

# КОНЦЕПЦИЯ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ<sup>1</sup>

Рубцов Б.Б., д-р экон. наук, профессор Департамента финансовых рынков и финансового инжиниринга, ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»; ведущий научный сотрудник сектора теории финансовых рынков, Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений им. Е.М. Примакова Российской академии наук (ИМЭМО РАН)

E-mail: brubtsov@fa.ru

Author ID: 229790

Для цитирования: Рубцов Б. Б. Концепция устойчивого развития и ее влияние на финансовые рынки. Банковские услуги // 2023. № 8. С. 10–16. DOI: 10.36992/2075-1915\_2023\_08\_10

## Аннотация

Реализация целей устойчивого развития ООН сопровождается перестройкой многих экономических институтов, в том числе финансовых, появлением новых инструментов, изменением политики нефинансовых компаний, банков, небанковских финансовых институтов. В статье рассматриваются различные понятия, связанные с устойчивым развитием. Отмечается отход от неоклассической концепции, ставящей во главу угла частный интерес и переход компаний к политике, учитывающей экологические и социальные факторы. Рассмотрены инициативы частного бизнеса, направленные на имплементацию принципов ESG в работу бизнеса: UNPRI, «Принципы Экватора», Инициатива «Устойчивые фондовые биржи» (SSE). Сделаны выводы о необходимости унификации ESG рейтингов и ESG отчетности.

**Ключевые слова:** финансовый рынок, ESG, устойчивое развитие, ЦУР, устойчивые финансы, корпоративная социальная ответственность, финансовые институты, устойчивое инвестирование, устойчивые инструменты.

## Устойчивое развитие как многогранное понятие



Принятие в 2015 г. Генеральной ассамблеей ООН документа «Цели устойчивого развития» (ЦУР) подвело базу под многочисленные частные инициативы, связанные с политикой бизнеса и его поведением в отношении природы и общества. Слово «устойчивость» (sustainability) приобрело особый смысл в экономике. Применительно к проблеме, которую мы рассматриваем в данной статье, оно подразумевает поведение, направленное на достижение целей устойчивого развития. Отсюда понятия: устойчивая экономическая политика, устойчивое развитие, устойчивый бизнес, устойчивые финансы.

<sup>1</sup> Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета.

Статья поступила в редакцию: 15.08.2023 г., принята к публикации: 05.09.2023 г.

На уровне компаний (частного бизнеса) устойчивое развитие тесно связано с понятием корпоративной социальной ответственности (КСО), а на еще более высоком уровне, применительно к экономике и обществу в целом – ESG. Эта аббревиатура от английских слов Ecological, Social, Governance именно в таком виде – латинскими буквами – употребляется в большинстве публикаций во всем мире.

**ESG и КСО – близкие понятия, однако они не тождественны.** ESG обычно относится к включению проблем ESG в решения инвесторов. «ESG-инвестирование», «ответственное инвестирование» и «импакт-инвестирование» – это широкие термины, которые соответствуют инвесторам, интегрирующим факторы ESG в свои портфельные решения.

Напротив, КСО относится к роли самой корпорации, являющейся социально ответственной. Европейская комиссия определяет КСО как ответственность предприятия. КСО касается, прежде всего, руководства компании. Европейская комиссия заявляет, что компании могут стать социально ответственными, интегрируя социальные, экологические, этические, потребительские факторы, а также права человека в своих бизнес-стратегиях, операциях и соблюдении законодательства [14]<sup>2</sup>. Данные факты указывают на осознание корпорацией социальной ответственности не только перед собой, но и перед своими заинтересованными сторонами (стейкхолдерами) и общественностью. С этой точки зрения, КСО является частью саморегулируемой бизнес-модели, в которой компании осознают то влияние, которое они оказывают на общество в целом.

Хотя ESG и КСО оба связаны с воздействием фирмы на окружающую среду и общество, основное различие между этими двумя терминами заключается в том, что КСО –

это бизнес-модель, которой руководствуются компании, в то время как ESG включает критерии, применяемые инвесторами для оценки фирмы или корпорации, использующими КСО. Второстепенное различие между КСО и ESG заключается в том, что КСО включает экологические и социальные вопросы, в то время как ESG явно добавляет также корпоративное управление. Тем не менее во многих исследованиях термины КСО (CSR) и ESG используются как взаимозаменяемые.

