

Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»

На правах рукописи

Милевская Марина Александровна

Влияние инвестиционных фондов на политику
эмитентов ценных бумаг в условиях формирования
этической экономики

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Диссертация на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель
Доктор экономических наук, профессор
Берзон Н.И.

Москва 2015

Оглавление

| | |
|---|----|
| Список обозначений | 4 |
| Введение | 5 |
| Глава 1. Теоретические подходы к концепции ответственного инвестирования | 16 |
| 1.1 Особенности ответственного инвестирования | 16 |
| 1.2 Дискуссия в научной литературе о степени влияния ответственных инвесторов на политику эмитентов | 27 |
| 1.3 Отношение эмитентов к повышению корпоративной ответственности, значение репутации и рейтингов | 35 |
| 1.4 Предпосылки формирования этической экономики и оценка уровня ее развития | 46 |
| Заключение | 58 |
| Глава 2. Моделирование влияния деятельности инвестиционных фондов на политику эмитентов и эмпирическое исследование | 60 |
| 2.1 Разработки в области моделирования деятельности ответственных инвесторов | 60 |
| 2.2 Моделирование влияния ответственных инвесторов на политику компании | 76 |
| 2.3 Исследование взаимодействия французских эмитентов ценных бумаг и ответственных инвестиционных фондов | 85 |
| Заключение | 93 |
| Глава 3. Эконометрический анализ деятельности ответственных инвестиционных фондов с учетом формирования этической экономики | 95 |
| 3.1 Обзор результатов проведенных эконометрических исследований | 95 |

| | |
|--|-----|
| 3.2 Классификация основных факторов и источники данных | 98 |
| 3.3 Оценка чувствительности рейтинга стран по уровню развития этической экономики к рассмотренным факторам | 118 |
| 3.4 Оценка чувствительности ответственных инвестиций к экологическим и социальным факторам | 130 |
| Заключение | 141 |
| Основные результаты и выводы диссертационного исследования | 142 |
| Список литературы | 156 |
| Список иллюстраций | 169 |
| Список таблиц | 170 |
| Приложение А. Словарь терминов | 173 |
| Приложение В. Экономические, экологические и социальные характеристики развитых и развивающихся стран | 181 |
| Приложение С. Исходные данные по деятельности французских эмитентов и ответственных инвестиционных фондов | 196 |

Список обозначений

- ИФ – инвестиционные фонды;
- КСО – корпоративная социальная ответственность;
- НКО – некоммерческая организация;
- ОИФ – ответственные инвестиционные фонды;
- ООС – охрана окружающей среды;
- ОС – окружающая среда;
- РЭЭ – рейтинг стран по уровню развития этической экономики;
- СОИ – социально–ответственные инвестиции;
- СОИФ – социально–ответственные инвестиционные фонды;
- СЧА – стоимость чистых активов;
- ФСИ – фонд стратегических инвестиций;
- ЭОИ – экологически–ответственные инвестиции;
- ЭОИФ – экологически–ответственные инвестиционные фонды;
- ЭЭ – этическая экономика.

Введение

В условиях усиления взаимозависимости экономик различных стран, интеграции фондовых рынков распространяются международные стандарты деятельности инвестиционных фондов и эмитентов ценных бумаг, и возникают новые условия взаимодействия на финансовых рынках. Процесс формирования этической экономики, ответственного поведения финансовых институтов, компаний, государства и других экономических контрагентов становится характерной чертой развития во многих странах мира. Инвестиционные фонды все шире применяют этические принципы, например, отказываются от вложений в компании, производящих вредную продукцию, или поддерживают компании, создающие благоприятную обстановку для работников. Об этом свидетельствует стабильный рост количества ответственных инвестиционных фондов (ОИФ) в мире и увеличение объема активов под ответственным управлением (рис. 1).

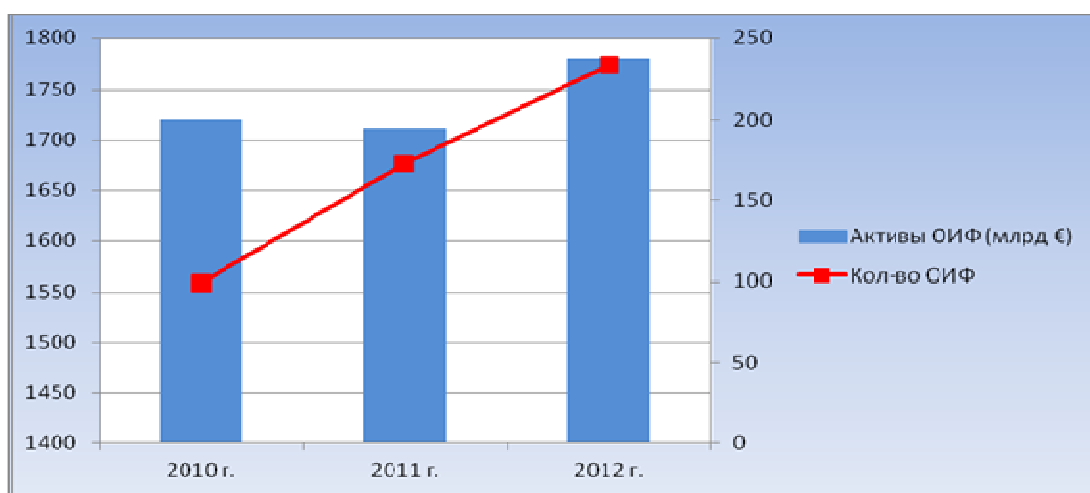


Рис. 1. Динамика объема активов под ответственным управлением и количества ОИФ в Европейском союзе¹

¹ European Responsible Investing Fund Survey - 2013 //Luxembourg KPMG Publication series, Survey annual report. – 2013

Известно, что в 2014 году объем активов, находящихся под ответственным управлением, в Европе насчитывал 7,6 триллионов евро. Объем ответственных инвестиций в США составлял около 3 триллионов долларов, то есть почти 12% от всех инвестиций. Объем активов под ответственным управлением на японском рынке достигал несколько сотен миллиардов йен. Консалтинговая компания Mercer выяснила, что доля управляющих компаний, использующих экологические и социальные критерии при принятии инвестиционных решений, достигла 10 %². В таблице 1 представлены данные о рыночной капитализации ответственных инвестиционных фондов, входящих в международные ассоциации и Соглашения.

Таблица 1. Рыночная капитализация ОИФ³

| Международные объединения ОИФ | Политика инвестирования | Рыночная капитализация |
|-------------------------------|---------------------------|------------------------|
| Eurosif | Активы СОИ/ESG | 7600 млрд. € |
| PRI | Активы СОИ/ESG | 10700 млрд. \$ |
| DJSI | Инвестиции в индексы DJSI | 8 млрд. \$ |
| Novethic | 194 европейских ЭОИФ | 13,3 млрд. € |

Все более жесткими становятся условия производства и сбыта товаров и услуг на мировых рынках. Концепция социальной ответственности бизнеса заставляет хозяйственные субъекты действовать по-другому, меняет взгляд на существующие в законодательстве и обществе требования к реализации социальной и экологической политики на уровне компании. Повышается мотивация компаний превзойти уровень нормативных требований к ее политике. К факторам, способствующим этому, относятся, в частности, повышение роли репутации,

² www.mercer.com

³ Inderst G., Kaminker C., Stewart F. Defining and Measuring Green Investments: Implications for Institutional Investors' Asset Allocations. – OECD Publishing, 2012. – №. 24.

успешная деятельность рейтинговых агентств соответствующего профиля и взаимоотношения с ответственными контрагентами (клиентами, поставщиками, частными и институциональными инвесторами). Мировой опыт свидетельствует, что ответственное инвестирование может оказывать существенное влияние на поведение эмитентов ценных бумаг с целью повышения корпоративной социальной и экологической ответственности. Согласно заявленной политике ответственные инвестиционные фонды стремятся не только заставить вложения работать, но и принять участие в формировании более справедливого, стабильного, социально и экологически здорового общества. В данных условиях особую актуальность приобретает разработка научно-теоретического и практического подходов для оценки влияния ответственных инвестиционных фондов на поведение и политику эмитентов ценных бумаг с учетом современных тенденций развития этической экономики и возможностей адаптации положительного зарубежного опыта в российских условиях.

Степень проработанности проблемы. Практическим проблемам ответственного инвестирования в литературе уделяется достаточно внимания, широко обсуждаются вопросы эффективности стратегий ответственных инвестиционных фондов. Вместе с тем текущий процесс формирования этической экономики, основанной на повышении ответственности финансовых институтов, компаний, государства и других экономических контрагентов, приводит к мысли о необходимости проведения комплексного исследования особенностей и современных тенденций ответственного инвестирования. В одних исследованиях моделируются различные эффекты присутствия социально-ответственных субъектов (покупателей, акционеров, работников) в экономике, в частности влияние экономических агентов на корпоративную политику компаний. К данной достаточно небольшой группе

исследований относятся разработки Хейнкеля и соавторов (2001), Белтратти (2003), Дама (2007), Хейждра (2011), Брекке и соавторов (2004, 2008). Недостаток данных исследований заключается в том, что отсутствует эмпирическая проверка результатов моделей, сами модели являются достаточно упрощенными. Однако проведенный обзор данных исследований позволил сформулировать предположения, которые подвергались эмпирической проверке в данной диссертации. Другая группа исследователей анализирует общую активность акционеров и их взаимодействие с руководителями компаний. К данному направлению относятся работы Фелдера (2008), Хансена и Лотта (1996), Вагстера и Превоста (1997), Романо (2001), Оплера и Сокобина (1997), Смита (1996), Вахала (1996), Превоста и Рао (1997), Реннебуга и соавторов (2008), Ландье и Наира (2008), Бенабу и Тироля (2006), Статмана (2000), Дерволла (2011), Хонга и Каспержик (2009), Пеналва-Ичер (2006), Залио (2003). Надо подчеркнуть, что большинство публикаций носит обзорный и рекомендательный характер. Не уделяется должное внимание разработке комплексного научно-теоретического подхода для оценки влияния ответственных инвесторов на политику эмитентов ценных бумаг. Также не существует работ, в которых был бы детально рассмотрен состав акционеров ответственных компаний конкретной страны для определения ключевых инвесторов, побуждающих компании брать на себя сверхнормативные обязательства в области экологической и социальной политики. Нужно отметить, что во многих недавно опубликованных работах утверждается необходимость пересмотра классических экономических отношений в пользу повышения ответственности экономических агентов. Речь идет об исследованиях Зрелли и Беллуми (2001), Ру и Эпштейна (2005), Ленет (2002), Барбье (2012), Гелинье и Патейрона (2000), Козловского (2008) и др. Поэтому существует насущная по-

требность в оценке перспектив формирования этической экономики в мире и разработке соответствующего инструментария для оценки уровня ее развития.

Объектом исследования является деятельность ответственных инвестиционных фондов.

Предметом исследования являются стратегии ответственных инвестиционных фондов и их влияние на политику эмитентов ценных бумаг.

Целью исследования является разработка научно-теоретического и прикладного инструментария для оценки влияния ответственных инвестиционных фондов на политику эмитентов ценных бумаг в условиях формирования этической экономики.

Для реализации поставленной цели в ходе исследования решались следующие **задачи**:

- 1) определить особенности ответственного инвестирования, обосновать существование влияния ответственных инвесторов на политику компаний;
- 2) выявить отношение компаний к проблеме повышения корпоративной ответственности перед лицом социальных и экологических проблем, возникающих в обществе;
- 3) провести критический анализ разработок в области моделирования различных эффектов присутствия социально-ответственных субъектов в экономике;
- 4) построить модель взаимодействия ответственных инвесторов и эмитентов ценных бумаг;
- 5) обобщить и уточнить научно-теоретические основы формирования этической экономики, раскрыв основное содержание существующих в научной литературе подходов к данному процессу;

- б) разработать метод для оценки уровня развития этической экономики в разных странах мира;
- 7) исследовать взаимосвязи между ответственными инвестиционными фондами и эмитентами ценных бумаг в стране, имеющей сравнительно развитую этическую экономику;
- 8) разработать метод для оценки интереса общества отдельной страны к проблемам ответственного инвестирования;
- 9) на основе регрессионного анализа данных выявить социальные, экологические и экономические факторы, способствующие развитию ответственного инвестирования и повышению ответственности эмитентов ценных бумаг.

Теоретической и методологической основой являются научные исследования и публикации зарубежных и российских ученых в области развития ответственных инвестиций, в том числе Барнеа А., Хейнкеля Р., Била Д., Гойена М., Филлипса П., Белтратти А., Брекке К., Ниборга К., Статмана М., Дама Л. и др. Были изучены материалы научных конференций, правовые и законодательные акты, социальные отчеты и отчеты о состоянии окружающей среды, рекомендации независимых аналитиков, проанализированы статистические и аналитические материалы отечественных и зарубежных финансовых институтов.

Методы исследования. Для решения поставленных задач использовались методы статистического, корреляционного и эконометрического анализа данных. Для проведения расчетов применялись прикладные программные пакеты для эконометрического моделирования Stata, SPSS, E-Views, Gretl.

Информационная база данных. Для сбора данных о деятельности ответственных инвестиционных фондов и других субъектов этической экономики были использованы системы Bloomberg, Reuters

3000 Xtra и Datastream, а также официальные сайты фондовых бирж, инвестиционных фондов, центральных банков и других организаций, на сайтах которых есть информация о деятельности ответственных инвестиционных фондов. Из информационной системы Bloomberg были извлечены и проанализированы данные по рыночной капитализации, количеству работников, доле институциональных собственников и рейтингу ESG 52 тыс. компаний, а также данные о деятельности 43 тыс. инвестиционных фондов из 50 стран мира. Так же использовались данные международной статистики с сайта Eurostat и ОЭСР, касающиеся налоговой политики, расходов на научные исследования, доли возобновляемых источников электроэнергии и др.

Научная новизна диссертационной работы заключается в разработке научно-теоретических и практических подходов в области ответственного инвестирования. Наиболее значимые результаты, полученные в ходе исследования и составляющие его научную новизну, сводятся к следующим положениям:

- доказано положительное влияние ответственных инвестиционных фондов на экологическую и социальную политику эмитентов ценных бумаг на основе построенной модели взаимодействия инвесторов и компаний;

- разработан индекс ИСОИ, который использовался в качестве прокси-переменной для оценки интереса общества отдельной страны к проблеме ответственного инвестирования. Доказано наличие высокого интереса российского интернет - сообщества к вопросам ответственного инвестирования;

- на основе рейтингов общей институциональной ответственности и корпоративной ответственности компаний с учетом кредитоспособности страны и индексов экологической и социальной эффектив-

ности определен рейтинг стран по уровню развития этической экономики (РЭЭ);

- в исследовании влияния различных групп акционеров на ответственную политику французских эмитентов ценных бумаг доказано, что государственные инвестиционные фонды прямо и косвенно способствуют реорганизации компаний. Анализ данных показал, что этическая экономика Франции в целом сформировалась благодаря государственному вмешательству;

- показано, что в странах, занимающих высокую позицию в рейтинге РЭЭ, находится не только большое количество компаний с низким воздействием на окружающую среду, но и выше политическая стабильность и качество государственного регулирования. В этих странах больше инвестиционных фондов и профессиональных участников финансового рынка, подписавших Соглашение PRI (принципы ответственного инвестирования);

- были также определены факторы, влияющие на объем активов ОИФ, использующих различные стратегии ответственного инвестирования. Показано, что для европейских стран характерна положительная взаимосвязь размера активов фондов с долей рыночной капитализации ответственных эмитентов и средним уровнем ответственности компаний. А на международном уровне доля ответственных фондов положительно связана с долей сектора здравоохранения, индексом экологической эффективности и долей рыночной капитализации ответственных эмитентов.

- определены ключевые факторы для развития корпоративной ответственности эмитентов ценных бумаг. На основе регрессионного анализа данных доказано, что доля активов ответственных инвестици-

онных фондов имеет положительное влияние на политику эмитентов ценных бумаг.

Теоретическая значимость работы заключается в том, что полученные научные результаты позволяют более глубоко исследовать проблемы ответственного инвестирования и его влияния на политику эмитентов ценных бумаг в контексте формирования этической экономики. Основные положения и выводы, содержащиеся в диссертации, создают научно-теоретическую основу для дальнейших исследований взаимосвязей между ответственными инвесторами, ответственными компаниями и ответственным государством. В частности речь идет о влиянии экологических и социальных факторов на поведение ответственных инвесторов, которые с помощью использования различных стратегий и при наличии тех или иных благоприятных условий (сильное законодательство, наличие государственных акционеров, высокая конкуренция за средства на фондовом рынке) непосредственно влияют на менеджмент компаний. На основе французских данных было проведено детальное исследование отчетов инвестиционных фондов и публичных отчетов компаний-эмитентов, чьи ценные бумаги размещались на фондовом рынке. Проанализирована социально-значимая информация, включающая в себя сведения о деятельности ответственных компаний, об объеме активов под ответственным управлением, данные индексов экологической и социальной эффективности. Разработан метод для оценки уровня развития этической экономики. Предложена модель для описания влияния ответственных инвесторов на политику эмитентов. Проведенное исследование раскрывает и дополняет существующие теоретические положения к определению этической экономики, которая вбирает в себя весь спектр проблем, возникающих на стыке инвестиций и ответственности.

Практическая значимость исследования состоит в том, что полученные результаты могут быть применены российскими и зарубежными участниками финансового рынка для решения прикладных задач при управлении инвестиционным портфелем, при отборе ценных бумаг, а также при взаимодействии с эмитентами. Компании могут воспользоваться рекомендациями для формирования отчетности, отражающей способность компании проводить социально-ответственную политику при одновременном наращивании производственных мощностей. Особую практическую ценность результаты диссертации имеют в области регулирования российского финансового рынка для формирования правовых норм деятельности социально-ответственных инвестиционных фондов, требований к деятельности социально-ответственных эмитентов. Изучено влияние различных групп акционеров на формирование ответственной политики компаний Франции, являющейся одним из лидеров развития этической экономики. Это существенно для понимания закономерностей развития данного процесса и возможности использования опыта Франции в других странах. Положения диссертационного исследования могут быть использованы при создании спецкурса «Ответственные инвестиции» для студентов университетов, а также при проведении лекций и семинаров по курсам «Финансовые рынки», «Операции с ценными бумагами» и «Управление инвестиционным портфелем».

Апробация результатов исследования. Основные положения диссертационного исследования были представлены в виде докладов на 3 российских и 3 зарубежных конференциях: 11-я межвузовская научная конференция «Современное состояние, инструменты и тенденции развития фондового рынка» (Москва, 2014); The Macrotheme Conference: International Business and Policy Issues (Париж, 2013); The 2nd International Scientific Conference on Economic and Social

Development (Париж, 2013); 10-я межвузовская научная конференция «Современное состояние, инструменты и тенденции развития фондового рынка» при содействии ММВБ (Москва, 2013); Augustin Cournot Doctoral Days (Страсбург, 2012); 9-я межвузовская конференция «Современное состояние, инструменты и тенденции развития фондового рынка» при содействии ММВБ (Москва, 2012).

Положения и результаты диссертации обсуждались на научном семинаре Лаборатории анализа финансовых рынков факультета экономики Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», в лаборатории CES Университета Париж 1 - Пантеон Сорбонна, а также в департаменте экономических исследований инвестиционной компании NATIXIS (Париж), специализирующейся на проведении биржевых операций, управлении активами и предоставлении различных финансовых услуг.

Публикации. Основные результаты и научно-практические положения диссертационного исследования опубликованы в 7 работах автора общим объемом 4,37 печатных листа. Из них 4 работы были опубликованы в ведущих рецензированных журналах, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Министерства образования и науки РФ, общим объемом 2,63 п.л.

Глава 1. Теоретические подходы к концепции ответственного инвестирования

1.1 Особенности ответственного инвестирования

Социально–ответственные инвесторы не только хотят заставить свои вложения работать, но стремятся поучаствовать в формировании более справедливого, устойчивого, социально и экологически здорового общества. Интерес в использовании инвестиций для осуществления социальных изменений в поддержку экономически справедливого и экологически устойчивого развития привел к появлению такого феномена как социально–ответственные инвестиции (СОИ). В обществе распространяется идея о несении инвесторами ответственности за последствия их вложений в деятельность компаний, которые могут иметь как положительное, так и негативное влияние на людей, общество в целом и состояние окружающей среды. Инвестиции в основной капитал могут быть использованы компанией для финансирования как социально–желательных, так и социально–деструктивных операций.

Социально–ответственные инвесторы, как правило, заинтересованы во вложениях, которые будут способствовать сохранению окружающей среды, здоровья людей, равенства возможностей. Они также заинтересованы в производстве безопасных и полезных продуктов, в компаниях, которые поддерживают сохранение мира. По словам французского ученого-экономиста Шуетца (Шуетц [106], стр. 191) ответственные инвесторы получают отдачу от инвестиций за счет инновационных, хорошо управляемых корпораций, учитывающих состояние здоровья человека, общества и экологических систем, в конечном итоге поддерживающих экономическое благосостояние компании.

Согласно данным европейских ответственных фондов 2014 года⁴, несмотря на финансовый кризис, существует положительная динамика. Темпы роста объемов ответственных инвестиций в диапазоне от 22,6% до 91% опережают темпы роста промышленности за аналогичный период (22%). Стратегия исключения (негативный скрининг) остается доминирующей стратегией (таблица 1.1).

