

СОЦИАЛЬНО ОТВЕТСТВЕННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ: ПРИЧИНЫ ИНТЕРЕСА ИНВЕСТОРОВ

В настоящее время в мире широкое распространение получило инвестирование, целью которого является не только получение финансового результата, но и достижение полезного эффекта особого качества. Это инвестирование на основе идеи социальной ответственности инвестора (Socially responsible investing или SRI; социально ответственные инвестиции, или СОИ), которое в конце XX века также стало ассоциироваться с понятием «устойчивого» инвестирования (sustainable investment), или инвестиций в устойчивое развитие.

В самом широком понимании социальные инвестиции отождествляются с вложениями капитала, направляемыми на усиление социальной ориентации экономической системы: достижение экологической безопасности, стимулирование экономического роста, обеспечение гарантированного уровня образования и медицинской помощи, питания и пр. Другими словами, социальные инвестиции могут быть направлены в любой проект, реализующийся в социальной среде, реализация которого за счет инвестированных средств обеспечит определенный положительный эффект **как инвестору, так и обществу в целом.**

Суть этого подхода в том, что целью является создание устойчивых, долговременных инвестиций, рассчитанных на получение не только краткосрочной, но и долгосрочной прибыли, а также решение социальных и экологических проблем, стоящих перед обществом. В связи с этим для инвестиционного портфеля отбираются ценные бумаги только тех эмитентов ценных бумаг, которые отвечают заданным социальным, моральным и/или экологическим критериям.

На сегодняшний день рынок социально ответственного инвестирования переживает настоящий бум, стартовавший в начале 2000-х гг. В 2012 г. рынок «устойчивых» инвестиций в США составил уже более 3,74 трлн долл. [1]; в странах ЕС – более 5 трлн. евро. С 1995 г., когда впервые были зафиксированы данные по социально ответственным инвестициям, объем «устойчивых» инвестиций в США вырос почти в 6 раз (Рис. 1.).

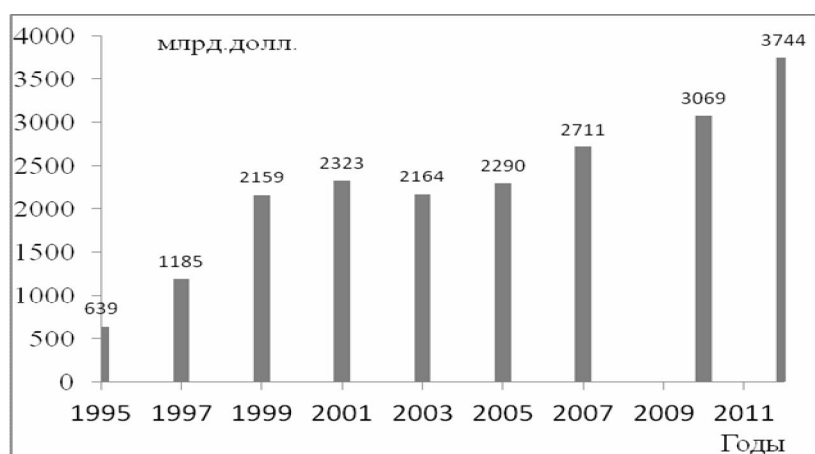


Рис. 1. Динамика социально ответственных инвестиций в США [1]

По прогнозам, в ближайшие годы рост мирового рынка «устойчивых» инвестиций продолжится, и к 2015 году его объем превысит 26 трлн. долл., или порядка 15% всех инвестируемых активов. Особенно бурный рост ожидается в странах Азии, где рынок СОИ может вырасти более чем в 2,5 раза.

Наиболее благоприятные условия для развития социально ответственных инвестиций сложились в странах с финансовой системой, основанной на рынке ценных бумаг, характеризующейся развитой системой регулирования, информационно-аналитической инфраструктурой и диверсифицированным набором финансовых инструментов (США, Великобритании).

Фундаментальный интерес инвесторов к инвестированию в компании с высоким уровнем социальной ответственности связан с двумя обстоятельствами.

Во-первых, выбирая для инвестиций ценные бумаги социально-ответственных компаний, инвесторы обеспечивают себе оптимальное сочетание доходности и риска инвестиций за счет более высокой экономической эффективности эмитентов и снижения уровня систематического риска.