**Проблематика КСО и ESG оказывает всестороннее воздействие на развитие финансовых рынков.** Это воздействие можно оценить с позиций инвесторов, корпораций и финансовых институтов.

В 1960-х и 1970-х годах мейнстримом среди экономистов была концепция Милтона Фридмана, суть которой заключалась в том, что «социальная ответственность бизнеса заключается в увеличении прибыли» и что вмешательство со стороны правительства всегда наносит ущерб экономике [1].

Однако ближе к концу XX века постепенно начала набирать силу противоположная концепция. В 1988 году Джеймс С. Коулман бросил вызов доминированию теории «личных интересов» и ввел понятие социального капитала в измерении ценности [2].

В 1998 году Роберт Леверинг и Милтон Москович составили список 100 компаний из списка Fortune, наиболее активно внедряющих принципы корпоративной социальной ответственности. Москович привлек внимание к аспекту ответственного инвестирования, связанному с корпоративным управлением – в частности, отношениям с акционерами и отношениям менеджмента с сотрудниками. Он утверждал, что совершенствование процедур корпоративного управления максимально повысило производительность и обеспечило корпоративную эффективность.

<sup>2</sup> European Commission. Corporate Social Responsibility and Responsible Business Conduct. (2022), available at: [https://single-market-economy.ec.europa.eu/industry/sustainability/corporatesocial-responsibility-responsible-business-conduct\\_en#modal](https://single-market-economy.ec.europa.eu/industry/sustainability/corporatesocial-responsibility-responsible-business-conduct_en#modal) (Дата обращения: 1.05.2023).

Важный аспект касается мотивов социальной сигнализации. Как подчеркивают Р. Бенабу и Ж. Тироль, забота о повышении самооценки является важным мотиватором просоциальной деятельности [4].

**Используя данные с ответами на опросы и поведение большой группы индивидуальных инвесторов, они обнаружили, что социальные предпочтения и социальная сигнализация, по-видимому, играют более важную роль в объяснении решений инвесторов по социально ответственным инвестициям (SRI), чем финансовые мотивы.** В частности, они показывают: большинство социально ответственных инвесторов ожидают, что фонды будут получать более низкую доходность, чем обычные фонды. Это указывает на готовность некоторых инвесторов отказаться от финансовых показателей ради инвестирования в соответствии со своими социальными предпочтениями<sup>3</sup>.

Индивидуальные предпочтения инвесторов не могут не учитывать и институциональные инвесторы (страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные фонды, хедж-фонды). Чтобы удовлетворить растущий спрос клиентов на устойчивые инвестиции, все большее число институциональных инвесторов берет на себя обязательство учитывать ESG-факторы в процессе распределения капитала. Кроме того **растет число специализированных устойчивых (ESG-ориентированных) инвестиционных фондов**, 100% инвестиций которых ориентированы на ЦУР.

Это – открытые и биржевые фонды (ETF). За 10 лет (2012–2022) количество таких фондов выросло в 4,5 раза – с 1538 до 7012. Стоимость активов под их управлением в конце 2022 г. составила около 2,5 трлн дол. [8].

В 2011 году профессор финансов Школы бизнеса Wharton Алекс Эдманс опубликовал статью, показывающую, что 100 наибо-

лее привлекательных для работы компаний (в которых уделялось внимание социальным вопросам) превосходили прочие по доходности акций на 2-3% в год в течение 1984-2009 годов [3].

В академической литературе появилось большое количество статей, в которых авторы пытались доказать, что соблюдение принципов КСО повышает эффективность бизнеса, а инвестирование в устойчивые компании приносит более высокую доходность для инвесторов. Например, согласно исследованию 2021 года, проведенному в Центре по устойчивому развитию Школы бизнеса Нью-Йоркского университета (NYU Stern School of Business), в тех компаниях, где включению ESG-повестки (и отчетности) уделялось большее внимание, показатели эффективности (рентабельность, капитализация и пр.) были выше [4].