Таблица 1. 1. Рост европейского рынка ответственных инвестиций согласно стратегии инвестирования

| Стратегия | 2011 | 2013 | Среднегодовой темп прироста в % | Рост 2011–2013 (%) |
|----------------------------------|-----------|-----------|---------------------------------|--------------------|
| Сохранение устойчивого развития | 48046 | 58961 | 10,8 | 22,6 |
| Лучший в своем классе | 283081 | 353555 | 11,8 | 24,9 |
| Скрининг на основе норм | 2132394 | 3533794 | 30,5 | 70,4 |
| Негативный скрининг | 3584498 | 6853954 | 38,3 | 91,2 |
| Интеграция критериев ESG | 3164066 | 5232120 | 28,6 | 65,4 |
| Переговоры и голосование | 1762687 | 3275930 | 36,3 | 85,8 |
| Инвестиции для получения влияния | 8750 | 20269 | 52,2 | 131,6 |
| EFAMA | 13800,000 | 16800,000 | | 21,7 |

Примечания к таблице: Данные представлены в млн. евро. Определения стратегий даны в приложении А. Источник – Eurosif. EFAMA представляет собой величину европейских активов под профессиональным ответственным управлением на 27 рынках.

С учетом трудностей точного определения сложно спрогнозировать будущее ответственных инвестиций. Существует несколько наи-

⁴ European SRI Study 2014

более вероятных сценариев развития, наиболее радикальный сценарий – это преобразование множества обычных стилей управления портфелем ценных бумаг с учетом социально–ответственного подхода. Второй сценарий предполагает дихотомию финансов между традиционным инвестированием, с одной стороны, и социально–ответственным, с другой стороны. Однако для реализации данного сценария необходимо, чтобы ответственные инвестиции были равноправны с обычными инвестициями в области законодательства. Возникают вопросы, связанные со стандартизацией структуры социально и экологически–ответственных инвестиций. Существующие указания, например, группы NOVETHIC, носят рекомендательный характер. На рынке также должно присутствовать достаточное предложение, чтобы клиенты финансового рынка могли свободно выбирать социально–ответственные продукты, не испытывая при этом серьезных трудностей и ограничений. Другие проблемы связаны с прозрачностью отчетностей компаний, чьи ценные бумаги могут потенциально войти в портфель ответственного инвестиционного фонда. Предоставление социально–значимых отчетов вынуждает эмитентов выходить на новый уровень прозрачности, так как данные отчеты открывают доступ к дополнительной информации, которая не всегда может благоприятно повлиять на репутацию компании. Данный вопрос будет обсуждаться в третьей части данной главы.

Социально–ответственное инвестирование может быть определено как процесс интеграции личных или институциональных ценностей, социальных интересов в процедуру принятия инвестиционных решений. В процессе финансового анализа вложений рассчитываются социальные и экологические последствия инвестиций, как положительные, так и отрицательные. Процесс отбора включает в себя наложение качественного анализа корпоративной политики на традицион-

ный количественный анализ потенциальных доходов. Двойной количественный и качественный анализ позволяет формировать такой состав доходных инвестиционных портфелей, который согласован с личными ценностями и социальными приоритетами инвестора. Усилия акционеров включают в себя диалог с руководителями компаний, внесение предложений и активное участие в голосовании.

Социально–ответственные инвесторы часто сотрудничают с руководителями компаний для поощрения деятельности, которая, по их мнению, с течением времени, не только улучшит финансовые показатели, но и повысит благосостояние всех заинтересованных сторон – акционеров, клиентов, сотрудников, поставщиков и общества в целом. Многие социально–ответственные инвесторы выделяют определенный процент от инвестиций в финансовые институты, отвечающие за развитие общества (CDFIs), чьи средства идут на борьбу с нищетой, создание рабочих мест, обеспечение доступного жилья и финансирование развития малого бизнеса в бедных районах. Таким образом, существуют три направления деятельности, характеризующие степень участия в развитии социально и экологически здорового общества:

- (1) пассивный отбор ценных бумаг с использованием качественного и количественного анализа компаний;
- (2) активное воздействие на деятельность компании через переговоры, внесение предложений и голосование;
- (3) дополнительное вложение средств в, как правило, малоприбыльные и рискованные операции, например, для создания новых рабочих мест или реализации малодоступных услуг.

Этические инвестиции появились в XIX веке в США под влиянием религиозных групп, которые решили осуществлять вложения, не нарушающие нравственных норм (Фелдер [46], стр. 58). Религиозные общины отказались вкладывать деньги в «грешные акции» («Sin

stocks»), то есть в производителей алкоголя, табака, оружия или азартных игр. В 1967 году в США. Лютер Тайсон и Джек Корбетт, которые работали в Совете объединенной методистской церкви над вопросами мира, жилья и занятости, получили письмо от жительницы штата Охайо с вопросом, существует ли инвестиционный фонд, который управляет средствами, не инвестируя при этом в военную промышленность. После проведенного исследования, к своему удивлению, Тайсон и Корбетт поняли, что такого фонда нет. В 1973 году они создали всемирный фонд Pax World Fund. В следующем году был основан фонд Dreyfus Third Century. Таким образом, появились первые фонды, которые отказались вкладывать средства в ядерную и военную промышленность. Исторически данный отказ можно воспринимать как первый социальный критерий в управлении инвестициями. Фонды Pax World и Dreyfus Third Century ознаменовали собой реализацию концепции ответственных инвестиций и использование первых нефинансовых (в данном случае политических) критериев.

Позже понятие СОИ появилось в Англии, где в 1984 году был основан первый подобный фонд – «Stewardship» (Фелдер [46]). К этому времени некоторые частные и институциональные инвесторы начали менять традиционную структуру своего портфеля. Со своей стороны, европейцы, с начала 90-х годов, начинают активнее решать экологические вопросы. «Зеленые» фонды (англ. green funds) становятся первыми ответственными инвестиционными фондами (ОИФ) Западной Европы. Основным условием является исключение из портфеля ценных бумаг вредной промышленности: автомобилестроения, атомной энергетики, сельского хозяйства, промышленного животноводства, торговли тропической древесиной и др.

Как было уже сказано, в настоящее время концепция ответственных инвестиций основана на следующих трех основных стратегиях (Фелдер [46], стр. 59) а именно:

- выбор объектов инвестиций;
- активность акционеров;
- солидарные инвестиции.

Стратегии можно также разделить на активные и пассивные (рис 1.1).

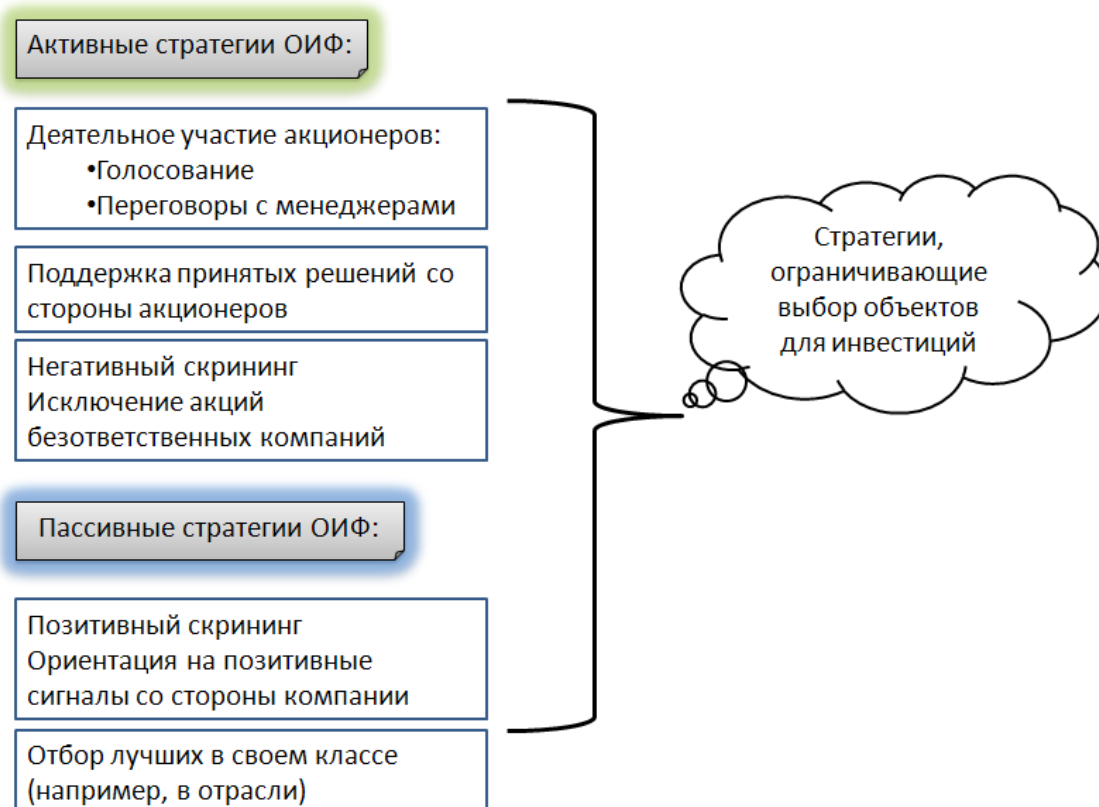


Рис. 1. 1. Классификация стратегий ответственных инвестиционных фондов

Ответственные инвестиционные фонды инвестируют свои средства в соответствии с объявленной политикой, включающей моральные аспекты. Ответственные фонды, как правило, игнорируют акции компаний, несущих ответственность за значительное загрязнение ОС,

занимающихся производством оружия, табака или алкоголя или располагающихся в странах, где нарушаются права детей. ОИФ включают в себя социально–ответственные (СОИФ) и экологически–ответственные инвестиционные фонды (ЭОИФ). Для *отбора бумаг* используется система нефинансовых критериев для оценки экологической, социальной и управленческой политики компании (ESG):

1) *Экологические критерии* включают в себя управление экологическими рисками и возможностями, учет вреда, наносимого ОС, то есть прямое и косвенное воздействие хозяйственной деятельности на ОС (энергетическая эффективность, предотвращение промышленных аварий, управление водными ресурсами, управление отходами и т.д.).

2) *Социальные критерии* включают в себя управление человеческими ресурсами с учетом прав человека, качество социальной политики компании, то есть прямое и косвенное воздействие хозяйственной деятельности на общечеловеческие ценности (права человека, трудовые отношения, борьба с коррупцией и т.д.).

3) *Управленческие критерии* включают в себя стабильные отношения с акционерами, надежные механизмы контроля деятельности компании.

Проблема оценок данных факторов связана с их субъективностью, достаточно сложно сравнить этические параметры различных эмитентов. Как правило, данные факторы разбиваются на более мелкие и измеримые параметры, например, доля расходов на очистительные сооружения, или предлагается иной количественный показатель, отражающий ответственную политику компании. Эти нефинансовые параметры также могут быть учтены по степени их важности для получения рейтинга, который будет использоваться инвесторами, подбирающими акции для своего портфеля. Все критерии можно также разбить на две группы:

- критерии исключения для негативного отбора;
- качественные критерии для позитивного отбора.

Критерии исключения определяют характеристики, при наличии которых компания должна быть автоматически исключена из портфеля ответственного инвестора. Как правило, отказываются от вложений в компании, работающие в табачной промышленности, производящие алкоголь, продвигающие азартные игры или поставляющие оружие. Компании стран, в которых широко нарушаются права человека, также подлежат исключению. Дополнительные критерии представляют собой отказ от вложений в компании, не соответствующих международным стандартам, установленными такими организациями, как ОЭСР, МОТ, ООН, ЮНИСЕФ, или нарушающих другие международные нормы.

Качественные критерии позволяют отобрать компании согласно различным стратегиям. К данным критериям относится технология «позитивного отбора» и определения «лучшего в своем роде». Позитивный отбор означает выбор в качестве объектов вложений ОИФ компании, имеющие социально и/или экологически-значимые характеристики. Стратегия «лучшего в своем роде» заключается в определении наилучших компаний в каждом секторе в соответствии с критериями позитивного отбора. Ниже представлены примеры позитивного и негативного отбора (Старр [110], стр. 23), применяемые социально и экологически ответственными фондами (таблица 1.2). Примеры разделены на следующие подгруппы (1) безопасные и полезные продукты, (2) воздействие на окружающую среду, (3) безопасность для животных, (4) трудовой договор, (5) нормы трудового кодекса, (6) права человека и международное право, (7) управление, (8) влияние на прилегающие районы. Интеграция как стратегия направлена на включение

социальных и экологических критериев в традиционный финансовый анализ.

Таблица 1. 2. Примеры позитивного и негативного отбора, применяемые СОИФ и ЭОИФ

| Критерии | Позитивный отбор | Негативный отбор |
|--------------------------------|---|--|
| Безопасные и полезные продукты | Программы помощи людям с низким уровнем доходов и доставка товаров по сниженным ценам; производство продуктов, повышающих уровень здоровья и качество жизни потребителей; оперативное реагирование на проблемы с безопасностью продукции | Отказ от компаний, применяющих генную инженерию или производящих генетически модифицированные продукты; отказ от производителей жестоких видеоигр и порнографии |
| Безопасность для животных | Разработка альтернатив тестированию на животных; минимизация страданий животных при их использовании; следование установленным стандартам гуманного использования животных при лечении | Тестирование косметики на животных; нелегальное тестирование на животных; систематические нарушения закона об охране животных; плохой уход за животными в исследовательских лабораториях |
| Воздействие на ОС | Соблюдение норм экологического законодательства; разработка инновационных продуктов и услуг; альтернативные источники энергии; переработка и сокращение отходов; содействие устойчивому развитию; инициативы по энергосбережению; программы по сокращению выбросов парниковых газов | Значительные экологические штрафы или нарушения; ответственность за экологические аварии; производство атомной энергии; отказ от альтернатив вредным технологиям производства; высокотоксичные выбросы по сравнению с другими компаниями; использование озоноразрушающих веществ и агрохимикатов |

| Критерии | Позитивный отбор | Негативный отбор |
|--------------------------------------|---|---|
| Трудовой договор | Безопасные и здоровые условия труда; справедливые переговоры с работниками; равные возможности для мужчин и женщин; высокие пособия; проезд от дома до работы | Серьезные нарушения трудового законодательства; ограниченные возможности для женщин; низкая заработная плата; слабая социальная политика |
| Права человека и международное право | Соблюдение прав человека; уважение к коренным народам | Поддержка репрессивных режимов; игнорирование вопросов прав человека; игнорирование запрета использования запрещенных химикатов, пестицидов, наркотиков |
| Нормы трудового кодекса | Достойное лечение работников; безопасные и здоровые условия труда | Чрезмерное употребление трудовых ресурсов; использование принудительного или детского труда; недопустимые условия труда |
| Управление | Низкая или умеренная оплата руководящего состава; диверсификация управляющего состава | Чрезмерно высокая оплата руководящего состава |
| Влияние на прилегающие районы | Активность в общественных делах; сильная политика благотворительности; поощрение участия сотрудников в волонтерских мероприятиях | |

Активность акционеров является второй формой деятельности ответственных инвесторов (Фелдер [46], стр. 60). Данная практика включает в себя реализацию права голоса на совете акционеров и прямое влияние на поведение компании в результате переговоров. Вместо того чтобы отказываться от вложений в компании, не отвечающие установленным критериям, активные акционеры пытаются изменить политику менеджмента компании для повышения ее социальной ответственности. Они проводят переговоры, предлагают аль-

тернативы. Такая работа требует определенной самоотдачи и нефинансовых средств (усилий) от инвесторов. Самыми активными акционерами, как правило, являются институциональные инвесторы.

Для осуществления *солидарных вложений* (третья стратегия ответственных инвесторов) инвестор передает часть полученных доходов в виде пожертвований. Он делится своими доходами от вложенного капитала для поддержки недоходной деятельности, например, улучшающей состояние ОС или создающей новые рабочие места. Такие инвестиции примиряют «финансы» и «благотворительность».

Происходит изменение классических приоритетов инвесторов, которые ценят не только финансовые доходности, но и «психологические выигрыши», получаемые от чувства удовлетворения, которое может быть даже сильнее, чем финансовые потери. Управляющие СОИФ преследуют две цели: социальную и финансовую, а такой многоцелевой характер изменяет связь между доходностями и рисками. Статья (2009) [64] авторов Хонг и Каспержик обращает внимание на то, что помимо политики ответственного инвестирования существуют также общественные нормы, которые приводят к тому, что даже обычные фонды могут отвергать бумаги «безответственных» компаний, даже если в целом они не применяют принципы социального отбора. Речь идет об отказе пенсионных фондов ряда стран вкладывать средства в производителей табака, алкоголя, оружия.

1.2 Дискуссия в научной литературе о степени влияния ответственных инвесторов на политику эмитентов

В известной книге Берли и Минза (1932) [14] утверждается, что акционеры вначале за счет активной торговли акциями на финансовом рынке уступили контролю руководству компаний, а впоследствии они стали осуществлять различные попытки его возврата, которые приняли форму «активности» инвесторов. В дальнейшем проводились исследования целесообразности такого поведения, ограничивающего свободу менеджмента компании, который, как правило, добивается максимальных доходов. Активность акционеров стала дополнительным средством внешнего контроля, которая, как правило, проявляется в форме несогласия акционеров со стратегией компании (Фелдер [46]). Можно предположить, что акционерная чрезмерная активность подает рынку негативный сигнал. Недовольство акционеров может относиться как к производительности компании, так и к вопросам, касающимся корпоративного управления, социальной и экологической безопасности. Большинство исследователей полагают, что объявление предложений акционерами означает усиление внешнего давления, что повышает вероятность корпоративных перемен.

Альтернативная интерпретация заключается в том, что предложения, публично высказываемые акционерами, сигнализируют об отсутствии прямых переговоров, которые могли бы способствовать незамедлительным переменам в области управления компанией. Многие предложения были сделаны после того, как менеджеры целевой компании отказались идти навстречу активным инвесторам в организации переговоров, касающихся преобразований в политике компании. В отличие от менеджеров, акционеры ограничены в возможности контролировать производственный процесс. Негативная реакция цен ак-

ций на объявление предложений может косвенно свидетельствовать о наличии конфликта и провале усилий ответственных акционеров.

Многие сторонники активного поведения акционеров утверждают, что существующая критика концепции ответственного инвестирования вызвана, прежде всего, недостатком публичной информации о закрытых переговорах между акционерами и менеджерами. Существует еще одна неопределенность, неясно, с какого момента нужно рассматривать влияние акционеров на целевую компанию (после первых переговоров или после появления публичных открытых предложений о переменах в управлении компанией) (Вагстер и Превост (1997) [117]). В то же время известен ряд примеров успешно проведенных переговоров, благодаря которым активные акционеры смогли оказать влияние на отдельные компании.

В своей политике ОИФ упоминают следующие цели и мотивы своей деятельности (в скобках указано наименование данного ОИФ):

(1) Изменение результативности деятельности компании:

- «В долгосрочном периоде вознаграждение поступает от тех организаций, чья продукция, услуги и методы улучшают условия жизни населения, и ... способствуют равенству возможностей и кооперации» (Фонд США — Calvert);
- «Компании, играющие ведущую роль в реализации устойчивого развития, получают конкурентное преимущество и добьются лучших результатов, чем их отраслевые конкуренты» (Фонд Австралии — Vanguard Investments);
- «Социальные или экологические вопросы могут повлиять в долгосрочном периоде на прибыльность и динамику цен акций» (AMP Henderson Global Investors);
- «Выигрыш от инвестиций зависит от качества компаний, истинную оценку которого они получают позднее» (Challenger International);

- «Снижение негативных внешних эффектов может быть согласовано с долгосрочной стратегией максимизации прибыли», и «экологическая эффективность может повысить доходность компании» (Continental Venture Capital).

(2) Перемены в управлении компанией:

- «Реакция на социальные проблемы должна возникать не только в случае возникновения негативных социальных последствий от продукции ... но ... лучше всего для компании развивать свои возможности сейчас» (Фонд США — Calvert);
- «Инвестиции в конкретные ответственные компании стимулируют внедрять более высокие социальные и экологические стандарты деятельности» (AMP Henderson Global Investors);
- «СОИ поощряют австралийские компании проводить наилучшую практику с точки зрения экологии», и «наша модель отбора «лучших в своем роде» компаний по секторам стимулирует конкуренцию между компаниями за инвестиции за счет улучшения своих экологических характеристик» (фонд Nesta);
- «Отбор наиболее социально–ответственных компаний в каждой отрасли поощряет конкурентов улучшать свои собственные стандарты» (Challenger International);
- «Многие люди хотят поддерживать компании, вносящие вклад в развитие общества. Выполнение данной задачи ложится на плечи ответственного инвестиционного фонда» (фонд США — Friends Provident).

Активные акционеры играют важную роль в качестве субъекта мониторинга и надзора за деятельностью компании. Ряд исследований (Романо (1998) [100]) показал, что прямые переговоры являются более эффективным инструментом, чем предложения, высказываемые на совете акционеров.

Хансен и Лотт (1996) [57] предположили, что активные акционеры, увеличивающие стоимость целевой компании, могут оказывать негативный внешний эффект на другие компании. Одной из причин такой ситуации является слабая диверсификация инвесторов, в частности, физических лиц среди компаний: в компаниях, наименее склонных к преобразованиям, часто присутствует небольшая группа крупных акционеров. Также Хансен и Лотт предположили, что достаточно диверсифицированные акционеры, например институциональные инвесторы, оказывают давление на компании не для увеличения цены акции конкретной компании, но для увеличения стоимости суммарного портфеля. Хансен и Лотт сошлись на том, что активность инвесторов мало влияет на стоимость акций целевых объектов, при этом она способна вызвать изменения в стратегии управления компанией.