Во-вторых, предоставляя финансовые ресурсы социально ответственным компаниям, инвесторы способствуют реализации концепции глобального устойчивого развития общества через реализацию принципа устойчивого инвестирования. В условиях истощения ресурсов такое решение носит стратегический характер, поскольку обеспечивает стабильное существование человечества в будущем.

Корпоративная социальная ответственность и устойчивое развитие

В последней четверти XX века озабоченность мирового сообщества стали вызывать глобальные проблемы человечества, связанные с самой возможностью дальнейшего существования людей на планете. В связи с этим завоевала широкую популярность концепция устойчивого развития (Sustainable development), что проявилось, прежде всего, в ее официальной поддержке ООН и созданию в 1995 г. Всемирного делового совета по устойчивому развитию – WBCSD.

Термин Sustainable development допускает достаточно широкое трактование при переводе на русский язык. Дословный перевод означает «устойчивое развитие», но многие авторы считают, что это — развитие «продолжающееся» («самодостаточное», «поддерживающие жизнь», «жизнеутверждающее»), то есть такое, которое не противоречит дальнейшему существованию человечества и развитию его в прежнем направлении. Термин был использован комиссией ООН под руководством Брунтланд и означает «развитие, которое «удовлетворяет потребности нынешнего поколения без

ущерба для возможности будущих поколений удовлетворять свои собственные потребности» [2].

Концепция Sustainable development объединяет в себе три основные сферы: экономическую (economic), социальную (social) и экологическую (environment). Пересечение этих областей в модели образует четыре новых составляющих:

- Терпимость (bearable) – гармоничное развитие общества и окружающей среды.
- Справедливость (equitable) – гармоничное развитие общества и экономики.
- Жизнеспособность (viable) – гармоничное развитие окружающей среды и экономики.

Одновременное развитие всех трех элементов и является устойчивым развитием (sustainable development) (Рис 2).

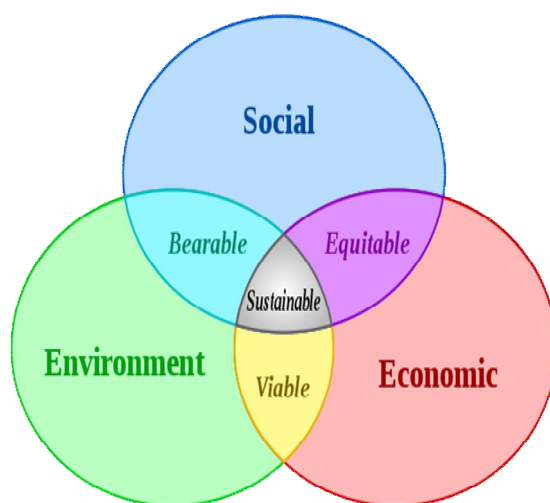


Рис. 2. К определению устойчивого развития.

Что означает «устойчивое развитие» для частной компании? Прежде всего, «это способность успешно вести свой бизнес в высоко конкурентной, изменяющейся среде за счет прогнозирования и управления текущими и будущими экономическими, экологическими и социальными возможностями и рисками, а также концентрации усилий на обеспечении качества, производительности и инновациях с

целью создания конкурентных преимуществ и долгосрочной ценности» [3].

В рамках данной концепции деятельность хозяйствующих субъектов описывается с триединой позиции, т. е. в экономической, экологической и социальной сферах. Анализ деятельности компании инвесторами проводится на основе информации об экологии, социальной сфере и корпоративном управлении в компании (Environmental, Social & Governance, ESG) и получил название интегрированного анализа. Под интегрированным анализом понимается комплексный фундаментальный анализ, то есть использование информации ESG при фундаментальной оценке компании.

Не трудно заметить, что идеи корпоративной социальной ответственности (КСО) полностью укладываются в рамки концепции устойчивого развития. Верно и обратное: компания, следующая принципам устойчивого развития, неизбежно будет проводить социально ответственную политику.

По мере распространения концепции устойчивого развития все большее количество компаний и социально ориентированных инвесторов стали осознавать важность учета ESG факторов как для обеспечения устойчивого развития всего общества, так и достижения собственной корпоративной устойчивости. В дальнейшем мы будем использовать как эквивалентные термины «Социально ответственные инвестиции» и «Устойчивые инвестиции»

Социальная ответственность, экономическая эффективность и риск компаний.

