых финансов (табл. 1). Но, судя по всему, лишь одну или две из этих программ в реальности читают студентам.

Низкая активность российских университетов в данном направлении формирует еще один фактор отставания России от развития человеческой цивилизации, хотя сегодня, когда, казалось бы, в силу стремительного распространения информации по планете, все находится в равных стартовых условиях. Безусловно, одна из важных причин этого в отсутствии достаточного количества преподавателей, способных формировать знания в новой сфере. Для решения этой проблемы, как представляется, можно воспользоваться опытом организации обучения финансовой грамотности, когда сначала проводилось обучение преподавателей на курсах базовых вузов. Но не менее значимой проблемой было отсутствие университетских учебников по данной дисциплине.

В этих условиях выход учебного пособия на русском языке частично смягчит дефицит русскоязычной учебной литературы по устойчивым финансам. Необходимо также отметить, что это издание сгладит диспропорции между уже имеющимся некоторым количеством учебников по экономике устойчивого развития — среди которых высоким уровнем материала и высокой цитируемостью выделяется учебник С. Н. Бобылева (Бобылев, 2021) — и отсутствием учебников устойчивых финансов. Появление таких учебников будет способствовать более

Сведения об учебных программах/курсах

	Университет	Название программы	Статус	Примечание
1	Финансовый университет	Финансы корпораций и ESG-трансформация бизнеса	магистерская	Программа ^а преподается одной группе вечернего обучения
2	Высшая школа экономики	Финансирование устойчивого развития	магистерская	Заявлена для 2024/2025 учебного года ^б
3	Высшая школа экономики	Управление устойчивым развитием компании	магистерская	В 2024 г. набор на программу не ведется ^в
4	Высшая школа экономики	Устойчивое финансирование	магистерская	Заявлена для 2020/2021 учебного года ^г
5	МГИМО-университет	Менеджмент устойчивого развития	магистерская	Заявлена как программа вечернего обучения ^д
6	Санкт-Петербургский государственный университет	Финансы устойчивого развития (ESG-финансы)	магистерская	Программа заявлена в 2023 г. ^е
7	Северо-Кавказский федеральный университет	Финансы устойчивого развития (ESG-финансы)	магистерская	Из заявленных 12 «ключевых дисциплин» устойчивых финансов касаются лишь 3 ^ж
8	РЭУ имени Г. В. Плеханова	Устойчивые финансы (ESG) и цифровая трансформация	не указано	Более конкретная информация отсутствует ^з

^а <https://magistratura.fa.ru/fakultet-ekonomiki-i-biznesa-1/finansy-korporatsiy-i-esg-transformatsiya-biznesa/>

^б <https://www.hse.ru/edu/courses/927226869#library>

^в <https://www.hse.ru/ma/sdmc>

^г <https://www.hse.ru/edu/courses/383198794>

^д <https://esg.mgimo.ru/>

^е https://unecon.ru/sites/default/files/38.04.08_fur_ofo_1.pdf

^ж <https://stavropol.postupi.online/vuz/skfu/programma-magistr/13812/>

^з <https://reu-finance.ru/magistratura/programmy-magistratury/finansy-ustoychivogo-razvitiya-esg.htm>

Источник: составлено автором по данным сайтов университетов (по состоянию на 28 января 2025 г.).

качественному обучению вопросам устойчивого развития в целом, так как в модели устойчивого развития финансы играют ведущую, в чем-то определяющую роль, выступая фактически локомотивом движения к модели устойчивого развития.

Учебные пособия и другие источники знаний по устойчивым финансам

В международном масштабе первой монографией, которую с полным правом можно назвать (и использовать) в качестве университетского учебника, стала книга Д. Схунмакера и В. Шрамаде «Принципы устойчивых финансов» (Principles of Sustainable Finance), впервые опубликованная в 2019 г. в Оксфорде (см.: Schoenmaker, Schramade, 2019a). Ранее выходили сборники справочного характера, в которых редакторы делали попытку сформировать комплексное знание об устой-

чивых финансах, но выбирая при этом лишь какой-то один из трех составных элементов концепции устойчивого развития и, соответственно, концепции устойчивых финансов. Так, «Справочник по экологическим и устойчивым финансам» (Handbook of Environmental and Sustainable Finance) под редакцией В. Рамиа и Г. Грегориу (Ramiah, Gregoriou, 2016) был посвящен вопросам экономики и финансов окружающей среды (без социальных и управленческих аспектов). В «Справочнике Routledge по социальным и устойчивым финансам» (Routledge Handbook of Social and Sustainable Finance) под редакцией О. Ленера (Lehner, 2017), напротив, рассматриваются только вопросы «социального столпа» устойчивых финансов. И, самое главное, эти два справочника достигали определенного уровня комплексности за счет приглашения большого количества специалистов в относительно узких областях, использовавших разные методические подходы.