Что касается влияния активности акционеров на результаты деятельности компании, то Оплер, Сокобин (1997) [89] и Смит (1996) [109] обнаружили значительные положительные аномальные доходности акций целевых компаний за четыре года после первоначальных объявлений со стороны акционеров. Однако Вахал (1996) [118], Дель Герсио и Хоукинс (1998) [56], Превост и Рао (2000) [95] на основе своих наблюдений пришли к выводу, что в долгосрочном периоде средняя доходность акций, напротив, снизилась. Противоречивые результаты указывают на то, что вопрос о долгосрочном влиянии активности ответственных инвесторов на деятельность компании остается открытым.

На рисунке 1.2 представлена схема взаимодействия компании с ответственными контрагентами. Заинтересованные стороны, потребители и инвесторы, могут принимать решения не только с учетом полезности (удовлетворение потребностей, получение доходов от капитала), но также и с учетом этичности корпоративного поведения и

производственных процессов. В свою очередь, компании максимизируют акционерную стоимость, принимая во внимание положительные эффекты влияния ответственной деятельности на своих контрагентов. Таким образом, заинтересованные стороны могут достаточно эффективно влиять на политику эмитентов.

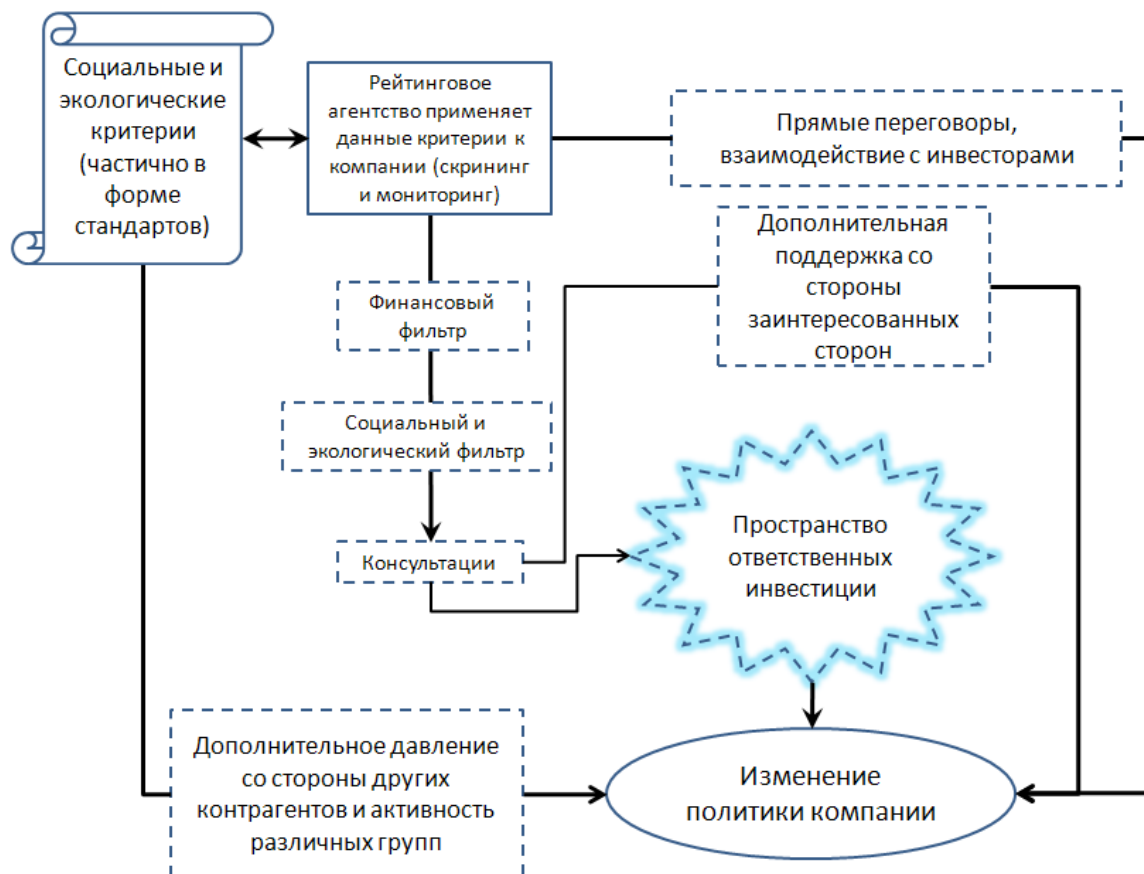


Рис. 1. 2. Схема взаимодействия компании с ответственными инвесторами, рейтинговым агентством соответствующего профиля и другими заинтересованными группами

Государственное регулирование экономики, в свою очередь, может оказывать существенное влияние на развитие ответственных инвестиций. В таблице 1.3 представлены страны, в которых в 2000–е годы были приняты важные законы, оказавшие влияние на формирование ответственного инвестора и предпринимателя. Великобритания

и Франция в настоящее время являются лидерами по доле активов, находящихся под ответственным управлением.

Таблица 1. 3. Государственное регулирование ответственных инвестиций и компаний

| Страна, год | Законодательство | Содержание |
|----------------------|--|--|
| Норвегия, 1999 | Закон | Компании, имеющие котировку на бирже, должны предоставлять сведения о своих усилиях в области социальной политики и ООС |
| Швеция, 2000 | Закон | Все компании, влияющие на состояние ОС, должны публиковать информацию согласно экологическим критериям |
| Великобритания, 2000 | Закон о штрафах и о деятельности пенсионных фондов | Пенсионные фонды должны интегрировать социальные, этические и экологические критерии в политику управления активами, уделяя преимущественное внимание этическим и экологическим критериям при отборе, приобретении бумаг и реализации инвестиций, а также голосовании и реализации соответствующих прав акционеров |
| Бельгия, 2001 | Закон | Компании, имеющие котировку на бирже, должны учитывать свое влияние на социальную политику и ООС |
| Франция, 2001 | Закон о зарплатных фондах | Сотрудники должны иметь возможность отдавать средства в фонд, который использует этические принципы при отборе бумаг |
| Франция, 2001 | Закон о новом экономическом регулировании | Компании, имеющие котировку на бирже, должны учитывать свое влияние на социальную политику и ООС |
| Германия, 2002 | Закон о пенсионных фондах | Пенсионные фонды должны интегрировать социальные, этические и экологические критерии в политику управления активами |

Помимо государства в экономике присутствуют другие активные агенты, чьи интересы способствуют повышению качества ответственных инвестиций и корпоративной ответственности:

- в случае применения социальной политики – работники компании;
- в случае применения экологической политики – будущие поколения, конкуренты, органы местной власти, сотрудники компании, клиенты, поставщики и т.д.;
- в случае применения этики в отношениях с контрагентами – клиенты, потребители, поставщики, субподрядчики;
- в случае применения этики управления – акционеры;
- в случае применения концепции гражданского общества – правительство, государственные органы, негосударственные организации и ассоциации.

Сотрудничество между ответственными эмитентами и инвесторами существенно зависит от вложений в развитие рынка ответственных инвестиций для его более эффективного функционирования. Инвестиции нужны для формирования правового статуса новых социально-экономических субъектов (Пеналва–Ичер [93]). Появляется особая форма дискриминации (ее условно можно назвать этической дискриминацией), в результате которой сотрудничество между конкретными агентами (например, переговоры между ОИФ и отдельной компанией) приводит к ущемлению интересов других инвесторов и/или компаний в отрасли. Информация низкого качества лучше воспринимается при наличии уверенности в ее источнике. Этим часто пользуются близкие к менеджменту акционеры, так как они не нуждаются в детально прописанном и тщательно выверенном публичном отчете, требующем времени для публикации. Акционеры могут напрямую получить ответы на конкретные и срочные вопросы. Как правило, в кооперации производителей также снижается неопределенность, что, в частности, позволяет компаниям предлагать единые стандарты по внедрению очистительных сооружений. В такой ситуа-

ции уменьшаются возможности для диверсификации по нефинансовым характеристикам.

Появляется также новая форма конкуренции: экономическая конкуренция замещается особой формой социальной конкуренции (этическая дискриминация или «кооперативная конкуренция» – концепция, предложенная Залио в 2003 году [121]). Социальные механизмы дают дополнительные возможности для управления экономическими взаимосвязями. Они способствуют формированию зон стабильности (временных или пространственных) в экономике через долгосрочное сотрудничество между различными ответственными агентами и выстраивают дополнительные неформальные рыночные барьеры. Такой рынок существует как бы вне государственного регулирования и экономических потребностей, общественный интерес заменяет личные мотивы. Этические принципы становятся одной из организационных структур, которые могут выражаться как в форме социальной конкуренции, так и в форме социального сотрудничества.

1.3 Отношение эмитентов к повышению корпоративной ответственности, значение репутации и рейтингов

В данной части речь пойдет об отношении ответственных эмитентов к использованию инвестиционными фондами нефинансовых критериев отбора объектов для вложений. Высокие темпы роста населения, истощение природных ресурсов и их неоднородное распределение между людьми, а также различные проблемы, связанные с экологией, стали оказывать сильное влияние на экономику и политику. Компании, которые являются объектами политических и экономических дискуссий, восприимчивы к этим вопросам. В работе Бреуера и Нана⁵ представлена пирамида ответственности (рис. 1.3).



Рис. 1. 3. Пирамида ответственности

Зелеными компаниями мы называем те компании, которые положительно влияют на окружающую среду. Они могут осуществлять

⁵ Breuer N., Arvidsson S., Nau C. ESG performance and corporate financial performance. – thesis of Lund University, 2014 – стр. 11.

мониторинг состояния ОС, использовать возобновляемые источники энергии, альтернативные технологии, экологически–чистый транспорт. Они также могут повышать энергетическую эффективность других компаний и осуществлять умеренную и сбалансированную лесозаготовку. Под *ответственными эмитентами* мы подразумеваем компании, заинтересованные в охране окружающей среды (ООС) и защите прав человека. Как правило, они имеют хорошие отношения с клиентами, сотрудниками, акционерами, борются с коррупцией и соблюдают международные соглашения. Их деятельность прозрачна и осуществляется в рамках законодательства.

Мы должны учитывать градацию компаний, которая существует в каждой конкретной стране. Есть компании с высоким уровнем ответственности, чья деятельность не наносит большого ущерба окружающей среде. И есть компании, предлагающие высокую финансовую компенсацию, которая, к сожалению, пока не может полностью покрыть ущерб – это большинство энергетических компаний, принимающих активное участие в ООС, например, с помощью сооружения дорогостоящего очистительного оборудования.

В одних странах ответственные фонды полностью исключают из своего портфеля акции недобросовестных эмитентов, и для них социальные и экологические критерии носят обязательный характер. Как правило, такие фонды действуют на рынках, имеющих большое предложение альтернативных бумаг. В других странах ответственные инвестиционные фонды формируются на основе существующих обычных фондов. Для привлечения клиентов они предлагают инвестиции в зеленые и ответственные компании, то есть этические критерии носят рекомендательный характер и являются скорее инструментом диверсификации.

Рассмотрим отношение менеджмента компаний к концепции от-

ветственного (устойчивого) развития бизнеса на основе опроса⁶, организованного некоммерческой организацией BSR, объединяющей 250 компаний из Европы, Азии и Северной Америки. BSR предлагает услуги консалтинга в области устойчивого развития. Около 700 менеджеров высшего и среднего звена попросили назвать две наиболее важные проблемы, с которыми сталкивается бизнес. Выяснилось, что 63% выбрали интеграцию устойчивого развития, 29% – возросшие требования к прозрачности отчетов, и 28% – взаимодействие с инвесторами в области повышения корпоративной ответственности.



Рис. 1. 4. Ключевые аспекты устойчивого развития, по мнению менеджеров высшего и среднего звена

Что касается понимания менеджерами концепции устойчивого развития, то оно меняется по регионам (рис. 1.4). В Северной Америке и Европе большое значение придается правам человека в целом, в то время как в Азии ключевым вопросом являются права сотрудников компании. В тройку приоритетов также вошли проблемы изменения климата и качества воды для Азии.

⁶ <http://www.bsr.org/en/our-insights/blog-view/bsr-globescan-state-of-sustainable-business-survey-2014>

На вопрос о динамике развития концепции корпоративной ответственности в следующие пять лет 71% дали позитивный прогноз, 23 % склонялись к позитивному сценарию, и только 5% предположили, что она будет сдавать свои позиции. На рис. 1.5 перечислены факторы, которые, по мнению менеджеров, оказывают существенное влияние на формирование ответственной политики компании. Инвесторы (66%), законодательство (62%), правительство (58%) и потребители (57%), по мнению менеджеров высшего и среднего звена, способствуют повышению корпоративной ответственности.



Рис. 1. 5. Факторы, способствующие формированию экологически-ответственной политики компании (www.bsr.org)

Существует широко известное мнение, что хорошая репутация компании является ее конкурентным преимуществом. В научной работе 2007 года [59] Сабрина Хельм определила репутацию как оценку компании, данную ее акционерами в соответствии с их знанием и пониманием ситуации. Результаты исследований влияния репутации и имиджа компании на поведение ее клиентов подтверждают важную

роль социальной идентичности для формирования потребительской и акционерной лояльности. С практической точки зрения, полученные данные позволяют руководителям компаний обосновывать расходы на некоммерческую деятельность для формирования социально-позитивного имиджа.

Небольшие компании имеют меньше стимулов для реализации социально и экологически-ответственной политики из-за увеличения соответствующих расходов. Кроме того, менеджеры малых и средних компаний не чувствуют, что они в силах оказать значительное положительное влияние на общество. Стартап – компании и инновационные компании в начале своей деятельности не выделяются своими размерами, но при этом они способны оказать значительное влияние на экономический прогресс и на общество в целом. Например, социальные сети изменили взаимодействие сотрудников и компаний.

Таким образом, размер компании может определять уровень корпоративной социальной ответственности. Большая компания чаще сталкивается с конкретными социальными проблемами сотрудников, поэтому сильная социальная политика имеет более значимый эффект. Что касается экологической ответственности, то эффект масштаба объясняет большую эффективность внедрения очищающих технологий, так как крупной компании легче нести связанные с ними постоянные издержки. Крупные компании, как правило, придают больше значения нематериальным активам, в частности, репутации. Поэтому вполне логично, что они готовы платить за нее больше денег. КСО компании можно рассматривать в качестве инструмента для улучшения имиджа, через косвенные механизмы она может даже влиять на прибыль компании, то есть КСО сама по себе обладает внутренней ценностью [82]. С таким доводом соглашаются даже рациональные агенты, которые стремятся максимизировать свою прибыль, не обра-

щаяся к альтруистическим мотивам. Чем больше компания инвестирует в КСО, тем меньше вероятность появления проблем, которые могут испортить репутацию и сократить будущую прибыль.

Репутация становится стратегическим корпоративным активом, но возникает и соответствующий репутационный риск, который также может оказать существенное влияние на компанию. В одном из исследований 2010 года было показано, что развитая социально-ответственная политика компании частично покрывает репутационный риск (Кардеба, Касаньяр [26]). Кардеба и Касаньяр также утверждают, что компания, которая больше инвестирует в социально-значимые проекты, имеет больший успех в сохранении своей рыночной позиции. Кризис может затрагивать как отдельную компанию, так и отрасль целиком, поэтому компании, не заинтересованные в развитии социально и/или экологически-ответственной политики, подвержены большему риску утраты доверия покупателей и поставщиков и соответственно сокращения рыночной доли и будущих прибылей.

На данный риск также влияет развитие средств массовой информации, которые ускоряет передачу как позитивной, так и негативной информации. Снижение социальной ответственности компании оказывает на ее деятельность влияние подобное эффекту репутации. Бывают случаи, когда репутация компании может стоить даже дороже, чем ее материальные активы: не все компании способны противостоять репутационным кризисам. Кризис может пройти быстро, но нанести большой ущерб репутации и стоимости компании, что может в конечном результате привести к банкротству (Шниетц [103]).

Отсюда видно, с какими трудностями может столкнуться эмитент. Он должен адаптироваться к различным требованиям заинтересованных контрагентов, среди которых повышение социальной и экологической ответственности. В противном случае возрастает риск не-

желательных последствий в случае кризиса отношений с потребителями, работниками и акционерами, то есть со всеми заинтересованными контрагентами (Шниутц, [103]). Вложения в КСО дают в основном нефинансовые преимущества, они меняют характер отношений с заинтересованными сторонами (доброжелательный или напряженный). В развитой этической экономике компания берет на себя более высокий риск, в том числе репутационный, если она не занимает более ответственную позицию в обществе. Есть также интересное наблюдение, что компания, которая прошла через кризис, более склонна к принятию ответственной политики для усиления своей рыночной позиции. Роль КСО и СОИ меняется в докризисный, кризисный и посткризисный период благодаря страховому эффекту для репутации и соответственно прибыли компании (Ленкрос, [76]).

Рейтинг часто используется в качестве «информационной мотивации» компаний и инструмента мониторинга. Он способствует раскрытию информации и сертификации соответствующей деятельности компаний. В целом он снижает дефицит информации для инвестора. Публичные сравнительные оценки деятельности компаний уменьшают желание вести себя оппортунистически, чтобы не навредить своей репутации. Рейтинг как индивидуальный показатель, в первую очередь, – это абсолютная оценка, которая может быть использована для классификации объектов, например, для определения лучших компаний. Наиболее часто используемые рейтинги – это кредитные рейтинги, оценивающие риск дефолта заемщиков. Кредитные рейтинги (Fitch, Standard&Poor, Moody) позволяют классифицировать заемщиков в соответствии с вероятностью дефолта (Триси, Карей [114]). Оценки рейтинга могут быть использованы в качестве индикатора для скрининга компаний и стран на основе определенных критериев каче-

ства. Иногда он сопровождается комментариями относительно будущего развития (стабильный, негативный или позитивный прогноз).

В то время как кредитный рейтинг является достаточно известным и широко применяется на финансовых рынках, рейтинг корпоративной социальной ответственности (КСО) – это относительно новое понятие. Рейтинг в данном случае существенно увеличивает прозрачность рынка и стимулирует компании вести себя должным образом по отношению к своим контрагентам.



Рис. 1. 6. Связи между ответственными инвесторами, компанией и рейтинговым агентством соответствующего профиля

На рис. 1.6 представлено взаимодействие компании с рейтинговым агентством и частными и институциональными ответственными инвесторами (ответственный инвестиционный фонд). Рейтинговое агентство анализирует отчетность компании, дает оценку ее деятельности и публикует данную информацию для ответственных инвесто-

ров, которые корректируют свои ожидания при покупке бумаг и взаимодействии с менеджментом выбранных компаний.

Рейтинг КСО компании может быть использован для скрининга ценных бумаг для портфеля, отвечающего определенным социальным и экологическим критериям, который затем предлагаются ответственными инвестиционными фондами. Рейтинг КСО напрямую влияет на репутацию компании и также косвенно влияет на поведение поставщиков, потребителей и других контрагентов компании. Основной недостаток рейтингов КСО, в отличие от кредитного рейтинга, заключается в индивидуальном подходе каждого рейтингового агентства к оценке социальных и экологических критериев. Несмотря на это, существующие рейтинги способны дать агрегированную оценку КСО и устойчивого развития компаний в стране. Кроме того, компании все чаще признают за рейтингом функцию сигнализирования, они заинтересованы в повышении информационной прозрачности. Эмитенты публикуют соответствующие отчеты, облегчающие оценку данных критериев. Рейтинг КСО оказывает достаточно сильное влияние на процесс принятия решения инвесторами.

Один из крупнейших европейских экспертов агентство Vigeo предлагает индикаторы устойчивого развития, в том числе рейтинг общей институциональной ответственности. По каждому критерию страны оцениваются по шкале от 0 до 100 (лучший результат). Для критериев обязательств, т.е. подписание и ратификация договоров и конвенций, оценка 0, если страна не подписывала, 50, если страна подписала, но не ратифицировала, и 100, если страна подписала и ратифицировала. Для количественных критериев оценка вычисляется следующим способом: 10 процентов стран с наихудшими показателями получают 10 баллов и так далее. Vigeo рассматривает не только уровни, но и тенденции, рассчитывается как ставка разница между

первым и последним доступным значением. Если страна входит в верхние 20 процентов, то она получает премию в виде десяти пунктов, если в ней присутствует отрицательная динамика, то она получает штраф из десяти пунктов. Рейтинг ИО (институциональной ответственности) является средневзвешенным. Vigeo использует только данные от международных организаций. При расчете рейтинга Vigeo учитывает многочисленные экологические, социальные и управленческие факторы. Можно перечислить часть из них, которые используются при расчете рейтинга: уровень защиты прав человека, уровень защиты прав работников, политическая свобода и стабильность, контроль коррупции, независимость правосудия, рыночное регулирование, свобода слова и многие другие.