Вопрос о наличии связи уровня корпоративной социальной ответственности и экономической эффективностью компаний интересовал исследователей на протяжении всего периода эволюции данной концепции. Изучению взаимосвязи между КСО, показателями деятельности компаний и их оценкой рынками посвящено множество работ. Единые выводы пока не получены: встречаются как работы,

закрывающие, что между этими факторами существует строго положительная зависимость, так и исследования, обнаруживающие исключительно отрицательную зависимость, а также работы, провозглашающие отсутствие подобной зависимости [1,4;5,6].

Для того, чтобы выявить наличие преимуществ при инвестировании в ценные бумаги социально ответственных компаний, нами были изучены данные о доходности инвестиционных фондов, ориентирующихся на эмитентов ценных бумаг, следующих принципам социальной ответственности.

Проанализированы взаимные фонды США, инвестирующие в акции и официально относящих себя к «Sustainable & Responsible Mutual Fund». Данные получены с сайта [7], на котором представлены 140 фондов. Все они привели на сайте свои инвестиционные стратегии и методики отбора активов в портфели.

Методика исследования. Для устранения влияния эффекта масштаба все фонды были разбиты на группы:

1 – Фонды компаний США высокой капитализации (Equity Large Cap)

2 – Фонды компаний США низкой и средней капитализации (Equity Mid-Small Cap)

3 – Глобальные международные фонды (International Global)

Фонды каждой группы имели свой инвестиционный ориентир – Benchmark, что позволило корректно сопоставить результаты социально ответственного инвестирования с результатами широкого рынка. Для фондов компаний высокой капитализации в качестве Benchmark использовались фондовые индексы компаний США Russell 1000 и S&P 500 Composite Total Return. Для фондов компаний низкой и средней капитализации Benchmark служил фондовый индекс США Russell 2000, а для глобальных фондов глобальные индексы MSCI World и MSCI EAFE.

Были сопоставлены доходности исследованных взаимных фондов с доходностями их Benchmark. Сравнения проводились отдельно по группам фондов, указавшим для себя соответствующий

Benchmark за период 1, 3, 5 и 10 последних лет. Данные об индексах - Benchmark были получены нами с вебсайта <http://ycharts.com/indices>, а также сайтов компаний – разработчиков индексов Benchmark. Данные о доходностях аннуализировались (исчислялись в процентах годовых). Результаты сравнения представлены в таблицах 1 и 2.

Таблица 1.

Сопоставление доходности (в % годовых) фондов социально ответственных инвестиций и их Benchmark

Фонды высокой капитализации

Время, годы	1	3	5	10
Индекс Russell 1000	14,43	11,12	1,92	6,45
Доходность фондов высокой капитализации	11,88	11,45	3,36	5,80

Время, годы	1	3	5	10
Индекс S&P Comp Total Return	13,96	10,87	1,66	7,1
Доходность фондов высокой капитализации	8,51	11,18	7,33	7,26

Фонды низкой и средней капитализации

Время, годы	1	3	5	10
Индекс Russel 2000	16,3	12,25	3,56	11,52
Доходность фондов низкой и средней капитализации	6,92	11,36	6,91	-

Полученные результаты. Как следует из таблиц 1 и 2, доходность социально ориентированных фондов в исследованном временном интервале в среднем не ниже доходности их Benchmark, а в долгосрочной перспективе, как правило, и выше. Следовательно, социально ориентированные инвесторы в долгосрочной перспективе не проигрывают в доходности, вкладывая средства в компании с высоким уровнем КСО.

Таблица 2.