Монография Схунмакера и Шрамаде создана авторами, которые смогли обеспечить единые методологию и логику изложения, абсолютно необходимые для учебного процесса, а также реализовать последовательность «от простого к сложному». Кроме того, их книга снабжена такими почти обязательными элементами учебника, как «обзор главы», «цели изучения главы», «ключевые концепции главы» и «литература для дальнейшего чтения». Данная монография устанавливает четкую связь между устойчивыми финансами и устойчивым развитием, определяя основные экстерналии для общества (а также изменения в моделях оценки акций и облигаций, связанные с необходимостью формирования положительных экстерналий), вызовы, стоящие перед корпорациями в связи с переходом к модели устойчивого развития (в том числе необходимость перехода к созданию долгосрочной стоимости как новой цели корпоративного развития, адекватной устойчивости), движущие силы перехода к новой модели развития и, соответственно, к новой парадигме финансов.

До 2023 г. ведущие издательства (деятельность которых учитывает Scopus) выпустили всего шесть монографий и сборников, которые могут быть использованы в качестве учебных пособий по устойчивым финансам, в 2023 г. и в первой половине 2024 г. — по 3. (Не учитывается деятельность более мелких издательств, не включенных в базу данных Scopus, и распространение отдельными преподавателями электронных версий своих лекций.) Кроме того, активно идет включение специальных глав и разделов по устойчивым финансам в наиболее популярные классические учебники экономики и финансов.

В условиях сохраняющегося дефицита учебных пособий по устойчивым финансам преподавателю приходится использовать большое количество научной литературы, чтобы почерпнуть базовые сведения в данной области, которые составят материалы учебных программ. В настоящее время только в журналах, индексируемых в Scopus и Web of Science, ежегодно публикуются сотни статей, затрагивающих вопросы устойчивых финансов. Все более активно выпускаются и монографии, посвященные тем или иным вопросам, входящим в концепцию устойчивых финансов. Простейший подход к выбору наиболее значимых работ, которые можно использовать в учебном процессе, —

**Наиболее активно цитируемая учебная,
справочная и научная литература по устойчивым финансам**

Литература (авторы и год издания) ^а	Цитируемость ^б
<i>И. Учебники и справочники по устойчивым, зеленым и социальным финансам</i>	
Schoenmaker, Schramade, 2019a	575
Sachs et al., 2019	139
Lehner, 2017	122
Ramiah, Gregoriou, 2016	74
Schoenmaker, Schramade, 2023	31
<i>II. Научные статьи и монографии, в которых затрагиваются вопросы устойчивых финансов</i>	
Hart, Zingales, 2017	1068
Lo, 2017	512
Schoenmaker, 2021	307
Edmans, 2023	299
Schoenmaker, Schramade, 2019b	178
Hart, Zingales, 2022	113 (133 ^в)
Рубцов, 2016	90

Примечание.

^а Выходные данные указанной в таблице литературы приведены в Списке литературы.

^б Количество цитирований, в соответствии с данными Google Scholar, на 15 декабря 2024 г.

^в Суммарно цитирования всех вариантов данной статьи.

Источник: составлено автором.

ориентация на их цитируемость. В таблице 2 приведены наиболее цитируемые, согласно Google Scholar, учебные и научные работы, на которые стоит обратить внимание при формировании учебных программ по устойчивым финансам.

Активный рост числа публикаций по проблемам устойчивого развития примерно с 2020 г. наблюдается и в России. Была даже сделана попытка провести систематический обзор русскоязычной литературы в данной области (Бабаева и др., 2024). Но, к сожалению, ее авторы сконцентрировались в основном на анализе публикаций относительно низкоимпактных журналов, проигнорировав значительную часть статей в журналах, входящих в списки Scopus, Web of Science и ядра РИНЦ, в том числе статей Бобылева. Заметно, что среди этого множества статей мало посвященных проблемам устойчивых финансов.

**Принципиальные вопросы устойчивых финансов
в рамках критики первого российского учебного пособия**

В рамках описанного международного потока публикаций учебной, справочной и научной литературы по устойчивым финансам книга российских авторов (см.: Афанасьев, Шаш, 2024), безусловно, является полезной при изучении данной дисциплины. Авторы смогли предложить свое достаточно цельное видение ряда основных проблем устойчивых финансов, увязав их с имеющимися наработками в смежных областях знаний. Книга построена по стандартам учебника/

учебного пособия, содержит элементы, необходимые для структурного усвоения материала: резюме в начале глав с кратким описанием, что обсуждается; в конце каждой главы — вопросы для самоконтроля для закрепления материала.