Информационные услуги по оценке устойчивого развития компаний или корпоративной социальной ответственности предлагают несколько групп заинтересованных сторон (Сжостром, с. 2006 [108]):

- *рейтинговые агентства;*
- *исследовательские отделения банков;*
- *поставщики данных о динамике зеленых или «устойчивых» фондовых индексов.* Данные показатели служат индикатором для оценки отдельного сегмента фондового рынка или группы ценных бумаг. Они выполняют информационную функцию в рамках ответственного инвестирования, если их состав основан на соблюдении компаниями социальных, экологических и этических норм;
- *общественные или некоммерческие организации (НКО),* предлагающие экспертизу КСО компаний и осуществляющие сбор, оценку и публикацию соответствующей информации. Они также разрабатывают кодексы и стандарты корпоративной ответст-

венности, например, стандарт AA1000 британской НКО «AccountAbility»;

- *средства массовой информации (СМИ)* распространяют информацию, предоставленную рейтинговыми агентствами, тем самым они усиливают давление на политику компании. СМИ в какой-то мере являются независимыми и критическими наблюдателями за деятельностью компанией, они могут обнаружить детали, которые были скрыты от официальных наблюдателей;
- *органы государственной власти*, заинтересованные в улучшении социальной и экологической обстановки, устанавливают более высокие стандарты КСО⁷. В некоторых случаях правительство может также влиять на институциональных посредников, например, политику инвестирования пенсионных фондов;
- менеджмент компании, заинтересованный в предоставлении содержательной информации о деятельности компании, что позволит повысить ее рейтинг.

⁷ European Commission, Directorate-General for Employment and Social Affairs, 2001, Promoting a European framework for corporate social responsibility. Green Paper, Brussels.

1.4 Предпосылки формирования этической экономики и оценка уровня ее развития

Мы можем наблюдать, как под воздействием различных нефинансовых факторов меняется классическое поведение и мотивация инвесторов и эмитентов ценных бумаг. Как первые, так и вторые начинают прилагать больше усилий для решения проблем, ранее напрямую не попадавших в круг интересующих их вопросов. Инвесторы ограничивают круг инвестиционных возможностей и усложняют стратегии для отбора ценных бумаг компаний, имеющих благоприятное влияние на окружающую среду и общество в целом.

Эмитенты вступают в переговоры с инвесторами и проводят преобразования, на первый взгляд только увеличивающие издержки и сокращающие прибыль, для построения более доверительных и надежных отношений с клиентами, поставщиками, акционерами, работниками, жителями прилегающих районов. Проблемы ООС стали стратегическим вопросом для большого числа компаний, особенно в промышленности. Проведение природоохранных мероприятий считается необходимым для обеспечения устойчивого развития. Экономические последствия таких действий вызвали оживленную дискуссию среди экономистов. Результаты обсуждений показали, что природоохранные мероприятия имеют противоречивое влияние на производительность: они могут, как понизить, так и повысить производительность. В новой «этической» экономике производитель должен учитывать неразрывный характер отношений между состоянием ОС, рациональным управлением и экономическим развитием, как в краткосрочном, так и долгосрочном периоде. Зачастую он должен выбирать стратегии, основанные на концепции устойчивого развития при наличии взаимодополняемости между окружающей средой и экономикой. И эта взаимо-

зависимость является особенностью развития конца XX и начала XXI века (Зрелли, Беллуми [122]).

В концепции *этической экономики* в центре внимания оказываются этические, экологические и социальные аспекты, влияющие на деятельность экономических агентов (компаний, инвесторов и др.). Чем больше соответствующие факторы учитываются в деятельности эмитентов, тем больше изменений в политике они вызывают. Возникают новые социально–экономические агенты, например, социально–ответственные и благотворительные инвестиционные фонды, компании, осуществляющие консалтинг в области ООС, рейтинговые агентства соответствующего профиля.

Дадим определение, которое используется в данной диссертации: этическая экономика – это социально–экономическая система, развивающаяся на основе ответственного поведения компаний, финансовых институтов, государства и других организаций, учитывающее их взаимовлияние в рамках одного общества. В данной работе особое внимание уделяется взаимоотношениям между ответственными инвесторами и эмитентами ценных бумаг. Как инвесторы, так и эмитенты принадлежат обществу, в рамках которого они функционируют и при этом испытывают его неизбежное влияние. В левой части рис. 1.7 представлены основные аспекты ответственных инвестиций, которые были рассмотрены в первой части данной главы. А в правой части схемы расположены различные элементы ответственной политики компаний.

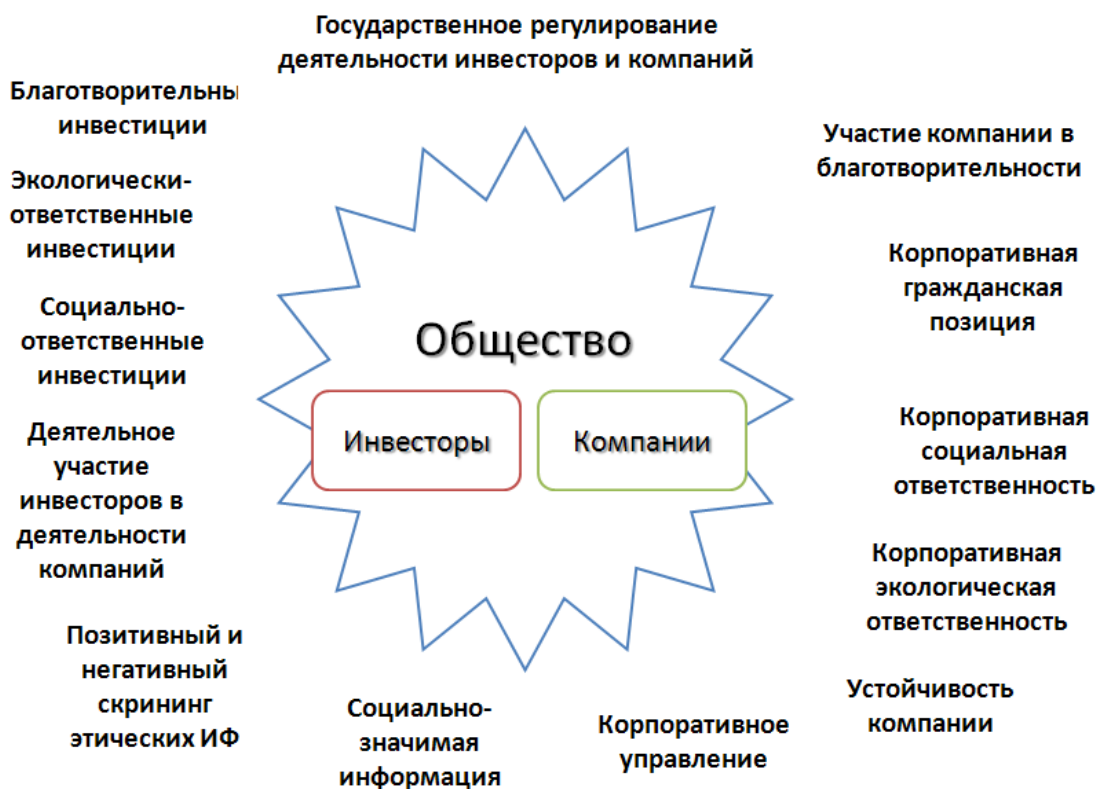


Рис. 1. 7. Этические аспекты деятельности инвесторов и компаний

Концепция этической экономики имеют довольно длинную историю. Она может рассматриваться как на уровне страны: экологически–устойчивая экономика, так и на уровне отдельных экономических агентов (развитие корпоративной ответственности или принятие решений потребителями и инвесторами с использованием экологических и социальных критериев). Меняется не только область исследования, но и ее название, в ряде работ использовались такие синонимические термины как «зеленая экономика», «ответственная экономика», «новая экономика», «гармоничная экономика» и даже как «общественная этика», «общий социальный прогресс», «экологически–устойчивая экономика» и, наконец, «устойчивое развитие экономики». По мере развития концепции менялись этические аспекты функционирования экономики. Если в одних работах речь идет о сохранении окружающей среды (ОС), то в других используется социальный

аспект экономического развития. Ввиду динамичного характера и постепенного изменения ее содержания (теоретических парадигм) устойчивого определения этической экономики не существует. Отсутствие единой терминологии является одной из ключевых проблем исследования этической экономики.

В 1972 году Мидоуз [81] опубликовал отчет об ограниченности экономического роста с учетом экологических факторов. Он утверждал, что экономический рост несовместим с сохранением уровня потребления природных ресурсов, то есть он по своей сути является неустойчивым. Однако в дальнейшем стали появляться идеи, согласно которым технический прогресс может положительно влиять на состояние ОС благодаря появлению менее загрязняющих технологий.

В 1973 году Холлинг [62] рассмотрел концепцию *экологической устойчивости экономического развития*. Еще в то время экологи подчеркивали необходимость фиксации уровня потребления природных ресурсов для обеспечения неизменности структуры экосистемы (например, соотношения между различными группами животных). Холлинг различал «стабильность» как «способность системы возвращаться к равновесному состоянию после временных колебаний» и «устойчивость» для отражения стойкости системы и ее «способности адаптироваться к изменениям и колебаниям для восстановления прежних отношений» ([62], стр. 14). Предпринимались различные попытки включения параметров экосистемы в экономическую модель, например, изменялся подход к оценке благосостояния потребителей. В 1992 году Коммон и Перрингз [27] показали, что «этический подход, берущий свое основание в ценностях и отражающий привилегии потребителя, должен быть необходимым элементом *экологически-устойчивой экономики*». Можно и нужно рассматривать в моделях

экстерналии состояния ОС, а также повышать законодательные требования к деятельности компаний.

На начальном этапе вместо этической экономики широко применялось словосочетание “устойчивое развитие”. Проблема устойчивого развития была подвергнута обсуждению в 1968 году. Были организованы две международные конференции: конференция ООН «Биосфера» и конференция «Экологические аспекты международного развития» Фонда защиты природы. Дальнейшие дискуссии о необходимости решения экологических проблем привели к публикации в 1980 году в рамках программы ООН «Всемирной стратегии охраны природы». В этом исследовании устойчивое развитие рассматривается как экологически–ориентированная концепция, направленная на сохранение существующих экологических систем. Стратегия была адресована политикам для внесения соответствующих изменений в законодательства стран.

Устойчивое развитие зависит не только от состояния ОС, но и от социальной политики, которая непосредственно влияет на развитие человеческого потенциала в стране (определение представлено в разделе 1.4 первой главы). Социальные аспекты устойчивого развития впервые были озвучены в докладе «Наше общее будущее», опубликованном в 1987 году Комиссией Брундтланда по охране окружающей среды и развитию (Brundtland Commission for Environment and Development).

В экономической литературе, как правило, применяется определение устойчивого развития, данное Комиссией Брундтланда. Оно понимается как «развитие, удовлетворяющее потребности настоящего поколения, не ставя под угрозу способность будущих поколений, в

свою очередь, удовлетворять свои потребности»⁸. Данное определение учитывает два аспекта: во-первых, межпоколенческую справедливость между странами первого и третьего мира, а во-вторых, межпоколенческую справедливость между нынешним и следующим поколением (Гладвин, Кеннели, Краузе [53], стр. 879).

В книге Ру и Эпштейна «Этические финансы: структуры, агенты и перспективы во Франции» (стр. 27 [101]) уточняется, что *устойчивое развитие* представляет собой интегральный подход в контексте стратегии глобального развития. Основные элементы устойчивого развития включают в себя:

1. *Экономический компонент* – создание материальных благ и улучшение условий жизни;
2. *Социальный компонент* – развитие здравоохранения, образования, жилья, занятости и межпоколенческая справедливость;
3. *Экологический компонент* – сохранение природных ресурсов.

В 2002 году в редакции журнала «этическая компания» под номером 16 «Этика и устойчивое развитие» экономист Мишель Ленет предложил объединить различные структуры этического поведения (устойчивое развитие, социально–ответственные инвестиции, ответственная политика компании) в концепцию «*общего социального прогресса*»⁹. Данный подход позволил бы оценить общее развитие ответственности у компаний, инвесторов и других организаций, применяющих этический подход к финансам.

В 2012 году Барбье в книге «Новое международное *экологическое соглашение*» (стр. 188,) подчеркнул, что под данным соглашением подразумевается поиск корректных гармоничных решений в области экономической политики, инвестиций и системы побуждений

⁸ World Commission on Environment and Development. Our common future. – Oxford : Oxford University Press, 1987. – Т. 383 – стр. 43.

⁹ http://www.soficom-diffusion.com/ethique/sp_ethique16.htm

(материальное и нематериальное вознаграждение). Оно должно защитить неустойчивые природные системы, сокращать бедность, и, в конечном итоге, все это будет способствовать выходу из экономического кризиса и созданию новых рабочих мест (стр. 188, [4]). Барбье указал, что ключевую роль в развитии **гармоничной экономики** играют инициативы правительств разных стран (экологическое законодательство), международные соглашения, а также восстановление мировой экономики и создание новых рабочих мест с учетом состояния природных систем.

В 2000 году Гелинье и Патеyron в книге «Новая экономика XXI века. 28 правил игры, свобода, равенство, солидарность» [49] дали такое определение *общественной этики*: данная этика включает в себя формы позитивного поведения всех партнеров общества ([49], стр. 113). Она также отражает принятие решений новыми социально-экономическими агентами. Личные инициативы в области этики могут привести к изменению законодательства. А личные «санкции» (бойкот компании), в свою очередь, способны вызвать судебные разбирательства. Среди правил **новой экономики**, которые привели авторы, можно назвать следующее, наиболее интересное для нас: «люди и компании должны организовывать свою деятельность с учетом возрастающего значения юридических и этических компонентов для функционирования страны, управления компаниям и занятости» ([49], стр. 114).

В программе ООН по окружающей среде (ЮНЕП) дано определение *зеленой экономики* – это экономика, которая приводит к «улучшенному благосостоянию людей и социальному равенству, значительно уменьшая при этом экологические риски и экологические

дефицита»¹⁰. В зеленой экономике рост доходов и занятости стимулируются государственными и частными инвестициями, которые способствуют «снижению выбросов и загрязнения, повышению ресурсоэффективности, предотвращению утраты биоразнообразия и развитию экосистемных услуг» (стр. 17). Переход к зеленой экономике требует, в том числе, переориентации инвестиций для поддержки приоритетных направлений. Большая часть инвестиций должна быть получена посредством финансового рынка. Анализ зеленой экономики, проведенный ЮНЕП, показал, что уровень необходимых инвестиций должен составлять от 1 до 2,5% мирового ВВП в год, с 2010 по 2050 гг. (ЮНЕП 2011). В настоящее время данный уровень ниже одного процента. Большая часть инвестиций в идеале должна поступать от частного финансового сектора, так как ресурсов общественного сектора недостаточно (Грандин [55], стр. 104).

Козловский в своем исследовании «Некоторые принципы этической экономики» [72] сформулировал более общую, в какой-то мере философскую, точку зрения. Она состоит в том, что *этическая экономика* представляет собой концептуальный синтез экономического и этического образа мышления, позволяющий комбинировать этические и экономические операционные критерии ([72], стр. 9).

Словарь определяет этику как ветвь философской науки или как набор правил поведения. Данный термин был впервые использован Аристотелем. Этика является отражением морали, включающей в себя совокупность норм, необходимых для того, чтобы жить в обществе. Этика также рассматривается как практическая и нормативная дисциплина, определяющая нормы поведения. Этика зависит от образова-

¹⁰ Доклад «Пути к устойчивому развитию и искоренению бедности» 2011: http://www.un-ngls.org/spip.php?page=article_s&id_article=3245.

ния, культуры, общества, опыта каждого человека, поэтому она не является абсолютным знанием.

В данной работе этическая экономика также определяется как отрасль экономической науки, изучающая влияние экологических и социальных факторов на этические аспекты деятельности экономических агентов. Было сделано предположение, что возникновение этической экономики происходит на основе определенных общественных настроений. Данные настроения находят свое отражение в государственной политике, деятельности частных и институциональных инвесторов, в том числе пенсионных фондов, корпоративной социально-ответственной политике компаний и т.д. На этой базе возникают различные социальные и экологические требования и стандарты, которые применяются рейтинговыми агентствами, оценивающими уровень ответственности компаний.

Инновационность этической экономики проявляется в том, что благодаря включению аспектов экологической и социальной ответственности в деятельность компаний появляются совершенно новые социально-экономические агенты. Как пример социально-экономического агента можно назвать социально-ответственный и благотворительный инвестиционный фонд, компанию, осуществляющую консалтинг в области ООС и социальной политики, рейтинговое агентство соответствующего профиля. Их появление, в свою очередь, может быть обусловлено нарастанием давления со стороны других агентов, играющих важную роль в принятии и/или распространении норм ответственного поведения: экономические ассоциации, государство, органы местного самоуправления, стратегические агенты (акционеры, клиенты, поставщики) и т.д. Благодаря усилиям со стороны различных агентов понятие «ответственности» обретает глобальное общеэкономическое значение (рис. 1.8).

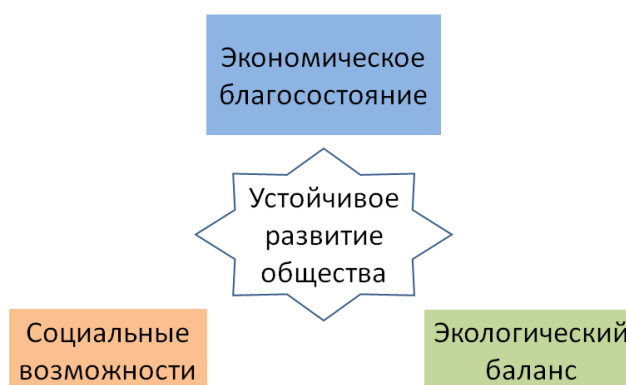


Рис. 1. 8. Устойчивое развитие общества на макро–уровне

Интеграция социальных и экологических аспектов на макро–уровне приводит к тому, что и на микро–уровне компаний и инвесторов приходится уделять внимание как экономическим, так и социальным и экологическим аспектам деятельности (Пирс, Аткинсон [91]). Следующий рисунок 1.9 отражает реализацию устойчивого развития на микро–уровне инвесторов и компаний.

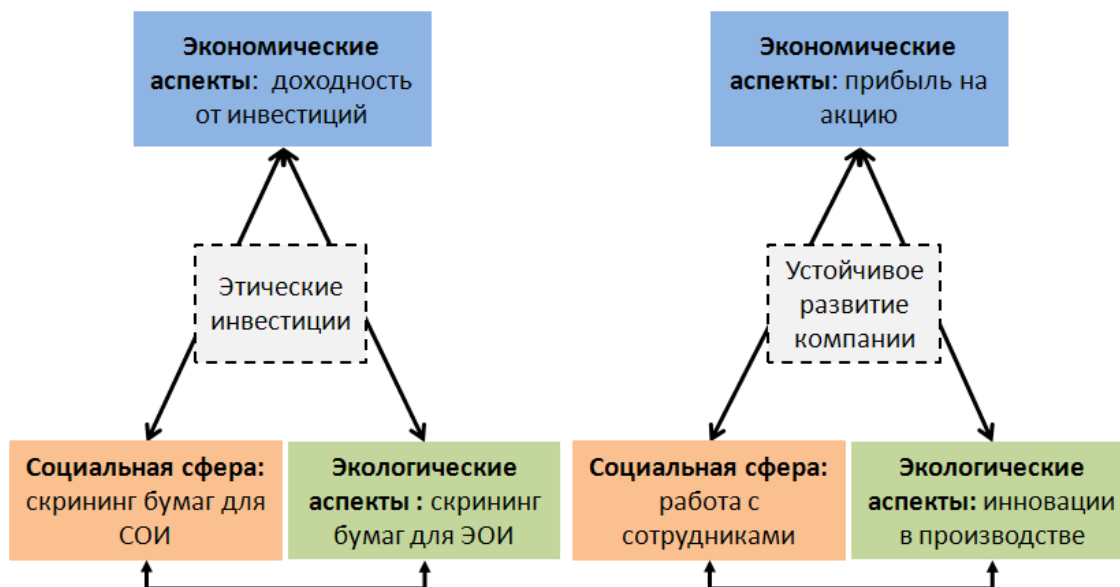


Рис. 1. 9. Устойчивое развитие экономики на микро–уровне

Для оценки степени развития этической экономики в разных странах были выбраны следующие показатели:

- Рейтинг институциональной ответственности, рассчитанный аналитической группой Vigeo;
- Рейтинг кредитоспособности агентства Fitch;
- Рейтинг общей корпоративной социальной ответственности компаний (КСО), рассчитанный Thompson Reuters;
- ИЭЭ – индекс экологической эффективности;
- ИРЧП – индекс развития человеческого потенциала.

Так как рейтинг Fitch принимает буквенные значения, то в расчетах им были даны соответствующие числовые значения. В таблице В.1 приложения В представлен средневзвешенный рассчитанный рейтинг стран по уровню развития этической экономики (РЭЭ).

Индекс экологической эффективности (ИЭЭ, англ. EPI – Environmental Performance Index) – это комбинированный показатель Центра экологической политики и права при Йельском университете (Yale Center for Environmental Law and Policy), который измеряет достижения страны с точки зрения состояния экологии и управления природными ресурсами¹¹. Индекс формируется на основе 22 показателей в 10 категориях: сохранение биологического разнообразия, противодействие изменению климата, состояние здоровья населения, практика экономической деятельности и степень ее нагрузки на ОС, а также эффективность государственной политики в области экологии. Рейтинг ИЭЭ отражает нагрузку стран на ОС и рациональное использование природных ресурсов.