Сопоставление доходности (в % годовых) и риска глобальных фондов социально ответственных инвестиций и их Benchmark

Время, годы	Доходность, % годовых					СКО за 5 лет
	Текущая	1	3	5	10	
MSCI EAFE IMI	5,52	11,49	5,39	-0,54	10,10	23,30
Фонды	4,62	8,75	3,47	-4,95		13,30
MSCI EAFE	5,23	11,79	5,49	-0,40	10,19	23,20
Фонды	6,59	8,96	5,78	3,43		12,99
MSCI World	7,87	12,53	9,08	2,83	9,46	16,62
Фонды	6,29	16,69	10,77	1,78	9,55	13,20

Для глобальных фондов были сопоставлены также значения среднеквадратичных отклонений (СКО) доходностей с аналогичными показателями Benchmark (табл.2). Установлено, что СКО доходностей социально ориентированных фондов ниже, чем у Benchmark. Величина СКО обычно используется как показатель риска инвестиций. Следовательно, риск инвестиций в социально ответственные фонды устойчиво ниже риска инвестиций на широком рынке.

В классической теории инвестирования если при одинаковой доходности риск одного из активов оказывается ниже, чем риск другого, то инвестиции в данный актив признаются более эффективной. Следовательно, социально ответственное инвестирование следует признать более эффективным, чем инвестиции на широком рынке. Отметим, что речь идет именно о долгосрочном эффекте позитивного влияния следования принципам социальной ответственности на финансовые показатели деятельности компаний.

Возможное объяснение данного явления заключается в том, что компании, придерживающиеся в своей практике концепции социальной ответственности, создают более эффективные системы управления широким спектром рисков (включая нефинансовые). В конечном счёте, это позитивно отражается на финансовых

результатах и оценке деятельности таких компаний со стороны инвесторов [4, 6].

Социально-ответственная деятельность позволяет компаниям занять более удачные стратегические позиции для извлечения компаниями долгосрочных преимуществ. В результате КСО в долгосрочной перспективе обеспечивает не только не уменьшение, но и увеличение экономической эффективности деятельности фирмы за счет снижения рисков ведения бизнеса. В целом ряде работ по стратегическому менеджменту обнаружена отрицательная корреляция между КСО и уровнем риска [8, 9]. Этот результат прямо указывает на корпоративную социальную ответственность как важный элемент риск-менеджмента корпорации, способствующий снижению бизнес-риска.

Действительно, расширение сферы стратегического менеджмента на отношения с заинтересованными сторонами и контроль состояния окружающей среды позволяют выявить источники потенциального риска на более ранней стадии и принять превентивные меры по его снижению.

Социальная ответственность как нематериальный актив корпорации

Традиционно наиболее важными ресурсами компании считались ее материальные активы и капитал. Именно они лежали в основе достижения устойчивых конкурентных преимуществ и создания ценности для инвесторов. Безусловно, эти ресурсы и до сих пор играют существенную роль в конкурентоспособности компаний. Однако, в последние десятилетия в условиях динамичной, постоянно меняющейся среды для достижения превосходства над конкурентами у компаний усилился интерес к активам, имеющим другую природу. Речь идет об имеющемся у них **интеллектуальном капитале**.

«Интеллектуальный капитал – это интеллектуальный материал, включающий в себя знания, опыт, информацию, интеллектуальную собственность и участвующий в создании ценностей. Это – коллективная умственная энергия. Ее трудно обнаружить, и еще

труднее управлять ею. Но уж если Вы ее обнаружили и заставили служить себя, Вы – победитель» [10, с. 12].

Сущность категории ИК часто определяется не напрямую, а через его состав и структуру. Хотя мнения о структуре ИК расходятся, большинство авторов по вопросу состава и структуры следуют классификации нематериальных активов, разработанной Международной бухгалтерской федерацией [11]. В структуре ИК можно выделить три блока: человеческий, отношенческий и структурный (организационный) капитал.

Категория «интеллектуальный капитал» по своему экономическому смыслу связана с некоторыми другими категориями, прежде всего – нематериальные активы (*intangible assets*, НМА) и нематериальности (*intangibles*).

Некоторые авторы полагают, что понятия «нематериальные активы» и «интеллектуальный капитал» характеризуют одну и ту же величину, но с разных точек зрения: ИК – с позиции источника создания ценности, а НМА – с позиции размещения [3]. В силу этого данные понятия являются равновеликими и взаимозаменяемыми.

В связи с этим наблюдается значительное изменение структуры рыночной стоимости компаний. В 1970-е годы более 80% рыночной стоимости компаний, входящих в расчет индекса S&P500 приходилось на материальные активы и лишь менее 20% – на нематериальные активы. К 2010 г. имела место своеобразная «инверсия» стоимости: нематериальные активы занимают 80 %, а материальные – оставшиеся 20% [12].