Вместе с тем есть много моментов, которые в следующих попытках создать «идеальный учебник» по устойчивым финансам должны быть решены корректнее, полнее, точнее. Прежде всего представляется спорным вариант перевода *sustainable finance*, предложенный авторами и вынесенный ими в название — «финансы устойчивости». В русскоязычной экономической литературе уже сформировался достаточно стабильный вариант перевода термина *sustainable finance* — «устойчивые финансы». Его придерживаются разные авторы, в том числе в публикациях в ведущих российских научных журналах с очень сильными рецензентами: «Вопросы экономики» (см.: Данилов, 2021a), «Мировая экономика и международные отношения» (см.: Худякова, 2018; Данилов, 2021b), «Финансовый журнал» (см.: Довбий, Довбий, 2024). Встречается также вариант «финансы устойчивого развития», который представляется достаточно точным, поэтому появление третьего варианта, не являющегося более адекватным, нежели имеющиеся, вряд ли может быть признано рациональным.

Недостаточно сбалансировано описание ключевого термина ESG (см.: Афанасьев, Шаш, 2024. С. 10–13). Наиболее важны две несбалансированности. Во-первых, среди трех столпов ESG основное внимание уделено *Environment*, в то время как *Social* не рассматривается, а *Governance* из самостоятельного элемента ESG превращен в составную часть двух других элементов⁶. Справедливости ради необходимо отметить, что такой перекокс характерен для большинства работ российских авторов⁷. Во-вторых, авторы допускают другую традиционную ошибку отечественных авторов, относя ESG исключительно к корпоративной сфере, подразумевая под элементом *G* только корпоративное управление.

В реальности конструкция ESG состоит из трех элементов, а не из двух; социальные и управленческие аспекты в ней не менее важны, чем экологические; она относится не только к корпоративному, но и к государственному управлению. В целом по выборке из семи глобальных лидеров на рынке суверенных ESG-рейтингов экологические аспекты имеют вес от 15 до 50%; социальные — от 15 до 35%; управленческие — от 33 до 50%, причем с весом 50% взвешивают управленческие факторы три из семи компаний (см.: Gratcheva et al., 2021. P. 35). В составе комплекса показателей компании «Ренессанс-Капитал», состоящего из 41 ключевого показателя эффективности (KPI), измеряющих степень до-

⁶ Например, на с. 10: «ESG — ecological and social governance». Далее, на с. 11–13 весь класс инструментов устойчивых финансов сведен к подклассу зеленых облигаций.

⁷ Так, в Национальном докладе о корпоративном управлении авторы, задаваясь вопросом «Что именно могло бы быть содержанием ESG-отчетности?», предлагают 11 групп показателей, 8 из которых относятся к экологической повестке и по 1 — к социальной повестке и к вопросам корпоративного управления; еще одна группа, как предполагается, должна характеризовать объем эмиссии выпущенных финансовых инструментов устойчивых финансов (см.: Голуб и др., 2021 С. 45–46).

стижения целей устойчивого развития, 11 характеризуют степень достижения целей в части проблем окружающей среды, 15 — в части социальных проблем и 15 — в части проблем государственного управления (см.: Renaissance Capital, 2021). Тот факт, что оба приведенных примера описывают анализ деятельности государств в области ESG, однозначно указывает на ошибочность отнесения ESG лишь к сфере корпоративного управления. Дополнительным подтверждением этого является активно развиваемый Всемирным банком специальный портал «Sovereign ESG Data Portal»⁸. Для оценки степени достижения различными странами целей устойчивого развития в его рамках используются 31 показатель прогресса в области окружающей среды, 22 показателя — в социальной сфере и 18 показателей — в сфере управления. Следует заметить, что отнесение ESG только к корпоративной сфере — исключительно российское, но очень массовое заблуждение. Такую ошибку допускают в: Бабаева и др., 2024, и авторы многих статей, которые были включены в этот обзор русскоязычной литературы в области ESG.

Как представляется, все это — следствие того непреложного факта, что терминологические проблемы в рамках концепций устойчивого развития и на мировом уровне пока не решены в достаточной степени, прежде всего в силу сохранения множественности трактовок одних и тех же терминов.