Впрочем, академическая литература дает противоречивые результаты относительно рентабельности социально ответственного инвестирования. В целом можно найти оценки как за то, что рентабельность выше, так и ниже [7]. Тем не менее можно констатировать: соблюдение принципов КСО, ESG является в настоящее время мейнстримом. Каждая солидная компания в настоящее время стремится соблюдать эти принципы. Хотя конечно не обходится без имитации соблюдения, явления, получившего название greenwashing.

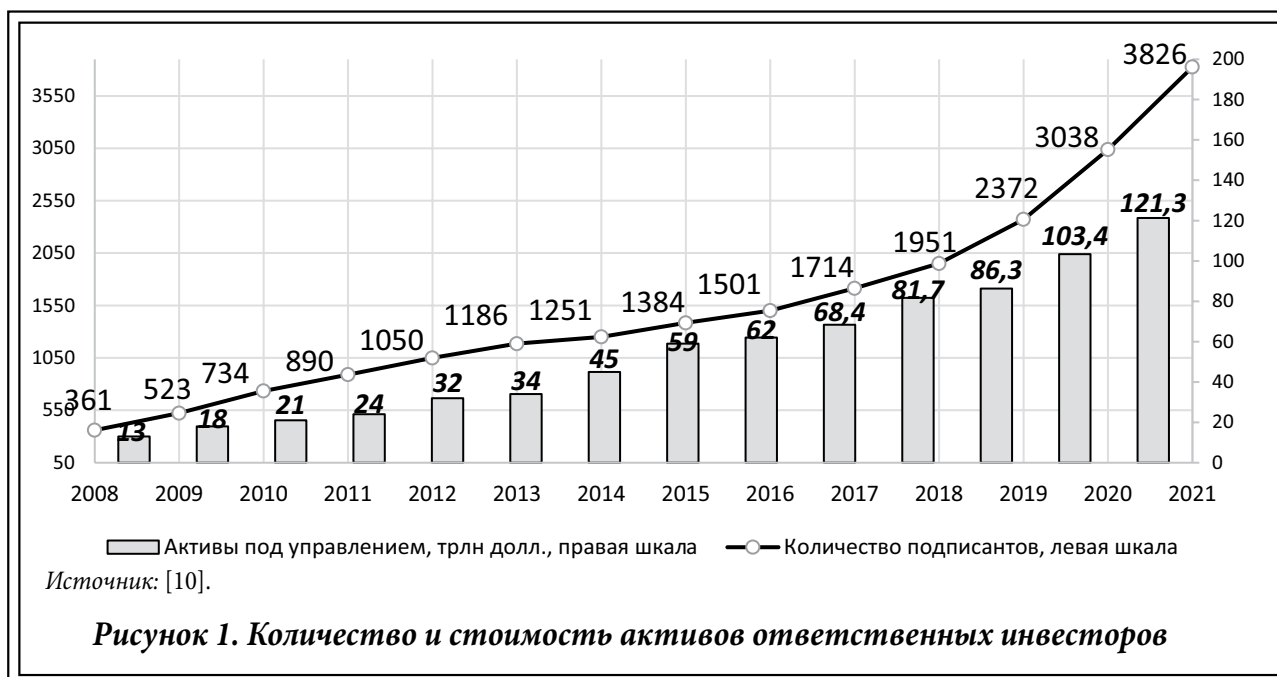
### **Инициативы бизнеса в области устойчивого финансирования**

Распространение идей устойчивого развития привело к формированию формальных и неформальных объединений финансовых и нефинансовых компаний, целью которых является внедрение этих идей в жизнь.

Наиболее значимой, с нашей точки зрения, является программа/инициатива **«Принципы**

---

<sup>3</sup> Обзор подобных работ см. [5].



ответственного инвестирования» (UNPRI или PRI). Это поддерживаемая ООН международная сеть финансовых учреждений, совместно работающих над реализацией шести принципов [15].

Инициатива «Принципы ответственного инвестирования» (PRI) была учреждена в 2005 году Финансовой инициативой Программы Организации Объединенных Наций по окружающей среде (United Nations Environment Programme Finance Initiative) и Глобальным договором ООН (UN Global Compact) в качестве основы для улучшения анализа вопросов ESG в инвестиционном процессе и оказания помощи компаниям в осуществлении практики ответственного инвестирования.