Таким образом, наряду с традиционными материальными и финансовыми ресурсами, нематериальные активы (интеллектуальный капитал) становятся важнейшей составной частью ресурсов компании.

В настоящей работе КСО **рассматривается нами как элемент нематериальных активов** (интеллектуального капитала) компаний. А это означает, что расходы на проведение политики корпоративной социальной ответственности есть не что иное, как инвестиции в

собственные нематериальные активы – такой же природы, как расходы на рекламу, НИОКР, образование сотрудников и т.д.

Компании, проводящие социально ответственную политику, таким образом, создают условия для формирования составе активов таких НМА, которые увеличивают собственный капитал и, следовательно, фундаментальную стоимость корпорации. Анализ показывает, что ценность нематериальных активов тесно коррелирует с фундаментальной ценностью компании, а значит – и с ее рыночной ценностью [13, 14]. Таким образом, идея социально ответственных (устойчивых) инвестиций находит экономический фундамент: выбирая для инвестиций ценные бумаги социально ответственных эмитентов, инвесторы способствуют не только решению этических, экологических и социальных проблем, но и обеспечивают более высокую экономическую эффективность вложений для себя.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. The US SIF Foundation. *2012 Report on Sustainable and Responsible Investing Trends in the United States*. Электронный ресурс. Режим доступа: <http://www.ussif.org/> - свободный.
2. Организация Объединенных Наций. 1987 год. "Доклад Всемирной комиссии по окружающей среде и развитию". _Резолюция Генеральной Ассамблеи 42/187, 11 декабря 1987 года.
3. Инвестиции в устойчивое развитие. / КПМГ. Электронный ресурс. Режим доступа: www.kpmg.com/RU/ru/topics/Audit.../2012-12-21_SAM_rus.pdf - свободный.
4. **Галушкин С.В., Головачев С.С., Наквасин С.Ю.** Выгоды устойчивого развития: выход на рынок «устойчивых» инвестиций. IR magazine Russia & CIS, 2009. Электронный ресурс. Режим доступа: <http://www.ir-russia.ru/news/Sustainable-investment-14022011.htm> -свободный.
5. **Нагорнов А.В., Солнцева М.С.** Исследования социальной ответственности компании. //Корпоративные финансы. 2007, № 2. С.112-132.- Электронный ресурс. Режим доступа: [«http://ecsocman.hse.ru/hsedata/2010/12/31/1208182516/nagornov_112-132.pdf»](http://ecsocman.hse.ru/hsedata/2010/12/31/1208182516/nagornov_112-132.pdf)

6. **Благов Ю.Е.** Корпоративная социальная ответственность: эволюция концепции. - СПб: ВШМ, 2010.
7. US SIF/ The Forum of Sustainable and Responsible Investment/ Электронный ресурс. Код доступа: <http://charts.ussif.org/> - свободный.
8. **Бурк Л., Логдон Дж. М.** Как окупается корпоративная социальная ответственность.// Российский журнал менеджмента. – 2010. – Т. 8. – №4. – С. 57–68.
9. **Хастед Б. У.** Риск-менеджмент, реальные опционы и корпоративная социальная ответственность.// Российский журнал менеджмента. –2010. – Т. 8. – №4. – С. 69–80.
10. **Стюарт Т.А.** Интеллектуальный капитал. Новый источник богатства организаций / Пер. с англ. – М.: Поколение, 2007. Stewart T. A. Intellectual Capital: The new Wealth of organization: Nicholas Brealey, London, 1997.
11. IFAC. 1998. Measurement and Management of Intellectual Capital.
12. Intellectual Capital Equity. Электронный ресурс. Режим доступа: <http://www.oceantomo.com/about/intellectualcapitalequity> – свободный.
13. **Бухвалов А.В., Волков Д.Л.** Исследование зависимости между фундаментальной ценностью и рыночной капитализацией российских компаний // Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент. – 2005. – № 1. – С. 26–43.
14. **Гаранина Т.А.** Роль нематериальных активов в создании ценности компании: теоретические и практические аспекты// Корпоративные финансы. – 2009.– № 4(12). – С. 79-96.