Индекс развития человеческого потенциала (ИРЧП, англ. HDI – Human Development Index) — это комбинированный показатель, ха-

¹¹ <http://gtmarket.ru/ratings/environmental-performance-index/info>

рактизирующий развитие человека в странах и регионах мира, который был составлен в рамках Программы развития Организации Объединенных Наций (ПРООН)¹². В 1990 году был опубликован первый доклад с оценкой экономического и социального прогресса стран мира, в котором было сформулировано понятие человеческого развития: «развитие человека является процессом увеличения возможностей, наиболее важные — жить долгой и здоровой жизнью, получить образование и иметь достойный уровень жизни. Дополнительные возможности включают в себя политическую свободу, гарантированные права человека и самоуважение»¹³. В 2010 году данное определение было дополнено: «развитие человека представляет собой увеличение свободы людей жить долгой, здоровой и творческой жизнью и реализовывать другие цели, которые, по их мнению, обладают ценностью; активно участвовать в обеспечении справедливого и устойчивого развития на планете». В основу ИРЧП положены не субъективные оценки, а реальные числовые показатели, поэтому считается, что он достаточно объективен и поддается проверке. В целом ИРЧП измеряет достижения страны с точки зрения состояния здоровья, получения образования и фактического дохода ее граждан.

Итоговый рейтинг РЭЭ включает в себя как оценку институциональной и корпоративной ответственности, так и градацию стран по уровню экологического и социального развития, скорректированная с точки зрения кредитоспособности, то есть надежности страны. Лидерами являются Нидерланды, Финляндия, Франция и Швеция. В большинстве таблиц будет указан рейтинг РЭЭ.

¹² <http://gtmarket.ru/ratings/human-development-index/human-development-index-info>

¹³ <http://hdr.undp.org/>

Заключение

В первой главе диссертации представлены теоретические основы ответственного инвестирования, и сделан краткий обзор научной литературы, посвященной оценке влияния ответственных инвесторов на поведение эмитентов ценных бумаг. Интерес в использовании инвестиций для осуществления социальных изменений в поддержку экономически справедливого и экологически устойчивого развития привел к появлению такого феномена как социально–ответственные инвестиции (СОИ). Реннебург, Хорст и Занг в статье 2008 года [98] подчеркивают, что появление концепции ответственного инвестирования в сочетании с различиями в поведении социально–ответственных и обычных инвесторов ставит новые вопросы в области финансового посредничества, корпоративных финансов и ценообразования активов.

Рассмотрено отношение менеджмента компаний к вопросам повышения корпоративной ответственности перед лицом социальных и экологических проблем. Рассмотрены точки зрения экономистов, касающиеся значения репутации компании для результатов ее деятельности. Описаны методы расчета различных рейтингов, в частности рейтинга корпоративной и институциональной ответственности. Рейтинг часто используется в качестве «информационной мотивации» компаний и инструмента мониторинга. Оценки рейтинга могут быть использованы в качестве индикатора для скрининга (фильтра) компаний и/или стран на основе определенных критериев качества. Также были представлены результаты опроса менеджмента компаний из разных стран относительно концепции ответственного (устойчивого) развития бизнеса, который показал в целом позитивное отношение руководителей компании к данному направлению. Были представлены

результаты прошлых исследований в области изучения роли репутации. КСО компании можно рассматривать в качестве инструмента для улучшения имиджа, через косвенные механизмы она может даже влиять на прибыль компании, то есть КСО обладает внутренней ценностью. В настоящее время компания должна адаптироваться к различным требованиям заинтересованных контрагентов, среди которых повышение социальной и экологической ответственности.

В последней части данной главы рассматриваются теоретические основы концепции этической экономики и методы оценки уровня ее развития. Проведен обзор различных теоретических подходов к концепции этической экономики. Этическая экономика может рассматриваться как на уровне страны (например, экологически-устойчивая экономика), так и на уровне отдельных экономических агентов (развитие корпоративной ответственности или ответственного инвестирования). Меняется не только область исследования, но и название, в ряде работ использовались такие синонимические термины как «зеленая экономика», «ответственная экономика», «новая экономика» и др. Ввиду динамичного характера и постепенного изменения содержания устоявшегося определения ЭЭ не существует. Отсутствие единой терминологии является одной из ключевых проблем исследования ЭЭ. В данной диссертации в центре внимания оказываются этические, экологические и социальные аспекты, влияющие на деятельность экономических агентов (компаний, инвесторов и др.). Далее представлен один из методов оценки уровня развития ЭЭ. Итоговый рейтинг РЭЭ включает в себя как оценку институциональной и корпоративной ответственности, так и градацию стран по уровню экологического и социального развития, скорректированную с точки зрения кредитоспособности, то есть надежности страны.

Глава 2. Моделирование влияния деятельности инвестиционных фондов на политику эмитентов и эмпирическое исследование

2.1 Разработки в области моделирования деятельности ответственных инвесторов

В данном разделе рассматриваются две группы исследований. Первая группа моделирует возможные различные эффекты присутствия социально–ответственных инвестиций в экономике, в частности, влияние на корпоративную политику компаний. Вторая группа анализирует общую активность акционеров и их взаимодействие с менеджментом компаний. Проблемы эмпирической проверки теоретической модели включают в себя отсутствие международных единых юридических и правовых норм, разнообразие изначальных экономических условий (например, соотношение числа загрязняющих и очищающих компаний), отсутствие прозрачности и единообразия в отчетностях, недостаточное количество конкретных проектов. Целый ряд институциональных инвесторов под давлением различных политических и экономических групп уже включили в управление рисками своих портфелей параметр ответственности. Однако этот параметр носит рекомендательный, а не обязательный или основополагающий характер. Другими словами, ожидания, мотивы и интересы частных клиентов зачастую не соответствуют интересам финансовых институтов, предлагающим ответственные инвестиции.

Многие финансовые институты предлагают социально–ответственные продукты, ориентированные на социальную сферу, для улучшения своей репутации в глазах клиентов. Другие институты могут реализовывать свои потребности в благотворительности. В дальнейшем, когда эмоциональная отдача от ответственного инвестирова-

ния будет выше, например, вследствие значительного ухудшения состояния ОС, соотношение между различными группами клиентов ОИФ (более или менее ответственных) будет претерпевать существенные изменения.

В Западной Европе присутствуют две основные стратегии ответственного инвестирования (Капель–Бланкар [25]) – это исключение вредных секторов или отбор лучших в своем роде компаний (best-in-class). За второй подход выступали, в частности, Ландье и Наир (2008) [73], так как он позволяет управляющим фонда широко применять инструмент диверсификации. Иногда диверсификация проходит настолько успешно, что невозможно отличить портфель обычного инвестиционного фонда от портфеля СОИФ. В этом заключается основная проблема жизнеспособности концепции ответственных инвестиций: наличие сразу нескольких критериев и правил нарушает согласованность и единство стратегии. С одной стороны, если фонды базируются только на первой стратегии, они имеют несколько упрощенную политику, что в свою очередь снижает результативность. В то же время фонд, который твердо настаивает на балансе финансовой и этической стороны инвестиций, сдает свою позицию в этической экономике и постепенно трансформируется в обычный фонд. Этический подход ограничивает возможности инвестирования, что при прочих равных приводит к некоторым финансовым потерям. Исследование Бенабу и Тироль (2006) [13] показало, что денежные стимулы имеют побочные эффекты: получение денежных доходов препятствует свободному альтруистическому поведению.

Критике в основном подвергается сама система избирательности ОИФ. Компании, исключенные менеджерами ОИФ при вложении средств, как правило, являются объектами экологического законодательства. И напротив, сектора, поддерживаемые ответственными ин-

весторами, получают существенные государственные субсидии. Возникает проблема согласованности деятельности ответственных инвесторов и законодательного органа. Другой вопрос, должны ли мы исключать из объектов СООИ компании, чье производство сопровождается большим объемом выбросов CO_2 ? В теории — да, если верить, что изменение климата представляет собой серьезную угрозу для экологической системы. Однако на практике данные компании часто в добровольно–принудительном порядке платят за ущерб либо для улучшения своей репутации, либо для сохранения легитимности своей деятельности. Тем самым не оправдывается политика исключения в отношении такой компании. ОИФ оказывают дополнительное давление на компании, но при этом они не способны заменить государственное вмешательство. В работе Мейра Статмана [111] были описаны два основных эффекта деятельности ответственных инвесторов.

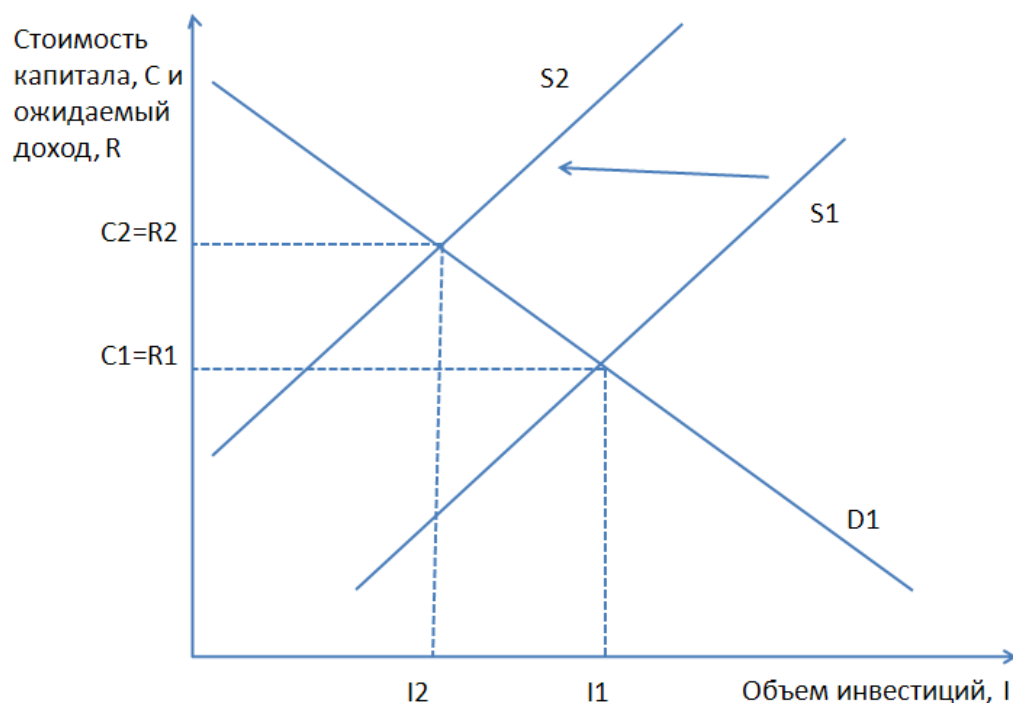


Рис. 2. 1. Прямой эффект от деятельности ответственных инвесторов

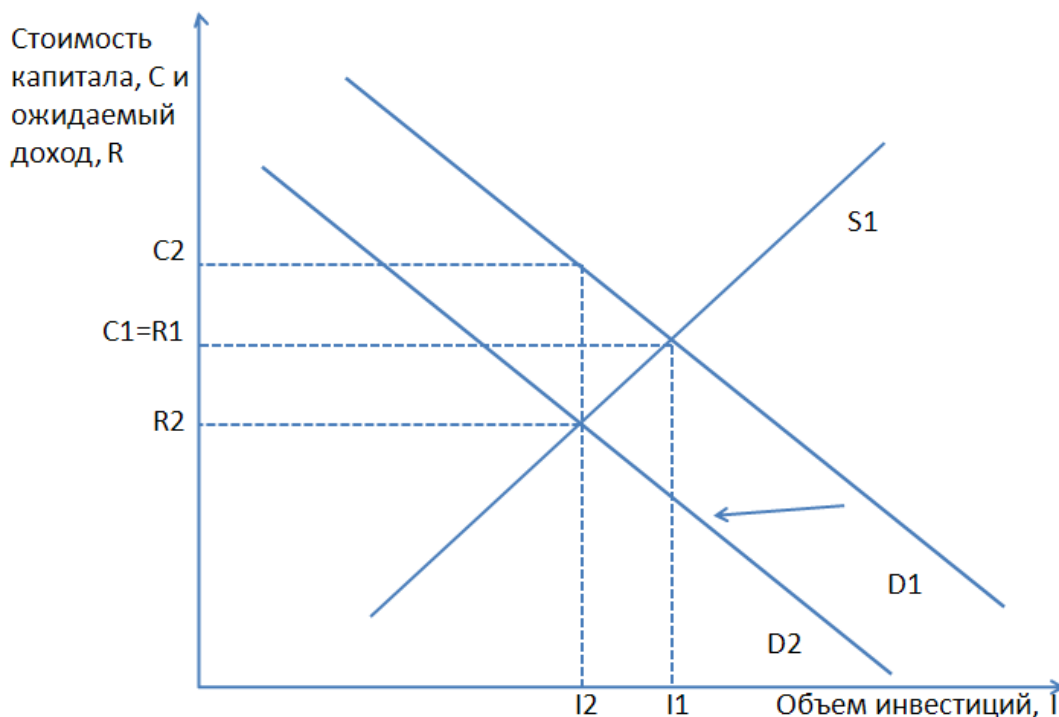


Рис. 2. 2. Косвенный эффект от деятельности ответственных инвесторов

Во-первых, прямой эффект, который проявляется в продаже ценных бумаг «безответственных» компаний, например, производителей алкоголя, или отказ от их покупки, что приводит к сдвигу предложения инвестиций влево (с S_1 до S_2) (рис. 2.1). В связи с этим часть новых проектов (например, внедрение новых алкогольных напитков) может быть отвергнута из-за нерентабельности. Но следует подчеркнуть, что данный эффект сильно зависит от соотношения активов обычных и ответственных инвесторов.

Во-вторых, косвенный эффект, который связан с государственной политикой. Этот эффект проявляет себя сильнее. Действия зеленых инвесторов в основном направлены на то, чтобы привлечь внимание правительства к данной проблеме, так как оно может ввести более высокие экологические налоги. Дополнительные налоги толкают

спрос на финансовый капитал вниз с $D1$ до $D2$ (рис. 2.2). Издержки компании растут, объем инвестиций падает.

Специфический характер зеленых инвестиций, которые приносят не только финансовые, но и моральные выигрыши, меняет классическую мотивацию инвесторов и их общее поведение. Чувство удовлетворения, возникающее от участия в ООС, может перевесить финансовые потери. В 2005 году Бил, Гойян и Филлипс [10] провели анализ мотивации ответственных инвесторов. Они показали, что никакая конкретная мотивация (финансовые и нефинансовые выгоды или изменение социального статуса) не может полностью объяснить поведение ответственного инвестора. Всегда существует определенный компромисс. Авторы предложили несколько функций полезности СОИ:

(1) Психологический выигрыш от СОИ можно рассматривать как эквивалент удовольствия от участия в азартной игре, где можно выиграть или проиграть (Бил, Гойян, Филлипс [10], стр. 17).

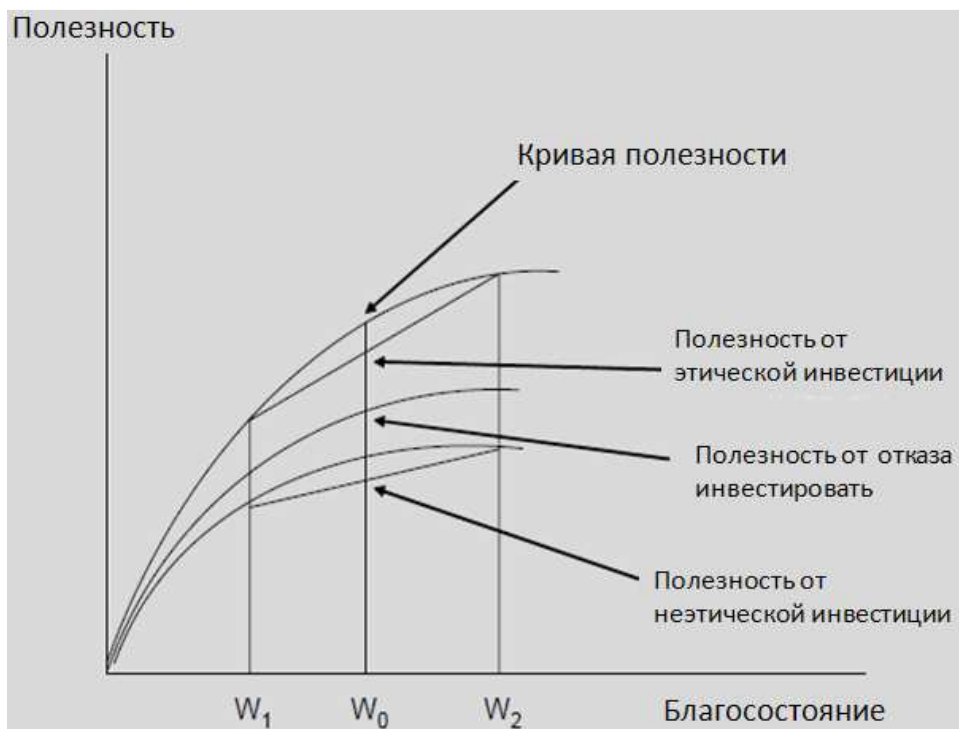


Рис. 2. 3. Полезность от этической инвестиции, от отказа инвестировать и от неэтической инвестиции

Независимость удовольствия от участия от результатов игры означает, что инвестор получает одновременно и финансовый выигрыш и удовольствие от процесса инвестирования. Если инвестиция является неэтической, то инвестор получает даже меньше полезности, чем он бы получил, не вкладывая средства вообще (рис. 2.3).

(2) Функция полезности инвестора может включать в себя показатель «ethicalness» («уровень этичности») инвестиции, тем самым возникает пространство риск–доходность–этичность инвестиции (Бил, Гойян, Филлипс [10], стр. 19).

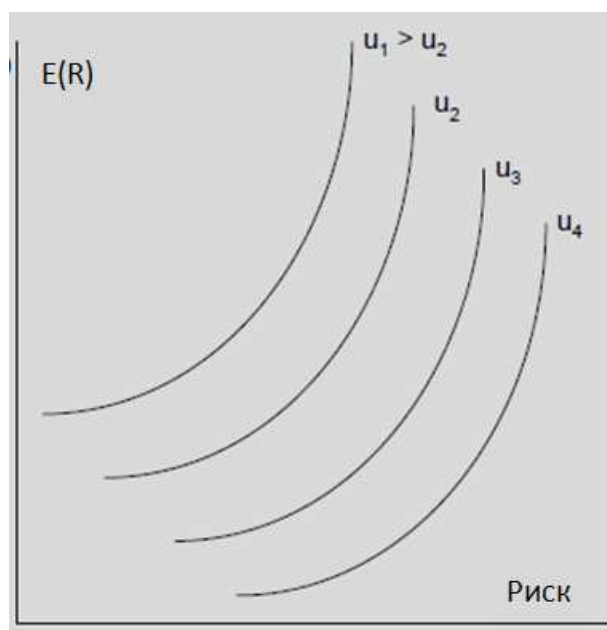


Рис. 2. 4. Стандартные кривые безразличия

В этой модели инвестор может согласиться на меньшую доходность, если уровень этичности инвестиции выше. Но это не является верным для всех ответственных инвесторов. Стандартная функция полезности включает риск и доходность. Кривые безразличия инвестора восходящие, так как дополнительная доходность компенсируется более высоким дополнительным риском (рис. 2.4):

$$U = f(EK, \sigma R)$$

Для случая СОИ добавляется третий параметр – уровень этичности (e) инвестиции, и мы получаем пространство риск–доходность–этичность (рис. 2.5): $U = f(EK, \sigma R, e)$.

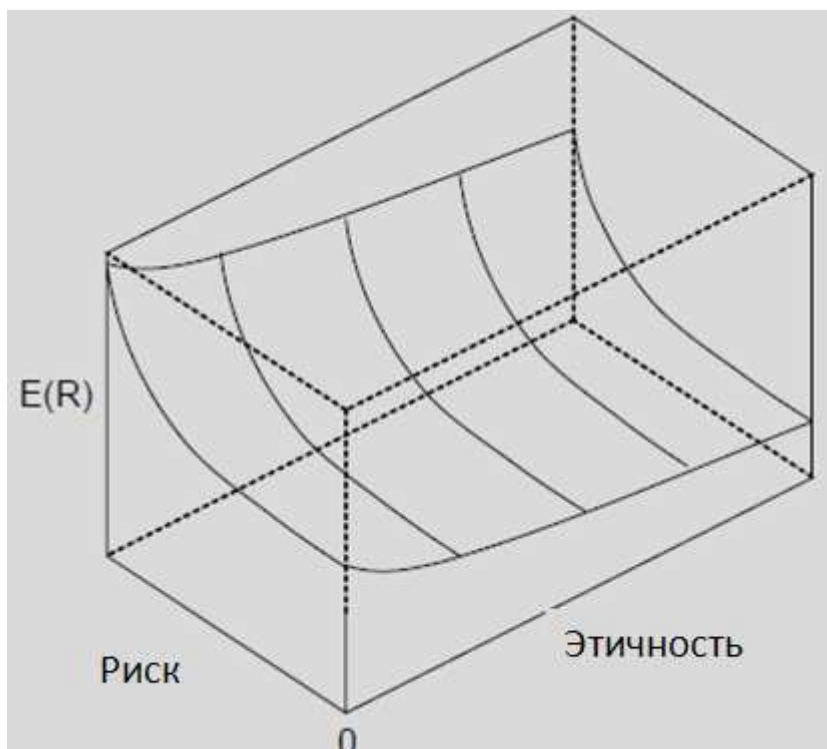


Рис. 2. 5. Кривые безразличия в пространстве риск–доходность–этичность

Существует также частный случай: некоторые инвесторы никогда не соглашаются на дополнительную доходность, они предпочитают сохранять свой уровень этичности – следовательно, нужно ограничить пространство (результат представлен на рис. 2.6). В данной модели можно рассматривать три группы инвесторов:

- а. заинтересованные в выборе между риском, доходностью и уровнем этичности;
- б. не желающие выбирать между доходностью и этичностью;
- с. не рассматривающие риск и доходность и максимизирующие только уровень этичности при ограничении бюджета.