Что касается инструментов устойчивых финансов, то лучше всего их разнообразие характеризуют соответствующие принципы и руководства, разработанные Международной ассоциацией (участников) рынков капитала (International Capital Market Association, ICMA)⁹, которых придерживаются крупнейшие участники финансового рынка (члены этой ассоциации). Наряду с Принципами зеленых облигаций (ICMA, 2021a) разработаны, утверждены и рекомендованы к применению Принципы социальных облигаций (ICMA, 2021b), Руководство по устойчивым облигациям (ICMA, 2021c) и Принципы по облигациям, привязанным к устойчивости (ICMA, 2020). Мы видим, что на самом деле инструментами устойчивых финансов выступают не только зеленые, но и социальные облигации, и облигации, которые могут выпускать для финансирования прогресса по всем направлениям ESG. Доля зеленых облигаций в мировом объеме эмиссии всех категорий устойчивых облигаций в 2020 г. была ниже 50%, но выросла в 2023 г. до 63% (в I кв. 2024 г. — 60%)¹⁰. Кроме того, к инструментам устойчивых финансов относятся акции корпораций устойчивого развития и инструменты инвестиционных фондов, инвестирующих с соблюдением стандартов ответственных инвестиций.

Рассматривать инструментарий устойчивых финансов нужно в тесной привязке к принципам и стандартам ответственных инвестиций

⁸ <https://esgdata.worldbank.org/?lang=en>

⁹ ICMA, созданная в 2005 г. в результате слияния Ассоциации участников международных рынков ценных бумаг (ISMA) и Международной ассоциации первичного рынка (IPMA), это крупнейшее объединение профессиональных финансовых посредников. Сейчас в нее входят 620 организаций в 65 юрисдикциях.

¹⁰ <https://www.dws.com/en-es/insights/cio-view/asset-classes/rising-esg-bond-volumes-offer-opportunities/>

(подробнее см.: Данилов, 2023), так как именно эта группа инвесторов использует данные инструменты для инвестирования в соответствии с ограничениями, которые накладываются на них указанными принципами и стандартами. Однако в: Афанасьев, Шаш, 2024, ответственные инвестиции, их принципы и стандарты не рассматриваются.

Представляется неоптимальной избыточная концентрация внимания авторов на справочнике по зеленым финансам, подготовленном под руководством Дж. Сакса (Sachs et al., 2019). Зеленые финансы — лишь часть устойчивых финансов, и в существующем массиве литературы по устойчивым финансам эта работа не является ни самой цитируемой, ни самой авторитетной (см. табл. 2).

Игнорировать учебник Схунмакера и Шрамаде, как представляется, при подготовке учебных пособий в области устойчивых финансов сегодня уже недопустимо. Современные обзоры литературы по данной дисциплине, как правило, начинаются именно с этой работы (например, см.: Zairis et al., 2024). В данном случае авторы в: Афанасьев, Шаш, 2024, видимо, ориентировались на имена, получившие популярность ранее в других сферах экономической науки. Это общемировая проблема, ухудшающая качество преподавания не только устойчивых финансов, но и всех дисциплин в области устойчивого развития, на которую обратил внимание Эдманс. Анализируя необходимость внесения изменений в процесс обучения в связи с появлением фактора ESG, он отмечал, что попытка стимулировать авторитетных преподавателей (в области экономики, финансов и т. д.) читать лекции по ESG концептуально неверна. Курсы по ESG должны читать академические ученые и практики, занимающиеся данным вопросом профессионально, а не сообщая сведения по данной теме в обрамлении обширной информации по вопросам, в которых преподаватели специализировались ранее (Edmans, 2023). О распространенности такого явления свидетельствует тот факт, что Шумахер ввел специальный термин «гринвошинг компетенций» для описания неспециалистов, выдающих себя за авторитетов в области ESG, чаще всего преподавателей, читающих лекции по проблематике ESG, но имеющих ограниченные знания в этой области (см.: Schumacher, 2020).

Подобное ощущение возникает и при чтении анализируемого издания (Афанасьев, Шаш, 2024): выходя на интересную развилку, требующую более детального освещения посредством специальных компетенций в области устойчивого развития, авторы внезапно обрывают повествование и переходят к вопросам, не следующим из предыдущего изложения в логике объяснения концепции ESG. В результате в учебном пособии сформирован слишком широкий набор тем для относительно узкой тематики устойчивых финансов¹¹.

¹¹ Вызывает большие сомнения необходимость переходить от обсуждения проблем устойчивых финансов к обсуждению проблем российской банковской системы. Авторы утверждают, что «проводниками в части внедрения принципов ESG» являются центральные банки и финансовые организации (с. 13), что не совсем точно: при наличии в развитых странах широких коалиций за устойчивые финансы ситуация с центральными банками намного сложнее, а в России финансовые организации достаточно индифферентны к проблемам устойчивого развития по объективным причинам (подробнее см.: Danilov, 2022).