Принципы предлагают рамки возможных действий по включению экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления в инвестиционную практику. Они разработаны таким образом чтобы быть совместимыми со стилями инвестирования крупных, диверсифицированных институциональных инвесторов.

По состоянию на март 2022 года более 4800 участников из более чем 80 стран подписали

Принципы (см. рис. 1). В некоторых случаях, прежде чем нанять управляющего инвестициями, институциональные инвесторы выясняют является ли управляющий подписантом.

#### «Принципы Экватора» (Equator Principles)

«Принципы Экватора» – это система управления экологическими и социальными рисками при финансировании проектов. Финансовые учреждения, подписавшие «Принципы Экватора», обязуются не предоставлять кредиты по проектам, в которых заемщик не желает или не способен соблюдать их соответствующую социальную и экологическую политику и процедуры.

Обнародованные 4 июня 2003 года «Принципы Экватора» основаны на документах, разработанных Международной финансовой корпорацией (МФК). Эти стандарты периодически обновляются в соответствии со стандартами деятельности МФК в области социальной и экологической устойчивости и Руководящими принципами Группы Всемирного банка по охране окружающей среды, здоровья и безопасности.

По состоянию на конец 2022 года 138 финансовых учреждений в 38 странах официально приняли «Принципы Экватора» [11].

### **Устойчивые фондовые биржи**

За последние 20 лет биржи продолжали интегрировать мероприятия, связанные с устойчивым развитием, в свою деятельность. Это происходит в рамках инициативы ООН «Устойчивые фондовые биржи» (Sustainable Stock Exchanges Initiative SSE). Количество участников этого неформального объединения выросло с 5 в 2009 г. до 132 в 1 квартале 2023 г. Фактически, это все фондовые биржи мира (119), на которых торгуются практически все публичные корпорации, и многие деривативные (13)<sup>4</sup>.

Фондовые биржи помогают компаниям ориентироваться в стандартах раскрытия информации ESG. К концу 2022 года число бирж, предоставляющих эмитентам письменные рекомендации по раскрытию информации об устойчивом развитии, достигло 67, по сравнению всего с 13 в 2015 году, когда SSE ООН запустила свою глобальную кампанию и типовое руководство, чтобы побудить биржи предоставлять рекомендации по отчетности в области устойчивого развития.

Фондовые биржи продолжают продвигать международные инструменты раскрытия информации о ESG. Чаще всего это Стандарты GRI (Global Reporting Initiative)<sup>5</sup>, за которыми следуют стандарты и рекомендации, подготовленные SASB и Международным советом по интегрированной отчетности (International Integrated Reporting Council)<sup>6</sup>, на каждый из которых ссылаются примерно в трех четвертях руководящих документов.

Инструменты отчетности, касающиеся климата, такие как рекомендации TCFD<sup>7</sup> Совета по финансовой стабильности и Проекта по

раскрытию информации о выбросах углерода (Carbon Disclosure Project), упоминаются более чем в половине руководств, и примерно в трети содержится ссылка на работу Совета по стандартам раскрытия информации о выбросах углерода (Carbon Disclosure Standards Board).

SASB, Международный совет по интегрированной отчетности (International Integrated Reporting Council) и Совет по стандартам раскрытия информации о выбросах углерода в настоящее время являются элементами нового Совета по международным стандартам устойчивого развития (ISSB) Фонда Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО IFRS). ISSB также разрабатывает свой климатический стандарт на основе рекомендаций TCFD. Таким образом, рынок продолжает эволюционировать в сторону более ограниченного и целенаправленного набора стандартов [8, p. 123].

Сами фирмы также все чаще проводят мероприятия в области КСО и занимаются вопросами ESG. Например, все большее число компаний, котирующихся на бирже, создают отдельные комитеты, занимающиеся вопросами КСО. Фирмы также пытаются донести информацию о своих усилиях в области устойчивого развития, публикуя ежегодные отчеты об устойчивом развитии.

В 2019 году Ассоциация руководителей ведущих компаний США выпустила документ «Заявление о целях корпорации», подписанное 181 генеральными директорами (CEO). Документ отходит от принципа «интересы акционера превыше всего», но вместо этого берет на себя обязательства перед всеми стейкхолдерами, включая потребителей, работников, поставщиков, местных сообществ, но и, конечно, также и акционеров [12].