Сложность представляет расчет значений этичности для конкретных инвестиций.

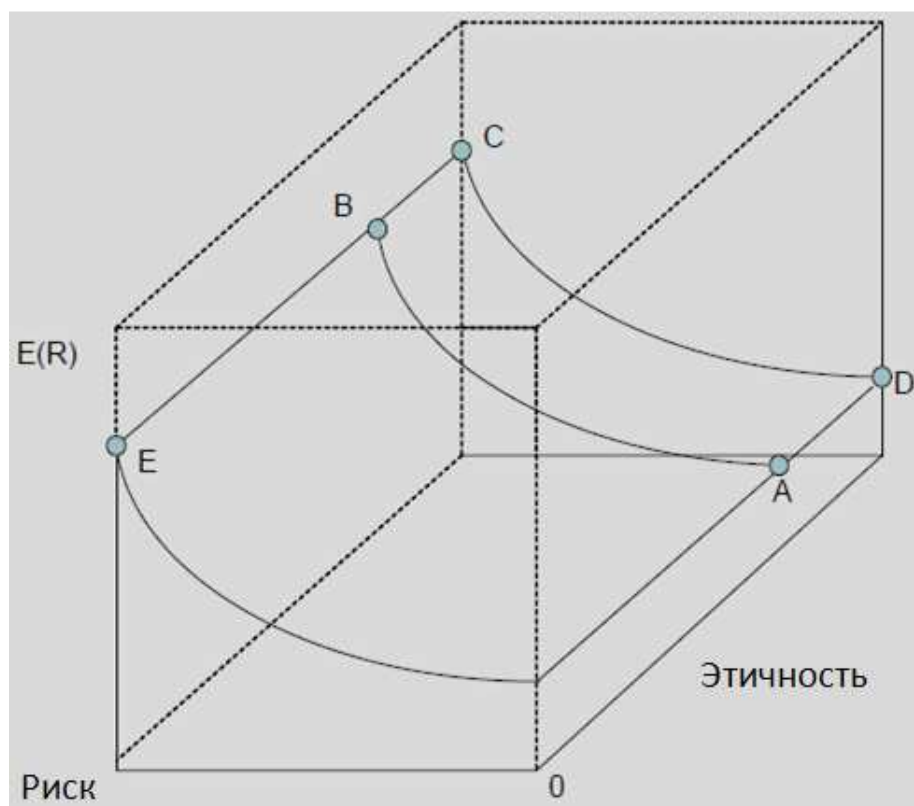


Рис. 2. 6. Ограниченное пространство риск–доходность–этичность для инвестора с ограничением минимального уровня этичности

(3) Психологический выигрыш от СОИ можно также рассматривать как эквивалент счастья, получаемого от приятных занятий, например, хобби (Бил, Гойян, Филлипс [10], стр. 23). В данном случае мы можем использовать инструменты, разработанные исследователями экономики счастья. В частности существует концепция полезности от опыта (частный случай полезности от принятия решений). Преимуществом является то, что эта полезность может быть прямо измерена. В статье (2004) [69] Кахнеман, Крюгер и соавторы предложили параметр – Net Affective Experience (NAE – чистый аффективный опыт). Это результат, полученный методом опроса, используемый для

измерения благосостояния, которое индивиды придают своей деятельности и различным событиям. Чтобы получить ценность NAE, психологи используют так называемый метод ESM (Experience sampling method – ESM). ESM может представлять собой устройство, которое издает звуковой сигнал в случайные моменты днем и просит респондентов описать, что они делают. Электронный блокнот также спрашивает респондентов, какие чувства и какой интенсивности они испытывают. Далее показатели могут быть усреднены, чтобы получить меру, отражающую реальный ежедневный опыт. Этические инвестиции также обеспечивают поток положительных эмоций (удовольствие от инвестиций, счастье, моральные выигрыши или полезность от приобретенного опыта) в течение времени, и этот поток измеряется NAE. Полезность, извлекаемая из этого потока удовольствия, равна сумме инвестиций, совершенных в данный период времени, и NAE:

$$u_i = \sum_j h_{ij} \mu_{ij} \quad (*)$$

где h_{ij} – время, которое инвесторы посвящают той или иной деятельности j , μ_{ij} – это NAE деятельности j .

Инвестор также получает полезность, которая положительно зависит от доходности и отрицательно от риска. Можно представить полезность от доходности как квадратичную функцию:

$$u_i = (1+b)E_R + bE_R^2 - c\sigma_R^2 \quad (**)$$

где E_R и σ_R^2 математическое ожидание и дисперсия доходности.

Общая полезность включает полезность от опыта и полезность от принятия решения, связанного с этическими инвестициями:

$$U_i = \sum_j h_{ij} \mu_{ij} + (1+b)E_R + bE_R^2 - c\sigma_R^2 \quad (***)$$

Для тех, кто безразличен к риску и доходности инвестиции, функция сокращается до выражения (*). Если инвестор интересуется не только этичностью инвестиций, то он имеет функцию (**). Промежуточный случай находится между этими двумя экстремумами – (***). Последняя функция отражает этическое и экономическое поведение.

В 2001 году Хейнкел, Краус и Зехнер [58] предложили следующую модель влияния действий инвесторов на корпоративную политику компании. В экономике, где бойкотируются акции «безответственных» компаний, обычные инвесторы могут получить дополнительную доходность от данных ценных бумаг. Более высокий риск судебных разбирательств компании из-за ее безответственной политики (например, нарушение прав человека) является одной из причин предложения компенсации за покупку ее акций (либо снижение цены продажи акции, либо увеличение дивидендов). В то же время отбор ответственных компаний в качестве объектов для инвестиций сдвигает предложение инвестиций вправо для данных компаний.

В модели, предложенной авторами, есть два типа инвесторов (ответственные и нейтральные) и два типа компаний (зеленые и коричневые). Если компания проведет преобразования в своей политике, то она сможет привлечь средства ответственных инвесторов. Таким образом, преобразования являются результатом присутствия в экономике этических инвесторов. Авторы утверждают, что бойкот акций увеличивает издержки компании и принуждает компании к осуществлению преобразований, если отказ от них приносит большие потери, чем затраты на корпоративную реорганизацию. Тем самым соотношение между величиной активов нейтральных и ответственных инвесторов определяет мотивацию компаний в области модернизации производства и/или изменении корпоративной политики. Авторы нашли,

что критическим порогом является 25%. Однако статистика показывает, что в действительности доля ответственных инвесторов не превышает 10%, что является недостаточным, чтобы изменить состояние реальной экономики в сторону повышения глобальной ответственности.

Влияние действий ответственных инвесторов на решения и социальную политику компаний было также исследовано в 2005 году в работе Барнеа, Хейнкеля и Крауса [5]. Есть три категории компаний: зеленые, загрязняющие и ответственные, и два типа инвесторов: нейтральные и ответственные. Авторы нашли равновесие по Нэшу для трех уровней капитальных затрат. Когда преобразования требуют небольших затрат, ответственные инвесторы могут существенно повлиять на экономическую ситуацию. При этом инвестиции в безответственные компании снижаются, что, однако, снижает общий объем инвестиций. Если же требуемые расходы велики, то ответственные инвесторы теряют свое влияние. Если капитальные затраты – средние, то экономика получает максимальные инвестиции в случае, если в экономике находятся либо только ответственные, либо только нейтральные инвесторы.

Андреа Белтратти (2003) [12] построил макроэкономическую модель для определения общего равновесия экономики с СОИ. В данной двухпериодной модели присутствуют два гетерогенных агента и две ценные бумаги (акции «безответственных» компаний и «чистые» облигации). Автор изучает влияние СОИ на ценообразование ценных бумаг. Важным фактором в модели является личное богатство инвестора и существующие возможности диверсификации. Ключевую роль играет относительная величина богатства ответственных инвесторов. Если компания имеет свои уникальные черты, благодаря чему она становится кандидатом в диверсифицированный портфель, то это

ее сдерживает от проведения затратной социальной политики. Анализируется влияние неоднородности агентов и внешних эффектов производства (индикатор корпоративной социальной ответственности). Предполагается, что производственная функция напрямую зависит от предоставляемых кредитов и внешних шоков. Авторы интерпретируют внешний эффект, связанный со спецификой СОИ, как негативное влияние спроса на кредиты загрязняющей компании на полезность ответственного инвестора. Модель является достаточно упрощенной, она не демонстрирует всевозможные последствия от СОИ. Вывод состоит в том, что СОИ не могут сильно повлиять на экономику, когда есть только небольшое количество ответственных инвесторов, и при этом есть большие возможности для диверсификации.

Ламмерджан Дам (2011) [32] предложил построить модель перекрывающихся поколений для усовершенствования предыдущей модели и лучшей адаптации к действительности. Он взял в качестве основы модель OLG (модель перекрывающихся поколений) Джона и Печенино [67] с новыми функциями агентов. Теперь инвесторы выбирают между «грязными» акциями и «чистыми» облигациями, которые являются безопасными для ОС. Будущие поколения страдают от последствий текущего загрязняющего производства. Из-за того, что окружающая среда является общественным благом, существует проблема безбилетника. Обычно для решения данной проблемы применяют налоговые меры. Данная статья предлагает альтернативный механизм. Была проанализирована динамическая модель, в которую был включен параметр качества ОС – E : $E_{t+1} = (1 - \beta)E_t - K_{t+1}$, $K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t$, где δ – степень амортизации, $0 < \beta < 1$ – ставка естественного восстановления. Кроме того, были рассмотрены два случая: плановая экономика и экономика свободных рыночных отношений. В заключении было

сказано, что фондовый рынок может способствовать возникновению политики корпоративной ответственности. Отсутствие координации между нынешним и будущими поколениями повышает уровень загрязнения ОС.

В следующей работе (2011) [33] Ламмерджан Дам и Бен Хейждра предложили концепцию «warm-glow effect» (WGE), это экономическое понятие, разработанное Джеймсом Андреони в 1990 [2] для объяснения нечистого альтруизма. Вместо того чтобы руководствоваться исключительно интересом в благосостоянии получателей инвестиций, инвесторы WGE также получают полезность от «акта дарения». То есть существует эгоистическая мотивация, которая возникает, например, вследствие желания иметь репутацию социально-ответственного инвестора или филантропа. В данной статье было проанализировано влияние СОИ на качество ОС и политику по борьбе с загрязнением. Проводится анализ эффективности экологической политики для случая, когда потребители имеют WGE мотивацию и встраивают внешние экологические экстерналии в свою функцию. Установлено, что их ответственное поведение имеет частично-положительное влияние на политику ООС. WGE мотивация вводит скрытый налог на стоимость загрязняющих компаний. Эффект WGE сказывается в увеличении премий для стимулирования покупки акций. Предполагается, что инвесторы могут выбирать только между «чистыми» облигациями или акциями безответственных компаний. Также делается предположение, что не существует никакого риска, то есть акции и облигации являются субститутами, что, кстати, является совершенно нереалистичным.

Теперь рассмотрим исследование общей активности совета акционеров. Эрнст Мог [80] проанализировал значение ликвидности финансового рынка для контроля корпоративной политики. Предпо-

лагается, что большая ликвидность должна уменьшать желание крупных акционеров активно участвовать в управлении компанией. Однако результаты моделирования показали, что ликвидность, наоборот, положительно влияет на контроль деятельности компании. Существует проблема безбилетника, так как мелкие акционеры выигрывают от усилий крупных инвесторов для контроля деятельности компании, и при этом они за это не платят. Автор исследует равновесный размер главного акционера и предлагает два эффекта: «эффект замка» («lock-in-effect», то есть сама возможность контролировать имеет свою цену) и «эффект ликвидности» (после скупки акций контроля на фондовом рынке остается относительно небольшое количество акций, что в свою очередь снижает ликвидность). Другие менее очевидные результаты: ликвидный рынок может решить проблему безбилетника, так как на рынке с меньшей ликвидностью потенциальные акционеры не держат большое количество бумаг, что позволяет сохранять гибкость в управлении портфелем.

В работе Дижкстра [40] был предложен новый взгляд на координацию загрязняющих компаний и жертв загрязнения. Предполагается, что сначала оба агента инвестируют с учетом предельной выгоды от загрязнения и качества ОС, затем правительство максимизирует общий выигрыш населения. Была рассмотрена координация агентов в 4 возможных случаях: одна загрязняющая компания и множество жертв, множество безответственных компаний и жертв, множество жертв и одна загрязняющая компания и наоборот. В качестве инвестиций жертв автор предлагает вложения в основной капитал объектов для туризма и отдыха, фонд защиты флоры и фауны, сельское хозяйство, которое является чувствительным к состоянию ОС. Если правительство может определить оптимальный уровень загрязнения, то объем инвестиций также является наилучшим. Однако правительство

принимает решения на основе инвестиций агентов, что принуждает их увеличивать вложения для сохранения своей позиции. Конкуренция существует между жертвами и загрязнителями и среди загрязнителей. Большие инвестиции одной компании ущемляют другие компании. Было сделано два заключения:

(1) Качество ОС является общественным благом. Так как жертвы обычно не учитывают положительный эффект от их капиталовложения на состояние других жертв, их координация увеличивает общий объем инвестиций и выигрыш жертв, но при этом она снижает инвестиции загрязнителей и общий выигрыш населения;

(2) В свою очередь, загрязнение ОС является частным благом, координация уменьшает общий объем инвестиций загрязняющих компаний, что увеличивает инвестиции жертв и совокупный выигрыш: от координации загрязнителей выигрывают все.

Проблема загрязнения ОС затрагивает практически всех агентов - многие экономисты пытались найти другие способы повысить мотивацию компаний в области ООС без давления правительства. Существует точка зрения, что потребители могут голосовать ногами, отказываясь приобретать товары безответственной компании, что принуждает компании брать на себя дополнительные расходы (например, установка очистительных технологий) для улучшения имиджа во избежание снижения продаж и прибыли. Однако есть и другая причина для внедрения ответственной корпоративной политики. В исследованиях 2004 [22] и 2008 гг. [21] Брекке, Талле и Ниборг рассмотрели влияние ответственной политики компании на занятость. Авторы предположили, что «руководители компании могут решать проблему морального риска». Работники могут выбирать компании, где они готовы работать с большим энтузиазмом и прилагать больше усилий, и при этом требовать меньшую компенсацию, так как они получают моральный вы-

игрыш. Авторы применили упрощенный вариант категорического императива Канта, то есть каждый агент выбирает стратегию исходя из ожидания, что остальные поступят так же. Однако ответственность работников не является наблюдаемым фактором. Возможным решением данной проблемы является политика сигнализирования, то есть компания может предложить следующую комбинацию: низкую зарплату в сочетании с сильной экологически-ответственной политикой, что является нематериальной компенсацией. Интересно, что компании могут сосуществовать, имея разный уровень ответственности корпоративной политики. Для моделирования Брекке и соавторами был введен дискретный выбор: быть ответственным (зеленым) или безответственным (коричневым). Есть два долгосрочных равновесия: в смешанных стратегиях (либо только безответственные компании, либо только ответственные) и в чистых стратегиях (есть и зеленые и коричневые компании, ответственные работники работают только в первых компаниях). Равновесие зависит от издержек ответственной политики, значимости и неоднородности мотиваций работников. Для достижения оптимального уровня загрязнения, нужно усилить давление на компании, например, дополнительными налогами.

2.2 Моделирование влияния ответственных инвесторов на политику компании

Можно построить базовую модель принятия решений компаниями. Предположим, что имеется два источника для финансирования деятельности компаний:

1. Обычный инвестиционный фонд. Он имеет недостаточно средств, позволяющих профинансировать все прогнозируемые издержки компаний. Ресурсы фонда равны FR_n ;
2. Зеленый фонд (ОИФ). Он может финансировать деятельность компании только при условии, что оно выплачивает компенсацию за загрязнение ОС. Ресурсы фонда равны FR_g .

Есть N компаний. В данной модели возможно два типа компаний: P (загрязняющие) и R (ответственные). $N = E_p + E_R$. Вначале все компании идентичны и являются загрязняющими. Они должны оплатить минимальные производственные издержки в размере CP^{\min} . В противном случае они банкротятся.

Если все компании предпочтут не платить компенсацию за загрязнение, то они смогут сотрудничать только с обычным инвестиционным фондом. В таком случае его ресурсов будет недостаточно для

удовлетворения всех потребностей: $CP^{\min} > \frac{FR_n}{N}$

Если компания i платит компенсацию CM^i , она сможет получить часть ресурсов зеленого фонда $= FR_g^i \left(\underset{+}{CM^i} \right)$.

Но это увеличение издержек снижает дивиденды, получаемые обычным фондом, что снижает его стимул финансировать деятельность ответственной компании. Существует отрицательная зависимость:

$$\text{мосьть: } FR_n^i \left(CM^i \right).$$

Функция полезности обычных и зеленых фондов положительно зависит от дивидендов, но зеленый в свою очередь требует выплаты компенсации. В противном случае он отказывается от инвестиций: $U_g(E_p) < U_g(0)$ – функция полезности зеленого фонда.

Выбор конкретного уровня затрат уменьшает одну возможность финансирования и увеличивает другую. Компания при этом максимизирует свою прибыль.

Если предположить такую ситуацию, в которой все компании выбирают максимальный уровень компенсации, то она представляет собой неустойчивое равновесие, потому что любая компания может решить сократить эту сумму и компенсировать это снижение за счет увеличения вложений от обычного фонда.

Решается следующая задача:

$$\text{Max } \Pi^i = Y^i - CM^i - CP^{\min}$$

$$\text{s.t. } FR_n^i \left(CM^i \right) + FR_g^i \left(CM^i \right) = CP^{\min}.$$

$$L = Y^i - CM^i - CP^{\min} + \lambda * (FR_n^i \left(CM^i \right) + FR_g^i \left(CM^i \right) - CP^{\min}).$$

$$\frac{\partial L^i}{\partial CP^{\min}} = -1 - \lambda, \text{ так как } CP^{\min} > 0, \lambda = -1$$

$$\frac{\partial L^i}{\partial CM^i} = -1 + \lambda^* \frac{\partial FR_n^i}{\partial CM^i} + \lambda^* \frac{\partial FR_g^i}{\partial CM^i}.$$

Если все компании выберут нулевую компенсацию, то они обанкротятся, $CM^i > 0$.

$$1 + \frac{\partial FR_g^i}{\partial CM^i} = - \frac{\partial FR_n^i}{\partial CM^i} > 0, \text{ получаем фиксированную сумму} = CM^*.$$

Общая сумма компенсации за загрязнение равна $N^* CM^*$. Такая ситуация возможна, если финансовых ресурсов обычных инвесторов недостаточно для удовлетворения потребностей загрязняющих компаний. На современном этапе развития этической экономики это условие слишком ограничительно.

Рассмотрим теперь модель с двумя рынками. Вначале предположим, что в данной экономике отсутствует влияние государства и иностранного сектора, внутренний рынок является полностью независимым, есть один период времени. Присутствуют только два крупных инвестора, которые фактически становятся управляющими компаний (например, через действия акционерного совета). Что касается компаний, то они предлагают две технологии для производства двух групп товаров. Одна технология – зеленая, используется для производства товаров на рынке №1, этими товарами могут являться, например, ветровая энергия или переработанный пластик или очищенная вода и т.д. Другая технология – обычная, используется для поставки товаров на рынок №2, это может быть что угодно, от продуктов сельского хозяйства до нефти и газа, чье производство наносит вред окружающей среде. Второй рынок гораздо больше, чем первый, это отражает состояние реальной экономики.

Два инвестора различаются своими интересами и своей мотивацией. Обычный инвестор заинтересован в получении максимальной прибыли, он предпочитает вкладываться в обычную технологию, так как она стоит дешевле. Ответственный инвестор по возможности выбирает зеленую технологию, невзирая на меньшие размеры конечного рынка. Однако он может сотрудничать с обычным предпринимателем при условии, что тот заплатит компенсацию за загрязнение. Эта компенсация за счет увеличения расходов сокращает конечную прибыль, что отпугивает обычных инвесторов. Такая технология условно считается ответственной. Таким образом, условно есть три типа компаний g (зеленые), p (загрязняющие) и r (ответственные). Общее количество компаний $N = (E_g + E_p + E_R)$.

E_g используют только зеленую технологию и приобретают капитал K_g ; E_p — обычную технологию с капиталом K_p и E_R используют обычную технологию и платят компенсацию за загрязнение ОС. P_{Kp} — цена загрязняющего капитала, P_{Kg} — цена зеленого капитала.

Пусть капитал может приобретаться только за счет активов инвесторов. Рассмотрим сначала первый, «зеленый» рынок: конечные потребители покупают Y_g^* единиц товара. Пусть цена товара условно равна единице. $P_Y = 1$. Таким образом, для производства требуется K_g^* единиц капитала, и общие издержки равны $K_g^* P_{Kg} = CP_g$.

Ресурсы ответственного инвестора равны FR_g .

Возможны три случая:

(1) $CP_g > FR_g$, в данном случае часть зеленых компаний банкротятся.

(2) $CP_g = FR_g$, в данном случае у обычных компаний нет стимулов платить компенсацию за загрязнение, так как они все равно не получают никаких средств, и наконец третий случай:

(3) $CP_g < FR_g$, у ответственного инвестора на руках остаются свободные средства $= (FR_g - CP_g)$, следовательно, загрязняющие компании заинтересованы в сотрудничестве с ним.