Что должно быть в «идеальном» учебнике по устойчивым финансам

Необходимо задаться и вопросом о том, достаточно ли одного учебного пособия (Афанасьев, Шаш, 2024) для полноценного овладения знаниями в сфере устойчивых финансов. К сожалению, нет, недостаточно. Лектору по устойчивым финансам, видимо, придется подбирать дополнительные источники, так как в анализируемом учебном пособии, к сожалению, не освещены важные блоки вопросов данной сферы:

– стейкхолдерский капитализм и его отличие от акционерного капитализма («Фриман против Фридмана»), социальная и экологическая ответственность корпораций, изменение целей корпоративного развития, переход к созданию долгосрочной ценности (стоимости);

– инструменты обеспечения долгосрочного доверия – раскрытие информации, верификация, рейтинги ESG и проблемы их формирования («проблема разброса рейтингов корпорации» и др.), особенности ESG-скоринга;

– проблема двойной существенности как основа выбора информации для раскрытия в части нефинансовой информации и построения показателей следования принципам устойчивого развития;

– понятие интегральной стоимости (ценности), ее связь с экологическими и социальными экстерналиями; учет перехода к использованию интегральной стоимости в Capital Asset Pricing Model (переход к Sustainable Capital Asset Pricing Model, S-CAPM) и других основных моделях финансовых рынков;

– гипотеза адаптивных рынков;

– ответственные инвестиции и их стандарты; отличие ответственных инвестиций от благотворительности и меценатства; стили ответственного инвестирования; особенности воздействующего инвестирования; декарбонизация портфеля;

– основные инструменты устойчивых финансов (облигации, акции, паи инвестиционных фондов); требования к их эмиссии; особенности рынка инструментов устойчивых финансов (гриниум и другие эффекты);

– роль фондовых бирж в продвижении устойчивых финансов (специальные секции, котировальные листы и индексы устойчивости; ESG-принципы в качестве критериев листинга; специальные биржи устойчивости);

– зеленая денежно-кредитная политика; углеродная нейтральность и инструменты ее достижения; деятельность Банка России в данном направлении и Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS);

– природный, человеческий и социальный капиталы, их отражение в бюджете благосостояния, а также подходы к отражению в бухгалтерской (финансовой) отчетности;

– основные тенденции ESG-регулирования (в части финансовых аспектов).

Эти вопросы в совокупности со значимыми вопросами устойчивых финансов, которые были освещены в: Афанасьев, Шаш, 2024 –

основные понятия устойчивых финансов; интегральное раскрытие корпоративной информации (финансовой и нефинансовой); практика внедрения зеленого инструментария в бюджетный процесс; стратегии управления суверенными фондами в эпоху ESG, — должны составлять каркас современной учебной программы по устойчивым финансам.

Как должен выглядеть современный университетский курс по устойчивым финансам

При формировании современного университетского курса по устойчивым финансам особое внимание должно быть посвящено выделению предмета исследования. В данном случае лектор должен описать достаточно нетривиальную связь устойчивых финансов с концепцией устойчивого развития, так как концепция устойчивых финансов, в силу наличия собственных факторов развития (в первую очередь — интенсивно растущего спроса со стороны частных ответственных инвесторов), обладает определенной автономностью от более широкой концепции устойчивого развития. Для российских слушателей особенно важно показать фундаментально обусловленную долгосрочную (на ближайшие десятилетия) неизбежность развития человеческой цивилизации в рамках модели устойчивого развития, так как в России присутствует довольно вульгарная версия представлений о его концепции. Поэтому курс по устойчивым финансам должен содержать основную информацию о генезисе теоретических концепций, лежащих в основе модели устойчивого развития в целом и парадигмы устойчивых финансов в частности; о коалициях в современных обществах (не только в развитых странах, но и в лидерах развивающегося мира, в том числе в Китае), обеспечивающих мощную и долгосрочную поддержку идеям, которые лежат в основе устойчивого развития.

Если говорить о модернизации учебных программ в области финансов на основе учета «новой финансовой парадигмы» (сформулированных в рамках устойчивых финансов принципиально новых тезисов в отношении ряда основополагающих понятий теории финансов), которая в наиболее концентрированном виде содержится в: Schoenmaker, Schramade, 2019b, то представляется целесообразным следующее.