На веб-сайтах крупных корпораций, как правило, активно обсуждаются их обязатель-

---

<sup>4</sup> Московская биржа является членом SSE.

<sup>5</sup> Разработан Global Sustainability Standards Board в рамках программы ООН по охране окружающей среды.

<sup>6</sup> SASB (Sustainability Accounting Standards Board) обе структуры входят в Фонд МСФО (IFRS Foundation).

<sup>7</sup> Task Force on Climate-related Financial Disclosures – Целевая группа по раскрытию финансовой информации, связанной с климатом.

ства в области ESG, и они регулярно сообщают общественности о своих усилиях в области ESG посредством ежегодного отчета или отчета об устойчивом развитии. Например, Intel сообщает о своей деятельности в области ESG по адресу <https://www.intc.com/esg>; General Electric в <https://www.ge.com/sustainability>; и Google по адресу: <https://sustainability.google/>.

### Гендерное равенство в корпоративном руководстве

Несмотря на растущее число бирж, которые продвигают гендерное равенство среди своих компаний, зарегистрированных на бирже, число женщин на руководящих должностях в компаниях остается низким на многих рынках. Согласно данным, собранным в 2022 году (UN SSE и IFC, 2022, см. сноску), женщины занимают 23% из 21561 места в советах директоров крупнейших компаний, котирующихся на 22 крупнейших фондовых биржах стран G20. [13] На семи рынках стран G20 директивные органы ввели обязательные правила, регулирующие минимальное количество женщин в советах директоров компаний [8, p. 124].

### **Рейтинговая оценка «устойчивых» финансовых инструментов**

Формирование тренда на ответственное инвестирование и необходимость учитывать экологические и социальные аспекты инвестиций привели к потребности проведения их независимой и публичной оценки при инвестировании в «устойчивые» финансовые инструменты. В ответ на этот запрос ведущие рейтинговые агентства, а также экологические эксперты начали оказывать услуги по присвоению и поддержанию ESG-рейтингов, наподобие кредитных рейтингов [9].

Первое рейтинговое агентство ESG Eiris было создано во Франции в 1983 году. Оно слилось с Vigeo в 2015 году. Kinder, Lydenberg and Domini (KLD), широко используемая база данных ESG в академических исследованиях, была создана в США в 1990 году. Наиболее известными поставщиками данных ESG в 2020-х годах являются MSCI, Refinitiv, S&P Global, Sustainalytics, Bloomberg, FTSE Russell, Institutional Shareholder Services (ISS) и RepRisk<sup>8</sup> (об особенностях рейтингования, используемых различными агентствами в статье экономистов Кембриджского университета P. Raghavendra Rau и Ting Yu [5]).

ESG-рейтинг определяет степень соответствия инвестиций принципам ESG. При этом рейтинговые агентства могут иметь не только разные оценки ESG-рейтингов, но и разные подходы при их составлении. В настоящее время ESG-рейтинги различных рейтинговых агентств слабо сопоставимы между собой и имеют несовпадающие смысловые значения.

Неоднородность ESG-рейтингов заключается не только в различных подходах к оценке и разных критериях, но и в различных целях оценки. Тогда как кредитные рейтинги обобщенно измеряют вероятность дефолта эмитента, ESG-рейтинги могут измерять:

- 1) общую подверженность эмитента ESG-рискам;
- 2) степень адаптивности эмитента к ESG-рискам относительно конкурентов в отрасли;
- 3) информационную прозрачность эмитента в отношении ESG-рисков.

На российском рынке яркими примерами неоднородности ESG-рейтингов выступают случаи с ФосАгро и Московской биржей. ФосАгро имела относительно низкие ESG-рейтинги от Sustainalytics и S&P ввиду потенциально высоких ESG-рисков химической отрасли, при этом относительно

<sup>8</sup> По мере того как ESG-инвестирование становится мейнстримом, все больше поставщиков рейтингов ESG были приобретены коммерческими поставщиками финансовых данных. Например, KLD была приобретена RiskMetrics в 2009 году, а MSCI купила RiskMetrics в 2010 году, Morningstar приобрела 40% Sustainalytics в 2017 году и оставшиеся акции Sustainalytics в 2020 году, Vigeo-Eiris была куплена Moody's в 2017 году, а RobecoSAM была куплена S&P Global в 2019 году.