Рассмотрим теперь второй, обычный рынок. Потребители приобретают Y_p^* единиц товара, его цена также условно принята за единицу: $P_Y = 1$. Для его производства необходимо K_p^* единиц капитала, однако, средств обычного инвестора (FR_n) хватает только на покупку $K_p^n = (FR_n / P_{Kp})$ единиц капитала. Следовательно, часть загрязняющих компаний остается без финансовых ресурсов, что способствует сотрудничеству с ответственным инвестором на условиях выплаты компенсации за загрязнение. При любой величине использования

загрязняющего капитала $U_g \left(K_g \right) > U_g \left(K_p, CM_r \right) > U_g \left(I = 0 \right) >$

$U_g \left(K_p \right)$ полезность от отказа от инвестиции выше, чем полезность

от инвестирования в загрязняющую компанию без компенсации. Величина компенсации является фиксированной величиной $= CM_r$.

Следовательно, величина капитала, приобретенного загрязняющими компаниями, равна K_p^n , полезного для производства Y_p^n единиц товара. Нужны дополнительные средства на сумму: $(K_p^* - K_p^n) * P_{Kp} + CM_r$. Возможны также три случая:

(I) $(FR_g - CP_g) < \{(K_p^* - K_p^n) * P_{Kp} + CM_r\}$, в таком случае на втором рынке наблюдается дефицит товаров, и часть компаний банкротится.

(II) $(FR_g - CP_g) = \{(K_p^* - K_p^n) * P_{Kp} + CM_r\}$, здесь предложение полностью удовлетворяет спрос на инвестиции.

(III) $(FR_g - CP_g) > \{(K_p^* - K_p^n) * P_{Kp} + CM_r\}$, здесь на руках ответственного фонда остаются свободные средства.

Возьмем второй случай, где все финансовые средства полностью использованы. Технологии заданы, например, функциями:

$$Y_g = f_g(K_g) = a * (K_g)^{1/2} \text{ и}$$

$$Y_p = f_p(K_p) = b * (K_p)^{1/2}.$$

Таким образом, функции прибыли выглядят следующим образом:

$$\text{Для зеленых компаний: } \Pi_g = Y_g - P_{Kg} * K_g = a * (K_g)^{1/2} -$$

$$P_{Kg} * K_g. \text{ Вычислим производную по } K_g: \frac{\partial \Pi_g}{\partial K_g} = \frac{a}{2} * (K_g)^{-1/2} - P_{Kg}$$

$$\Rightarrow K_g = \frac{a^2}{4 P_{Kg}^2} \Rightarrow CP_g = \frac{a^2}{4 P_{Kg}}.$$

Для загрязняющих компаний: $\Pi_p = Y_p - P_{Kp} * K_p^n = b^*$
 $\left(K_p^n\right)^{1/2} - P_{Kp} * K_p^n$, при условии, что $P_{Kp} * K_p^n = FR_n$ (все средства обычного инвестора), притом, что требуемое значение капитала выше доступного по бюджетному ограничению.

$$(II) \text{ условие гласит, что: } \left\{ FR_g - \frac{a^2}{4P_{Kg}} \right\} = \left\{ (K_p^* - K_p^n) * P_{Kp} + \right.$$

$CM_r \left. \right\}$, то есть прибыль ответственных компаний:

$$\Pi_r = b^* \left(K_p^* - K_p^n \right)^{1/2} - P_{Kp} * (K_p^* - K_p^n) - CM_r = b^* \left[\left\{ FR_g - \frac{a^2}{4P_{Kg}} - \right. \right.$$

$$\left. \left. CM_r \right\} / P_{Kp} \right]^{1/2} - P_{Kp} * \left\{ FR_g - \frac{a^2}{4P_{Kg}} - CM_r \right\} - CM_r.$$

В конце периода вся прибыль достается инвесторам.

Если мы будем рассматривать государственный сектор, то мы введем следующие дополнительные условия и обозначения: T^{it} – налог на доходы компании i в периоде t . T_g^{it} – налог на загрязнение $P_N^{it} \left(K_p^{it} \right)$, произведенный технологией (капиталом) компании i в периоде t . CM_{\min}^{it} – минимальная компенсация, фиксированная правительством, за загрязнение в периоде t . Правительство может также быть крупным акционером компании и тем самым привнести в его деятельность этические ценности. Можно предположить две стратегии зеленых фондов: либо они покупают те же акции, что и государство (они рассматривают наличие государства как позитивный сигнал), либо они покупают акции других компаний, так как считают, что они полезнее там, где государство не действует.

Учет возможности иностранных инвестиций требует более детальной градации инвесторов. В такой экономике появляются 4 типа инвесторов: I_n – нейтральный инвестор, он может инвестировать во все компании. I_n^e – нейтральный иностранный инвестор, он может инвестировать во все компании, однако он предпочитает компании, которые предлагают более высокую компенсацию, чем требуется правительством, так как она определяет репутацию более ответственной компании. В функцию полезности добавляется фактор репутации компании, то есть рассматривается более активная политика по охране ОС.

I_g – зеленый инвестор, он предпочитает зеленые и ответственные компании. I_g^e – иностранный зеленый инвестор предпочитает зеленые и ответственные компании, однако он также требует определенный минимальный уровень зеленого капитала, что позволяет ввести в модель новый фильтр и объяснить более высокую мотивацию компании в условиях открытой экономики.

Когда моделируется активность *социально–ответственных* инвесторов, то используется дифференциация не технологий производства (капитала), а условий трудовых контрактов. В такой модели проводится анализ влияния акционеров, занятых в производстве: какие акции они предпочитают (своего работодателя или других компаний), как колеблется зарплата, какова чувствительность к изменениям дивидендов, работники являются эгоистами или они соглашаются на более низкую зарплату ради приобретения контроля? Правительство, как государственный агент, может устанавливать минимальный уровень оплаты труда и потребовать от компании проведения более сильной социальной политики для защиты прав работников (равенство

мужчин и женщин, пенсия, социальная защита). Правительство также может быть крупным акционером компании и требовать исполнения этических правил ведения бизнеса. Можно предположить две стратегии социально–ответственных фондов, либо они покупают те же акции, что и государство, так как они рассматривают наличие государства как позитивный сигнал, либо они покупают акции других компаний, так как они считают, что их деятельность полезнее там, где государство не действует. Иностранцы ответственные инвесторы, как правило, более требовательные к корпоративной политике компании, так как у них есть возможность сопоставлять и сравнивать компании на международном уровне.

В третьей и последней части второй главы мы рассмотрим взаимодействие ответственных компаний и экологически–ответственных инвестиционных фондов на примере Франции.

2.3 Исследование взаимодействия французских эмитентов ценных бумаг и ответственных инвестиционных фондов

Исследование экономики страны, достаточно давно применяющей этические принципы деятельности компаний и финансовых компаний (уже в 2001 году во Франции было открыто около 38 фондов ответственных инвестиций, среди которых были и ЭОИФ), позволяет оценить состояние и потенциал развития этической экономики. На сегодняшний день во Франции действует 34 инвестиционных фонда (www.novethic.com), применяющих экологические критерии (ЭОИФ) (таблица 2.1).

Таблица 2. 1. Экологически–ответственные инвестиционные фонды, действующие на территории Франции

| | |
|--|---|
| Actions Planète Durable | MG Environnement Monde |
| Allianz Euréco Equity | Palatine Climat и Environnement |
| Amundi – Aqua Global | Palatine Or Bleu |
| Amundi – Clean Planet | Parvest Environmental |
| Фонд фондов Avenir Partage | Opportunities |
| ISR | Parvest Global Environment |
| BNP Paribas Aqua | Parvest Sustainable Equity Europe |
| BNP Paribas Etheis | Pioneer – Global Ecology |
| Easy ETF Low Carbon 100 Europe | SAM – Smart Energy |
| Ecureuil Bénéfices Responsables | SAM – Smart Materials |
| Etoile Environnement | SAM – Sustainable Climate |
| IT Funds Clean World | SAM – Sustainable Water |
| LBPAM Responsables Actions Environnement | Sarasin – New Power |
| LFP Trend Infrastructures | Sarasin – Sustainable Water |
| LFP Trend Planet | SG – Actions Europe ISR |
| Living Plan и Fund–Energy | Люксембургский фонд Swisscanto Equity – Green Invest Emerging Markets |
| Macif Sélection Développement Durable | Люксембургский фонд UBS Equity – Eco Performance |
| MAIF Investissement | Люксембургский фонд UBS Equity – Global Innovators |
| Responsible Europe | |

В таблице С.2 приложения С представлены 70 французских компаний, которые являются объектом инвестиций экологически-ответственных фондов, действующих на территории Франции. В таблице также указаны сектора, к которым относятся компании, и указано деление на зеленые и ответственные компании. Было сделано предположение, что зелеными компаниями (ЗК) в работе называются компании, осуществляющие следующие виды деятельности:

- a. Очистка воды;
- b. Услуги по устранению загрязнения;
- c. Переработка отходов;
- d. Контроль общего загрязнения;
- e. Альтернативные технологии;
- f. Консалтинг по ООС;
- g. Мониторинг ОС;
- h. Уничтожение отходов.

Все остальные компании, объекты инвестиций ЭОИФ, сокращают вредное воздействие на ОС, они относятся к классу ответственных компаний (ОК).

В приложении С в таблице С.1 представлены сведения обо всех акционерах данных зеленых и ответственных компаний. В таблице С.4 приложения С акционеры компаний были разбиты на следующие группы:

1. Частные лица;
2. Иностранные институциональные инвесторы;
3. Французские институциональные инвесторы;
4. Основатели компании;
5. Руководство компании;
6. Сотрудники компании;
7. Зеленый инвестиционный фонд;

8. Государство (ГОС);
9. Государственный инвестиционный фонд (ГИФ).

Анализ инвестиционной политики французских фондов позволил выделить еще одну категорию акционеров: частично–ответственный инвестиционный фонд (ЧОИФ). Речь идет об обычном фонде, который в своей политике учитывает необходимость сбережения ОС. Результаты анализа представлены в таблице 2.2. Во второй и шестой колонках указан тип компании в соответствии с вышеуказанной классификацией на зеленые и ответственные компании. В третьей и седьмой колонках перечислены все ответственные акционеры компании. В данную группу входят как экологически–ответственные инвестиционные фонды, так и инвесторы, чья деятельность прямо или косвенно способствует реорганизации. Речь идет о частично–ответственных инвестиционных фондах (ЧОИФ), государственных фондах (ГИФ), включающих в себя фонд стратегических инвестиций и государственную кассу вкладов и сбережений, а также фонды страхования (ФС) и пенсионный фонд (ПФ), которые согласно современному французскому законодательству обязаны учитывать этические аспекты деятельности компании. Так, в частности, им запрещено вкладывать в производителей алкоголя, табака, оружия. И, наконец, в четвертой и восьмой колонке указано общее количество экологически–ответственных фондов среди всех акционеров компаний.

Таблица 2. 2. Состав основных акционеров французских компаний – объектов ЭОИФ и распределение компаний по типу ЗК/ОК

| Компания | ОК/ ЗК | Тип ОИФ | Э О И Ф | Компания | ОК/ ЗК | Тип ОИФ | Э О И Ф |
|--------------------|-----------|--------------|------------------|---------------------|-----------|------------|------------------|
| Suez Environne- | ЗК | ГОС, ГИФ, | 19 | Seche Environne- | ЗК | ГИФ | 2 |

| Компания | ОК/ ЗК | Тип ОИФ | Э О И Ф | Компания | ОК/ ЗК | Тип ОИФ | Э О И Ф |
|-----------------------------------|-----------|-------------------------|------------------|------------------------------|-----------|-------------------------------|------------------|
| ment | | СОИФ | | ment | | | |
| Areva | ОК | ГОС, ГИФ | 1 | Vivendi | ОК | ГИФ, ЧОИФ, | 5 |
| Arkema | ОК | СОИФ, ЧОИФ | 2 | Valeo | ОК | ГИФ, ГИФ | 2 |
| Technip | ОК | ГИФ, 2 ЧОИФ, СОИФ | 4 | Veolia Environne- ment | ЗК | ГИФ | 13 |
| ADP | ОК | ГОС, 2 ГИФ | 1 | Air France | ОК | ГОС, ЧОИФ | 2 |
| Carrefour | ОК | ЧОИФ | 3 | Renault | ОК | ГОС | 4 |
| Alcatel | ОК | ГИФ | 1 | Safran | ОК | ГОС | 1 |
| Electricité de France | ОК | ГОС | 1 | Vallourec | ОК | ГИФ, ЧОИФ | 2 |
| Schneider Electric | ОК | ЧОИФ, ГИФ | 12 | EDF Energies nouvelles | ЗК | | 4 |
| Bureau Veritas | ЗК | 2 ЧОИФ | 6 | Unibail Rodamco | ОК | ПФ, ЧОИФ | 1 |
| France Telecom | ОК | ГИФ, ГОС | 2 | Groupe Eurotunnel | ОК | | 2 |
| Société Generale | ОК | ГИФ, ФС, СОИФ | 4 | GDF Suez | ОК | ГОС, ЧОИФ, ГИФ, СОИФ | 6 |
| Danone | ОК | ГИФ | 5 | Legrand | ОК | | 4 |
| BNP Paribas | ОК | ГИФ | 5 | Ipsen | ОК | | 1 |
| CIE Generale de Geophysique | ОК | ГИФ | | Saint Gobain | ОК | ЧОИФ, ГИФ, ФС | 18 |
| Nexans | ОК | ГИФ | 1 | Michelin | ОК | | 5 |
| Metex | ОК | ГИФ | 2 | Touax | ОК | | 2 |
| Cap Gemini | ОК | | 4 | PPR | ОК | | 2 |
| Air Liquide | ОК | | 4 | Vinci | ОК | | 6 |
| Alpha Mos | ЗК | | 1 | Voltalia | ЗК | | 1 |
| Alstom | ОК | | 4 | Saft Groupe | ОК | | 5 |
| Aurea | ЗК | | 1 | Sanofi | ОК | | 5 |
| AXA | ОК | | 5 | Sodexo | ОК | | 2 |
| Biomerieux | ОК | | 2 | Imerys | ОК | | 1 |

| Компания | ОК/ ЗК | Тип ОИФ | Э О И Ф | Компания | ОК/ ЗК | Тип ОИФ | Э О И Ф |
|--------------------|-----------|------------|------------------|--------------------------|-----------|------------|------------------|
| Bouygues | ОК | | 5 | Total | ОК | | 2 |
| Accor | ОК | | 3 | Casino Guichard | ОК | | 1 |
| Christian Dior | ОК | | 2 | Sechilienne Sidec | ЗК | | 2 |
| Colas | ОК | | 1 | L'Oreal | ОК | | 6 |
| Credit Agricole | ОК | | 2 | Exel Inductries | ОК | | 1 |
| Edenred | ОК | | 2 | LVMH | ОК | | 2 |
| Plastic Omnium | ЗК | | 1 | Essilor International | ОК | | 2 |
| Faiveley | ОК | | 4 | Europlasma | ЗК | | 2 |
| Faurecia | ОК | | 1 | Orpea | ОК | | 1 |
| Lafarge | ОК | | 1 | Peugeot | ОК | | 2 |
| Lagardere | ОК | | 1 | Recyclex | ЗК | | 1 |

Примечания к таблице: ОК/ЗК – тип компании – ОК – ответственная компания, ЗК – зеленая компания; *тип ОИФ* – присутствие среди ответственных акционеров компании государства (ГОС), государственного инвестиционного фонда (ГИФ), СОИФ или ЧОИФ; *ЭОИФ* – количество представленных ЭОИФ в совете акционеров.

Анализ данных показал, что среди 12 зеленых публичных компаний:

- 8 компаний имеют 1–2 миноритарных ответственных институциональных акционеров;
- 4 компании имеют более двух зеленых инвесторов (ЭОИФ);
- государственное участие либо в форме государственного акционера, либо посредством государственного инвестиционного фонда (фонда стратегических инвестиций и кассы вкладов и сбережений), представлено в трех компаниях;
- в одной компания присутствует крупный государственный акционер;

- 2 компании имеют и государственное участие и более двух миноритарных зеленых инвесторов;
- только одна компания имеет основного ответственного акционера и более двух миноритарных зеленых инвесторов;
- среди основных акционеров одной зеленой и десяти ответственных компаний представлен частично–ответственный инвестиционный фонд.

Анализ состава акционеров 55 ответственных компаний показал, что:

- 33 компании имеют только 1–2 зеленых инвесторов;
- 20 компаний имеют более двух миноритарных ответственных акционеров;
- государственное участие, в частности посредством государственного инвестиционного фонда (фонда стратегических инвестиций и кассы вкладов и сбережений), представлено в 21 компании;
- в 7 компаниях представлен государственный акционер;
- 9 компаний имеют и государственное участие и более двух миноритарных зеленых инвесторов;
- 1 компании имеют основного ответственного акционера и менее двух миноритарных зеленых инвесторов;
- и только в трех компаниях присутствуют основной ответственный акционер и более двух миноритарных зеленых инвесторов.

Учитывались также данные по акционерному капиталу, количеству выпущенных акций и дивидендам зеленых и ответственных компаний. В таблице С.5 приложения С приводятся данные по зеленым компаниям. А в таблице С.6 приложения С даны сведения по ответст-

венным компаниям. В таблице 2.3 сопоставлены средние значения для зеленых и ответственных компаний.

Таблица 2. 3. Сравнение параметров зеленых и ответственных компаний – объектов инвестиций ЭОИФ

| ЗП | Средний уровень | ОП |
|--------------|---|----------------------|
| 12 | Количество публичных компаний | 58 |
| 393.418.349 | Акционерный капитал | 1.983.175.538 |
| 106.393.364 | Количество акций | 499.297.418 |
| 0,48 | Дивиденд на акцию | 1,5 |
| 68.714.901,9 | Сумма дивидендов | 568.106.311 |
| 0,047 | Степень прироста акционерного капитала | 0,044 |
| 0,087 | Степень прироста количества акций | 0,13 |
| 0,054 | Степень прироста дивиденда на акцию | -0,03 |
| 0,08 | Степень прироста общей суммы дивидендов | 0,02 |

Ответственные компании, как правило, крупнее, у них больше акционерный капитал и больше количество выпущенных акций. Дивиденд на акцию тоже оказался достаточно высокий. При этом у зеленых компаний большой темп прироста дивидендов на акцию и акционерного капитала. Если исходить из анализа дивидендов, то мы видим, что инвесторы, желающие получать большие доходы, стремятся инвестировать в более прибыльные ответственные компании, в то время как ответственные инвесторы получают не только денежные, но и моральные (иногда достаточно весомые) дивиденды. Они игнорируют более низкую величину финансовых дивидендов в пользу более ответственной политики компании в области экологии.

Также проведенное исследование показало, что состав французских инвестиционных портфелей сильно диверсифицирован на международном уровне. Зеленые компании являются достаточно закрытыми, владельцы — основатели и холдинговые компании — предпочитают сохранять у себя контрольный пакет акций; при этом выбор

ответственных компаний в целом недостаточно большой. В состав ответственных компаний под влиянием государства вошли компании, чья деятельность изначально была направлена на разрушение ОС (например, специализирующиеся на добыче полезных ископаемых).

Среди 12 зеленых компаний только одно имеет в качестве основного акционера зеленый фонд (ЭОИФ «Suez Environnement»). Среди основных акционеров восьми зеленых компаний не присутствует ни один ОИФ, при этом государство участвует в деятельности трех компаний. Как правило, большая часть ценных бумаг остается на руках владельцев компаний, что вынуждает зеленых инвесторов вкладывать часть средств в ответственные компании. Среди основных акционеров 58 ответственных компаний ОИФ представлены в четырех компаниях. При этом государство участвует в совете акционеров 21 компании, что позволяет сделать общий вывод о том, что этическая экономика в целом сформировалась благодаря государственному вмешательству. Государство способно также дать толчок развитию и российской этической экономики. Можно отметить две тенденции для этической экономики Франции. Положительная тенденция заключается в том, что государство способно повлиять на становление этической экономики через участие в деятельности загрязняющих компаний, что вполне применимо и в российских реалиях. Негативная тенденция заключается в том, что даже в такой развитой стране выбор объектов для зеленых инвестиций не является достаточно простым делом.

Заключение

В данной главе рассмотрены разработки в области моделирования деятельности ответственных инвесторов и других ответственных контрагентов компаний (работников, государства). Существуют две группы исследований. Первая группа моделирует возможные различные эффекты присутствия социально–ответственных инвестиций в экономике, в частности, влияние на корпоративную политику компаний. Вторая группа анализирует общую активность акционеров и их взаимодействие с менеджментом компаний.

Во второй части предлагается модель, рассматривающая влияние ответственных инвесторов на формирование экологически-ответственной политики компаний. Вначале строится базовая модель, в которой присутствует два инвестора (обычный и ответственный) и две группы компаний. Указывается, что при недостаточности средств обычных инвесторов для финансирования всех производственных издержек компаний в экономике складывается неустойчивое равновесие, согласно которому все компании заинтересованы в формировании ответственной политики посредством выплат компенсаций за экологический ущерб. Затем предлагается модель с двумя рынками. Рассматриваются различные исходные соотношения между активами обычных и ответственных инвесторов и издержек компаний. При введении государственного сектора в данной теоретической экономике появляется дополнительное давление со стороны сборщиков налогов. Учет иностранного сектора усложняет градацию акционеров компаний, так как при прочих равных иностранные инвесторы предъявляют, как правило, более высокие требования к деятельности компании, так как они не ограничены в возможностях международной диверсификации портфеля.