1. В базовый курс по финансам включить сравнение целевой функции, факторов распределения активов и принципов оценки результатов в традиционной и новой финансовых парадигмах, понятия интегральной, экологической и социальной стоимости/ценности, расчет чистой приведенной стоимости (NPV) в моделях акционерной стоимости, благосостояния акционеров и стейкхолдерской стоимости, а также общие сведения о гипотезе адаптивных рынков.

2. В курс по рынку ценных бумаг включить описание различий стиля управления активами и длины инвестиционной цепочки в традиционной и новой финансовых парадигмах, а также модели ценообразования, учитывающие экологические и социальные факторы, основные

сведения об ответственном инвестировании и основные положения гипотезы адаптивных рынков.

3. В курс по корпоративным финансам включить основные понятия стейкхолдерской модели корпорации, создание долгосрочной стоимости как цель корпоративного развития, модификации основных моделей корпоративных финансов с учетом положений концепции устойчивого развития.

4. В курс по банковскому делу включить расчет NPV в моделях акционерной стоимости, благосостояния акционеров и стейкхолдерской стоимости, а также основные сведения об ответственном инвестировании и кредитовании;

5. В курс по бюджетной политике включить принципы формирования бюджета благосостояния.

Для полноценного овладения навыками и компетенциями, которые пригодятся в практической работе в будущем, курс устойчивых финансов должен быть максимально наполнен практическими вопросами. Это связано с тем, что в настоящее время стремительно создается огромный комплекс прикладных инструментов устойчивых финансов, воплощенных в новых элементах регулирования, а также в принципах и стандартах, аккумулирующих нарабатываемые обычаи делового оборота. В курсе устойчивых финансов слушатели/студенты должны ознакомиться с конструкцией существующих стандартов раскрытия нефинансовой информации; с основными стандартами эмиссии инструментов устойчивых финансов; с практическими вопросами деятельности советов директоров по внедрению принципов устойчивого развития; с технологиями верификации; с основными подходами к проблеме формирования ESG-рейтингов и с основными проблемами их использования в аналитической и инвестиционной деятельности; с примерами расчета показателей интегральной ценности (стоимости), интегральной прибыли, показателей климатического риска, баланса благосостояния, баланса природного капитала, параметров инвестиционного портфеля при введении в рассмотрение ESG-параметров и т. д.

Эдманс сформулировал критически важные проблемы в преподавании ESG в ведущих университетах (см.: Edmans, 2023). Например, он приводит пример, когда профессор, всю жизнь преподававший традиционные финансовые дисциплины, включающие, естественно, вопросы расчета NPV, начинает преподавать курс устойчивых финансов. Он вносит единственное изменение: при расчете NPV меняет в примере металлургический комбинат на завод, производящий электромобили (полагая, что так вводит учет экологических факторов). Но существует принципиальная разница в выборе модели для расчета NPV: в дополнение к традиционной модели акционерной стоимости устойчивые финансы предлагают также модели благосостояния акционеров и стейкхолдерской стоимости. Для учета социальных факторов он в своих ситуационных анализах вместо инвестора по имени Джон начинает использовать инвестор(ку) Джоану и т. д. Еще одно важное замечание Эдманса: для преподавания устойчивых финансов преподаватель должен быть не только осведомлен о климатических рисках и о социальной ответственности корпораций, но, самое главное, должен

хорошо разбираться в основных темах финансовой науки, так как основные уточнения, которые вносит блок знаний ESG, затрагивают в первую очередь финансовые понятия и модели.

ESG — это набор долгосрочных драйверов стоимости (см.: Edmans, 2023), поэтому вопросы устойчивых финансов рано или поздно должны войти в учебные программы финансовых дисциплин как инструменты анализа таких долгосрочных факторов. Но для этого требуются годы, в течение которых устойчивые финансы будут интегрированы в традиционные программы в области финансов. Поэтому сегодня самым эффективным вариантом будет создание отдельной программы по устойчивым финансам. Затем в рамках традиционных учебных программ в области финансов, видимо, появятся специальные разделы, и лишь в долгосрочной перспективе устойчивые финансы вплетутся в ткань каждой отдельной темы и каждой отдельной модели в финансовых дисциплинах.