высокие ESG-рейтинги MSCI и Bloomberg, так как компания лучше конкурентов подходит к управлению ESG-рисками и в достаточном объеме раскрывает информацию о ESG-рисках. Наоборот, Московская биржа имела более позитивные рейтинги от Sustainalytics и S&P ввиду низких общих ESG-рисков и умеренные рейтинги от MSCI и Bloomberg.

### **Краткие итоги исследования**

ESG-повестка – всерьез и надолго. Это глобальный процесс, в который необходимо вписываться и российским компаниям.

Управление рисками, связанными с ESG, превратилось в важный элемент общей системы управления рисками в современных корпорациях.

ESG-рейтинги все шире используются для оценки рисков, связанных с ESG, однако отсутствие единых принципов рейтингования снижает эффективность их использования.

Постулат адептов неоклассической теории об абсолютном приоритете прибыли в деятельности фирмы в современных условиях опровергается ростом доли ESG-фондов (устойчивых фондов), которые часто показывают более низкую доходность, чем традиционные фонды.

**Все большее распространение получают принципы раскрытия нефинансовой информации в корпоративной отчетности связанной с ESG, однако степень раскрытия подобной информации пока еще далека от рекомендованной международными организациями. Кроме того очевидна целесообразность большей унификации существующих стандартов.**

### **Список источников**

1. Freidman Milton, Friedman Rose. Free to Choose: A Personal Statement, Harper Collins, 1990. – 368 pp.
2. Coleman, James S, Social Capital in the Creation of Human Capital, American Journal of Sociology, Vol. 94, 1988. <https://www.econ.msu.ru/cmt2/lib/c/477/File/Social%20Capital%20in%20the%20Creation%20of%20Human%20Capital.pdf> (Дата обращения: 05.04.2023)
3. Edmans, Alex, Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices (January 20, 2010). Journal of Financial Economics 101(3), 621-640, September 2011, доступно на SSRN: <https://ssrn.com/abstract=985735>
4. Benabou, R. and Tirole, J. (2010), "Individual and corporate social responsibility", *Economica*, Vol. 77 No. 305, pp. 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x>
5. Rau, P. R., & Yu, T. (2023). A survey on ESG: investors, institutions and firms. *China Finance Review International*. <https://doi.org/10.1108/cfri-12-2022-0260>
6. Tensie Whelan, Ulrich Atz, Tracy Van Holt and Casey Clark. ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020. NYU Stern [https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM\\_ESG-Paper\\_2021%20Rev\\_0.pdf](https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf) (Дата обращения: 15.04.2023)
7. Овечкин Д. В. Ответственные инвестиции: влияние ESG-рейтинга на рентабельность фирм и ожидаемую доходность на фондовом рынке. Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент. 2021. № 1. С.43-53.
8. World Investment Report 2023. United Nations publication issued by the United Nations Conference on Trade and Development. New York, 2023. – 231P. [https://unctad.org/system/files/official-document/wir2023\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/wir2023_en.pdf)
9. Модельная методология ESG-рейтингов. Доклад для общественных консультаций. М.: Банк России, 2023. [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/144085/Consultation\\_Paper\\_17012023.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/144085/Consultation_Paper_17012023.pdf)
10. United Nations Principles for Responsible Investment, UN PRI. <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri> (Дата обращения: 31.04.2023)
11. <https://equator-principles.com/>
12. Business Roundtable Redefines the purpose of a corporation to promote 'An Economy That Serves All Americans'. <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans> (Дата обращения: 31.04.2023)
13. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099542502032317400/pdf/IDU0bc7ebecd039a204ed00b84d07af8be645c3a.pdf> (Дата обращения: 30.04.2023)
14. European Commission. Corporate Social Responsibility and Responsible Business Conduct. (2022), available at: [https://single-market-economy.ec.europa.eu/industry/sustainability/corporatesocial-responsibility-responsible-business-conduct\\_en#modal](https://single-market-economy.ec.europa.eu/industry/sustainability/corporatesocial-responsibility-responsible-business-conduct_en#modal) (Дата обращения: 1.05.2023)
15. <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>