Список литературы / References

- ESG-лаборатория, НРА (2023). Практики составления корпоративных и региональных отчетов об устойчивом развитии и ESG. М.: ESG-лаборатория экономического факультета МГУ, Национальное рейтинговое агентство. [ESG-laboratory, NRA (2023). *Practices of compiling corporate and regional reports on sustainable development and ESG*. Moscow: ESG-laboratory of MSU Faculty of Economics and National Rating Agency. (In Russian).]
- Афанасьев М. П., Шаш Н. Н. (2024). Финансы устойчивости: Учебное пособие для вузов. М.: Дашков и Ко. [Afanasyev M. P., Shash N. N. (2024). *Sustainability finance: A textbook for universities*. Moscow: Dashkov i Ko. (In Russian).]
- Бабаева Ж. Р., Семенов К. К., Семенова А. С. (2024). Трактовка ESG: систематический обзор литературы // Российский журнал менеджмента. Т. 22, № 2. С. 253–288. [Babaeva Z. R., Semenov K. K., Semenova A. S. (2024). Interpretation of ESG: Systematic literature review. *Russian Management Journal*, Vol. 22, No. 2, pp. 253–288. (In Russian).] <https://doi.org/10.21638/spbu18.2024.205>
- Бобылев С. Н. (2017). Устойчивое развитие: парадигма для будущего // Мировая экономика и международные отношения. Т. 61, № 3. С. 107–113. [Bobylev S. N. (2017). Sustainable development: A paradigm for the future. *World Economy and International Relations*, Vol. 61, No. 3, pp. 107–113. (In Russian).] <https://doi.org/10.20542/0131-2227-2017-61-3-107-113>
- Бобылев С. Н. (2021). Экономика устойчивого развития: учебник. М.: КНОРУС. [Bobylev S. N. (2021). *Economics of sustainable development: A textbook*. Moscow: KNORUS. (In Russian).]
- Голуб Е., Кокорев Р., Комарова Т., Юдачева С. (2021). Отчетность в сфере ESG: тенденции, вызовы, решения // Национальный доклад по корпоративному управлению. Вып. XIII. С. 39–74. М.: Национальный совет по корпоративному управлению. [Golub E., Kokorev R., Komarova T., Yudacheva S. (2021). Reporting in the field of ESG: Trends, challenges, solutions. In: *National report on corporate governance*, Vol. XIII, pp. 39–74. Moscow: National Council for Corporate Governance. (In Russian).]
- Данилов Ю. А. (2021a). Концепция устойчивых финансов и перспективы ее внедрения в России // Вопросы экономики. № 5. С. 5–25. [Danilov Y. A. (2021a). The concept of sustainable finance and the prospects for its implementation in Russia. *Voprosy Ekonomiki*, No. 5, pp. 5–25. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2021-5-5-25>

- Данилов Ю. А. (2021b). Устойчивые финансы: новая теоретическая парадигма // *Мировая экономика и международные отношения*. Т. 65, № 9. С. 5–13. [Danilov Y. A. (2021b). Sustainable finance: A new theoretical paradigm. *World Economy and International Relations*, Vol. 65, No. 9, pp. 5–13. (In Russian).] <https://doi.org/10.20542/0131-2227-2021-65-9-5-13>
- Данилов Ю. А. (2023). Внедрение принципов и стандартов ответственных инвестиций // *Мировая экономика и международные отношения*. Т. 67, № 5. С. 90–99. [Danilov Y. A. (2023). Introducing principles and standards for responsible investment. *World Economy and International Relations*, Vol. 67, No. 5, pp. 90–99. (In Russian).] <https://doi.org/10.18288/1994-5124-2023-5-122-147>
- Довбий И. П., Довбий Н. С. (2024). Устойчивые финансы в решении задач энергоперехода и снижения последствий изменения климата // *Финансовый журнал*. Т. 16, № 1. С. 109–124. [Dovbiiy I. P., Dovbiiy N. S. (2024). Sustainable finance in addressing the challenges of energy transition and climate change mitigation. *Financial Journal*, Vol. 16, No. 1, pp. 109–124 (In Russian).] <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-1-109-124>
- Рубцов Б. Б. (ред.) (2016). «Зеленые финансы» в мире и России. М.: Русайнс. [Rubtsov B. B. (ed.) (2016). “Green finance” in the world and in Russia. Moscow: Rusains (In Russian).]
- Худякова Л. (2018). Реформа глобальных финансов в контексте устойчивого развития // *Мировая экономика и международные отношения*. Т. 62, № 7. С. 38–47. [Khudyakova L. (2018). Reform of global finance in the context of sustainable development. *World Economy and International Relations*, Vol. 62, No. 7, pp. 38–47. (In Russian).] <https://doi.org/10.20542/0131-2227-2018-62-7-38-47>
- Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Edmans A. (2022). *Principles of corporate finance*. 14th ed. New York: McGraw-Hill.
- Danilov Y. (2022). Coalitions for sustainable finance and sustainable development. *Herald of the Russian Academy of Sciences*, Vol. 92, Suppl. 2, pp. S91–S99. <https://doi.org/10.1134/S1019331622080032>
- Edmans A. (2023). The end of ESG. *Financial Management*, Vol. 52, No. 1, pp. 3–17. <https://doi.org/10.1111/fima.12413>
- Gratcheva E. M., Gurhy B., Emery T., Wang D., Oganess L., Linzie J. K., Harvey L., Marney K., Murray J., Rink R. (2021). *A new dawn: Rethinking sovereign ESG*. Washington and New York: World Bank and J.P. Morgan.
- Hart O., Zingales L. (2017). Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance and Accounting*, Vol. 2, No. 2, pp. 247–274. <https://doi.org/10.1561/108.00000022>
- Hart O., Zingales L. (2022). The new corporate governance. *University of Chicago Business Law Review*, Vol. 1, No. 1, pp. 196–216.
- ICMA (2020). *Sustainability-linked bond principles: Voluntary process guidelines*. Paris: International Capital Market Association, June.
- ICMA (2021a). *Green bond principles: Voluntary process guidelines for issuing green bonds*. Paris: International Capital Market Association, June.
- ICMA (2021b). *Social bond principles: Voluntary process guidelines for issuing social bonds*. Paris: International Capital Market Association, June.
- ICMA (2021c). *Sustainability bond guidelines*. Paris: International Capital Market Association, June.
- IMF (2019). *Global financial stability report: Lower for longer*. Washington, DC.
- Lehner O. M. (ed.) (2017). *Routledge handbook of social and sustainable finance*. London: Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315772578>
- Lo A. W. (2017). *Adaptive markets: Financial evolution at the speed of thought*. Princeton: Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400887767>
- Ramiah V., Gregoriou G. N. (eds.) (2016). *Handbook of environmental and sustainable finance*. London etc.: Academic Press.
- Renaissance Capital (2021). *ESG. Look how tall you've grown!* Renaissance Securities (Cyprus).

- Sachs J. D., Woo W. T., Yoshino N., Taghizadeh-Hesary F. (eds.) (2019). *Handbook of green finance: Energy security and sustainable development*. Singapore: Springer. <https://doi.org/10.1007/978-981-13-0227-5>
- Schoenmaker D. (2021). Greening monetary policy. *Climate Policy*, Vol. 21, No. 4, pp. 581–592. <https://doi.org/10.1080/14693062.2020.1868392>
- Schoenmaker D., Schramade W. (2019a). *Principles of sustainable finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Schoenmaker D., Schramade W. (2019b). Investing for long-term value creation. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, Vol. 9, No. 4, pp. 356–377. <https://doi.org/10.1080/20430795.2019.1625012>
- Schoenmaker D., Schramade W. (2023). *Corporate finance for long-term value*. Cham: Springer. <https://doi.org/10.1007/978-3-031-35009-2>
- Schumacher K. (2020). ‘Competence greenwashing’ could be the next risk for the ESG industry. *Responsible Investor*, February 5. <https://www.responsible-investor.com/competence-greenwashing-could-be-the-next-risk-for-the-esg-industry/>
- Thaler R. H. (1999). The end of behavioral finance. *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, No. 6, pp. 12–17. <https://doi.org/10.2469/faj.v55.n6.2310>
- Zairis G., Liargovas P., Apostolopoulos N. (2024). Sustainable finance and ESG importance: A systematic literature review and research agenda. *Sustainability*, Vol. 16, article 2878. <https://doi.org/10.3390/su16072878>
-

Sustainable finance: Challenges in creating master’s degree programs and textbooks

Yuri A. Danilov

Author affiliation: Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia).
Email: ydanilov@rambler.ru

The reason for writing this article was the release of the first Russian-language textbook on sustainable finance. Its critical analysis, presented in the article, is aimed at creating more comprehensive textbooks on sustainable finance in the future. In addition, in recent years, the author has been actively involved in reviewing university curricula in the field of finance, the results of which can be used to draw an extremely disappointing conclusion about the significant lag in teaching finance in Russia compared to the best world examples. Against the background of the emergence of a new paradigm of finance in connection with the creation and strengthening of the sustainable development model, Russian teachers are guided not just by the old traditional paradigm of finance, but by its version from about 20 years ago. The article contains proposals for the formation of a program of courses on sustainable finance, as well as for taking this concept into account in traditional university courses on finance and individual industry financial disciplines. The author’s view on the selection of literature for courses on sustainable finance is also offered.

Keywords: sustainable finance, sustainable development, ESG, master’s programs, textbooks, responsible investment.

JEL: A23, G19, G29, G30, Y30.