В последнем разделе второй главы проведено исследование взаимодействия компаний и экологически–ответственных инвестиционных фондов на примере Франции. Приведена классификация акционеров публичных зеленых и ответственных компаний. Указана роль ответственных инвесторов в лице государственных, пенсионных, частично-ответственных, социально и экологически-ответственных инвестиционных фондов. Анализ данных позволил сделать вывод о том, что этическая экономика в целом сформировалась благодаря государственному вмешательству.

Глава 3. Эконометрический анализ деятельности ответственных инвестиционных фондов с учетом формирования этической экономики

3.1 Обзор результатов проведенных эконометрических исследований

В данной части третьей главы будет представлен небольшой обзор эконометрического анализа ответственности компаний и фондов, проведенного в других исследованиях.

Вначале речь пойдет о сравнении доходностей обычных и ответственных инвестиционных фондов. В таблице 3.1 указаны знаки влияния ответственной стратегии инвестирования на доходность фонда по сравнению с обычным фондом, по мнению указанных авторов.

Таблица 3. 1. Анализ влияния стратегии ответственного инвестирования на доходность инвестиционного фонда

| Авторы | Период исследования | Тип ESG | Стратегия | Влияние |
|--|----------------------------|---------|-----------------|---------|
| Van de Velde E., Vermeir W. и Corten F. (2005) ¹⁴ | Январь 2000 – ноябрь 2003 | ESG | Пассивный отбор | + |
| Bauer R., Otten R. и Rad A. (2006) ¹⁵ | Ноябрь 1992 – апрель 2003 | ESG | Пассивный отбор | ± |
| Barnett M. и Salomon R. (2006) ¹⁶ | Январь 1972 – декабрь 2000 | Е и S | Пассивный отбор | ±/+ |
| Brammer S., Brooks C. и Pavelin S. (2006) ¹⁷ | Июнь 1997 – июнь 2002 | Е и S | Пассивный отбор | ±/+ |

¹⁴ Van de Velde E., Vermeir W., Corten F. Corporate social responsibility and financial performance //Corporate Governance. – 2005. – Т. 5. – №. 3. – С. 129-138.

¹⁵ Bauer R., Otten R., Rad A. T. Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty? //Pacific-Basin Finance Journal. – 2006. – Т. 14. – №. 1. – С. 33-48.

¹⁶ Barnett M. L., Salomon R. M. Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance //Strategic Management Journal. – 2006. – Т. 27. – №. 11. – С. 1101-1122.

| Авторы | Период исследования | Тип ESG | Стратегия | Влияние |
|--|-------------------------------|---------|--------------------|---------|
| Core J., Guay W. и Rusticus T. (2006) ¹⁸ | Сентябрь 1990 – Декабрь 1999 | G | Активная стратегия | ± |
| Gompers P., Ishii J. и Metrick A. (2003) ¹⁹ | Январь 1990 – декабрь 1999 | G | Активная стратегия | + |
| Statman M. (2006) ²⁰ | Май 1990 – апрель 2004 | S | Пассивный отбор | + |
| Chong J., Her M. и Phillips G.M. (2006) ²¹ | Сентябрь 2002 – сентябрь 2005 | S | Пассивный отбор | — |

Видно, что присутствует как отрицательное, так и положительное воздействие выбранной политики инвестирования, что позволяет руководителям фондов брать на себя риск, связанный с ограничением пространства инвестиций согласно этическим нормам (пассивный отбор ценных бумаг наиболее ответственных компаний). Также отсутствие ожидания существенного падения доходностей и сопутствующего ему ухода клиентов позволяют руководителям фонда более или менее спокойно вмешиваться в дела компании для продвижения более ответственной социальной и природоохранной политики.

В других работах анализировалась связь между корпоративной ответственностью и доходами компании, например, в исследовании технологического сектора Великобритании Бреуера и Нау²². Ими была

¹⁷ Brammer S., Brooks C., Pavelin S. Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures //Financial Management. – 2006. – Т. 35. – №. 3. – С. 97-116.

¹⁸ Core J. E., Guay W. R., Rusticus T. O. Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations //The Journal of Finance. – 2006. – Т. 61. – №. 2. – С. 655-687.

¹⁹ Gompers P. A., Ishii J. L., Metrick A. Corporate governance and equity prices. – National bureau of economic research, 2001. – №. w8449.

²⁰ Statman M. Socially responsible indexes //The Journal of Portfolio Management. – 2006. – Т. 32. – №. 3. – С. 100-109.

²¹ Chong J., Her M., Phillips G. M. To sin or not to sin? Now that's the question //Journal of Asset Management. – 2006. – Т. 6. – №. 6. – С. 406-417.

²² Breuer N., Arvidsson S., Nau C. ESG performance and corporate financial performance. – thesis of Lund University, 2014.

выявлена положительная взаимозависимость, как с точки зрения бухгалтерского учета, так и с точки зрения рыночной позиции компании.

Для понимания роли ответственных инвесторов в формировании этической экономики в данной главе будут представлены зависимости для количества ответственных инвестиционных фондов и для объема активов под ответственным управлением. Вначале построены регрессии по группе европейских стран, по которым присутствует наиболее полная статистика, касающаяся использования инвестиционными фондами той или иной стратегии ответственного инвестирования:

- стратегия сохранения устойчивого развития;
- стратегия отбора компаний «лучших в своем классе»;
- стратегия отбора компаний, выполняющих международные нормы;
- стратегия активных переговоров с менеджментом компаний;
- стратегия исключения из портфеля ценных бумаг «безответственных» компаний (например, табачная промышленность или производителя оружия).

Затем в качестве зависимой переменной будет взято суммарное количество ответственных инвестиционных фондов по группе европейских и неевропейских стран. В следующем разделе описаны независимые переменные, которые использовались в регрессионном анализе, и источники данных.

3.2 Классификация основных факторов и источники данных

В диссертации рассматривается состояние этической экономики, в частности, на основе таких показателей, как количество ответственных инвестиционных фондов и величина активов под ответственным управлением, состав различных групп компаний и структура государственной политики. Последний параметр включают в себя принятие соответствующих законов, налоговую политику, субсидии, участие в совете директоров в качестве крупного акционера. Нужно отметить, что развитые в общепризнанном смысле слова страны могут оказаться среди развивающихся по степени внедрения этических принципов деятельности. Возможна также и обратная ситуация. В данной работе были рассмотрены 50 развитых и развивающихся стран из пяти регионов:

- a. Европа: Австрия, Бельгия, Испания, Швеция, Швейцария, Нидерланды, Португалия, Россия, Дания, Финляндия, Франция, Германия, Греция, Венгрия, Ирландия, Исландия, Италия, Словакия, Словения, Великобритания, Люксембург, Норвегия, Польша, Чехия.
- b. Северная Америка: США, Канада, Мексика, Колумбия.
- c. Южная Америка: Аргентина, Бразилия, Чили, Коста-Рика, Перу.
- d. Азия: Гонконг, Сингапур, Саудовская Аравия, Китай, Индия, Израиль, Япония, Малайзия, Южная Корея, Тайвань, Турция, Индонезия, Таиланд, Филиппины, ОАЭ.
- e. Австралия, Новая Зеландия.

Основное предположение заключается в том, что этической экономике присущи свои закономерности развития. В период становления этической экономики большую роль играют настроения в об-

ществе, которые могут выражаться, в частности, через государственную налоговую, экологическую и социальную политику, государственные субсидии и действия фондов стратегических инвестиций. На данном этапе деятельность ответственных инвестиционных фондов и компаний может быть незначительной и не оказывать существенного влияния. В период стабильного развития этической экономики, то есть активного роста ответственных инвесторов и компаний, деятельность негосударственных экономических агентов становится более эффективной. Будет проведен последовательный анализ государственной деятельности, научной деятельности, экологической, социальной, налоговой политики, деятельности институциональных инвесторов и компаний в различных странах.

Секторное распределение компаний

В данном подразделе рассматривается общее количество компаний в стране и их распределение по секторам: добыча полезных ископаемых, связь и телекоммуникации, потребительские товары и услуги, энергетический сектор, финансовый сектор, промышленный сектор, технологический сектор, сектор здравоохранения. Использовалась статистика 2013 года информационной системы Bloomberg.

Первое предположение касается секторного распределения компаний в экономике: в странах, где больше компаний с низким воздействием на состояние ОС, как правило, выше рейтинг стран по уровню развития этической экономики. Компании с высоким воздействием на ОС тяжелее поддаются реформированию, в их состав входят компании, занимающиеся добычей полезных ископаемых, нефти и газа, а также промышленный сектор. В потребительском секторе и секторе здравоохранения (среднее давление на ОС) возникает дополнительное давление со стороны покупателей, которые могут голосовать ногами, приобретая продукцию ответственных компаний. Деятельность ответ-

ственных институциональных инвесторов может оказаться более результативной. Сектор информационных технологий (третья группа компаний), телекоммуникаций и финансовый сектор легче всего поддаются модернизации и легче идут на уступки в переговорах с акционерами, даже без участия потребителей. В таблице 3.2 представлено распределение компаний в разных странах по степени воздействия на ОС. В таблице В.2 приложения В представлена детальная информация по секторам экономики. Из таблицы 3.2 мы видим, что в странах с развитой этической экономикой преобладают компании со слабым влиянием на ОС, что подтверждает наше предположение.

Таблица 3. 2. Распределение компаний по группам с различным воздействием на состояние ОС

| Страна | РЭЭ | В | С | Н | Страна | РЭЭ | В | С | Н |
|----------------|------|----|----|----|-------------------|------|----|----|----|
| | | В | В | В | | | В | В | В |
| Нидерланды | 5,84 | 32 | 24 | 44 | Ирландия | 4,64 | 9 | 7 | 84 |
| Финляндия | 5,71 | 44 | 26 | 29 | Япония | 4,32 | 39 | 37 | 24 |
| Франция | 5,57 | 19 | 29 | 52 | Израиль | 4,21 | 27 | 26 | 46 |
| Швеция | 5,51 | 35 | 35 | 30 | Бразилия | 4,13 | 22 | 38 | 39 |
| Великобритания | 5,50 | 34 | 25 | 40 | Греция | 4,03 | 37 | 40 | 23 |
| Швейцария | 5,44 | 29 | 32 | 39 | Малайзия | 4,02 | 44 | 31 | 26 |
| Норвегия | 5,39 | 46 | 25 | 29 | Турция | 3,91 | 30 | 38 | 32 |
| Германия | 5,39 | 24 | 29 | 47 | Индонезия | 3,70 | 33 | 35 | 32 |
| Испания | 5,28 | 28 | 33 | 39 | Таиланд | 3,60 | 34 | 35 | 32 |
| Люксембург | 5,27 | 3 | 4 | 93 | Гонконг | 3,40 | 26 | 37 | 36 |
| Дания | 5,11 | 21 | 35 | 44 | Китай | 3,33 | 45 | 36 | 19 |
| Австралия | 5,04 | 61 | 17 | 22 | Польша | 3,31 | 33 | 34 | 33 |
| Новая Зеландия | 5,02 | 25 | 42 | 33 | Чили | 3,30 | 24 | 47 | 29 |
| Бельгия | 5,01 | 27 | 31 | 42 | Мексика | 3,21 | 29 | 36 | 35 |
| Португалия | 4,98 | 33 | 39 | 28 | Индия | 3,18 | 38 | 36 | 26 |
| Австрия | 4,96 | 40 | 24 | 36 | Россия | 3,18 | 53 | 29 | 18 |
| Канада | 4,91 | 60 | 11 | 29 | Саудовская Аравия | 3,16 | 34 | 25 | 41 |
| Чехия | 4,84 | 38 | 38 | 25 | Перу | 3,14 | 26 | 37 | 38 |
| Венгрия | 4,83 | 19 | 29 | 53 | Филиппины | 3,00 | 27 | 26 | 46 |

| Страна | РЭЭ | В В | С В | Н В | Страна | РЭЭ | В В | С В | Н В |
|----------|------|--------|--------|--------|----------|------|--------|--------|--------|
| Италия | 4,80 | 27 | 37 | 36 | Колумбия | 3,00 | 29 | 40 | 30 |
| США | 4,75 | 24 | 27 | 49 | Тайвань | 2,88 | 43 | 24 | 33 |
| Сингапур | 4,75 | 48 | 25 | 27 | | | | | |

Примечания к таблице: цветом окрашены страны, лидирующие по данным показателям. *НВ* – низкое воздействие на состояние окружающей среды, *СВ* – среднее и *ВВ* – высокое.

В таблице В.3 приложения В даны доли промышленности, сельского хозяйства и сферы услуг в ВВП. Данные взяты за 2013 год с сайта Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР)²³. В целом развитию этической экономики способствует более высокий удельный вес сферы услуг, которая включает в себя, в том числе, компании с низким воздействием на ОС. При этом ВВП также является относительно высоким. То есть изначально в экономике присутствуют благоприятные условия для распространения этических принципов деятельности компаний и инвесторов.

Научная деятельность и образование

- доля ВВП, идущая на научно – исследовательские и опытно – конструкторские разработки (НИОКР);
- доля взрослого населения, которое имеет высшее образование, а также доля взрослых от 35 до 44 лет, имеющих высшее образование;
- доля ученых на каждые 1000 работников.

Следующее предположение касается научной деятельности: в странах, где активнее проводятся научные исследования, присутствует развитая этическая экономика. Научно–исследовательские и опытно–конструкторские работы (НИОКР, англ. Research & Development (R&D)) — это «совокупность деятельностей, направленных на полу-

²³ <http://data.oecd.org>

чение новых знаний и их практическое применение для решения конкретных задач»²⁴. НИОКР включает в себя три группы деятельности: фундаментальные исследования; прикладные исследования; опытно-конструкторские и технологические разработки. Национальные расходы на НИОКР считаются одним из показателей научно-технического развития. Уровень национальных расходов на НИОКР – это относительная величина, которая рассчитывается как «общий объем государственных и частных расходов на НИОКР в течение календарного года, включая государственные бюджеты всех уровней, бюджеты коммерческих организаций, гранты и пожертвования от частных фондов и неправительственных организаций»²⁵. Уровень расходов выражается в процентах от ВВП и рассчитывается на основе национальной статистики. Для диссертации данные были взяты из базы Института статистики ООН по вопросам образования, науки и культуры. Полученная статистика представлена в таблице В.3 приложения В (сортировка проведена по уровню РЭЭ). Проанализируем удельный вес расходов на НИОКР в ВВП различных стран. Выше всего доля ВВП на НИОКР в Японии, Швеции, Финляндии. Практически во всех странах с высоким рейтингом РЭЭ активнее всего проводятся научные разработки и исследования.

В следующей таблице 3.3 представлена статистика, касающаяся высшего образования. Использовались данные Организации экономического сотрудничества и развития²⁶. Имеются данные для взрослых, достигших высшего образования и образовательного уровня взрослого населения в различных возрастных группах. Первый показатель отражает долю взрослых от 35 до 44 лет, имеющих высшее образование, в процентах от всех лиц данной возрастной группы. Второй показа-

²⁴ <http://gtmarket.ru/ratings/research-and-development-expenditure/info>

²⁵ <http://www.uis.unesco.org/>

²⁶ <http://data.oecd.org/eduatt/adult-education-level.htm>

тель оценивает общую долю взрослых от 25 до 64 лет, имеющих высшее образование. Можно заметить, что в странах с высоким рейтингом РЭЭ (от 4 до 6) выше доля образованных людей и доля ученых. В какой-то мере это можно объяснить тем, что при расчете рейтинга использовался индекс развития человеческого потенциала, в который в числе прочих показателей входит индекс образования. Тем не менее, нельзя отрицать возможное положительное влияние образования и исследований, так как образованные люди более склонны анализировать поступающую информацию, в том числе об экологических и социальных проблемах.

Таблица 3. 3. Доля населения, имеющее высшее образование, доля взрослых от 35 до 44 лет с высшим образованием и доля ученых

| Страна | РЭЭ | ДН ВО | 35– 44 с ВО | Уче ные | Страна | РЭ Э | ДН ВО | 35– 44 с ВО | Уче ные |
|----------------|------|----------|-------------------|------------|----------|---------|----------|-------------------|------------|
| Нидерланды | 5,84 | 32,9 | 39,9 | 6,7 | Канада | 4,91 | 52,6 | 56,7 | |
| Финляндия | 5,71 | 39,7 | 39,4 | 16,1 | Чехия | 4,84 | 19,3 | 25,1 | 6,5 |
| Франция | 5,57 | 30,9 | 43 | | Венгрия | 4,83 | 22 | 28,1 | 5,8 |
| Швеция | 5,51 | 35,7 | 42,9 | 10,7 | Италия | 4,8 | 15,7 | 21 | 4,5 |
| Великобритания | 5,5 | 41 | 46,9 | 8 | Сингапур | 4,75 | | | 10,2 |
| Швейцария | 5,44 | 36,6 | 39,8 | | США | 4,75 | 43,1 | 43,1 | |
| Норвегия | 5,39 | 38,6 | 46,8 | 10,4 | Ирландия | 4,64 | 39,7 | 47,2 | 8,9 |
| Германия | 5,39 | 28,1 | 27,7 | 8,4 | Япония | 4,32 | 46,6 | 58,7 | 10,1 |
| Испания | 5,28 | 32,3 | 39,1 | 7,1 | Израиль | 4,21 | 46,4 | 45 | |
| Люксембург | 5,27 | 39,1 | 46,6 | 8,6 | Бразилия | 4,13 | 13 | 12,7 | |
| Дания | 5,11 | 34,8 | 38,6 | 13,6 | Греция | 4,03 | 26,7 | 32,5 | 5,9 |
| Австралия | 5,04 | 41,3 | 44,6 | | Турция | 3,91 | 15,3 | 18,9 | 3,3 |
| Новая Зеландия | 5,02 | 40,6 | 46 | | Польша | 3,31 | 24,5 | 39,2 | 4,3 |
| Бельгия | 5,01 | 35,3 | 42,5 | 9,7 | Мексика | 3,21 | 18,1 | 22,5 | |
| Португалия | 4,98 | 18,5 | 26,9 | 10,9 | Россия | 3,18 | 53,5 | 56,5 | 6,2 |

| Страна | РЭЭ | ДН ВО | 35– 44 с ВО | Уче ные | Страна | РЭ Э | ДН ВО | 35– 44 с ВО | Уче ные |
|---------|------|----------|-------------------|------------|--------|---------|----------|-------------------|------------|
| Австрия | 4,96 | 20 | 21,2 | 9,2 | | | | | |

Примечания к таблице: Цветом окрашены страны, лидирующие по данным показателям. ДНВО – доля населения, имеющее высшее образование. 35–44 с ВО – доля взрослых от 35 до 44 с высшим образованием. Ученые – доля научных работников–исследователей на каждые 1000 работников.

Экологическая политика

- экологический след;
- выбросы углекислого газа на душу населения;
- загрязнение воздуха как показатель общего загрязнения;
- сумма расходов на ведение экологического учета;
- сумма выплаченных экологических штрафов;
- доля возобновляемых источников энергии.

Большую роль во внедрении этических принципов деятельности компаний и инвестиционных компаний играет экологическая обстановка в стране и в мире в целом. Предполагается, что ухудшение экологической обстановки в стране и истощение ресурсов поднимает вопросы об этической стороне деятельности корпораций. Они начинают сильнее ощущать свою ответственность перед обществом.

В странах с развитой этической экономикой выше расходы, связанные с ведением экологического учета (таблица В.4 приложения В). Данные по расходам на ведение экологического учета и сумме выплаченных экологических штрафов в стране взяты за 2013 год в долях от ВВП из системы Bloomberg. Если рассмотреть сумму выплаченных штрафов, то можно обнаружить, что в странах с высоким РЭЭ указаны и высокие и низкие суммы выплат (таблица В.4 приложения В). То есть этот показатель не является ключевым. Загрязнение воздуха в таких странах ниже, выбросы CO² со стороны компаний выше (таблица

В.6 приложения В), что вызывает закономерную обеспокоенность населения состоянием ОС. Данные по уровню загрязнения воздуха взяты за 2013 год из отчета Мировой организации по здравоохранению (World Health Organisation)²⁷.

Экологический след отражает потребительский характер экономики, его значение достаточно большое в странах с развитой этической экономикой. Статистика взята за 2010 год с сайта Global Footprint Network²⁸. Она показывает уровень потребления страной ресурсов биосферы, то есть это «площадь биологически продуктивной территории и акватории, необходимой для производства используемых ресурсов и переработки отходов»²⁹.

На сайте ОЭСР за 2012 год также представлена статистика, касающаяся доли возобновляемых источников энергии в процентах от всей производимой первичной энергии в стране. Возобновляемую энергию получают из природных ресурсов, таких как: солнечный свет, ветер, дождь, приливы и геотермальная теплота, которые являются возобновляемыми (пополняются естественным путем)³⁰. Также включена энергия, получаемая из твердого биотоплива, биобензина, биодизельного топлива, других жидких видов биотоплива, биогаза и возобновляемых источников из бытовых отходов. По доле возобновляемых источников энергии незначительно лидируют страны с высоким рейтингом РЭЭ.

Государственная деятельность и налоговая политика

- доходы от экологических налогов (процент от ВВП);

²⁷ http://www.who.int/topics/air_pollution/en/

²⁸ http://www.footprintnetwork.org/en/index.php/GFN/page/footprint_data_and_results

²⁹ определение дано на сайте всемирного фонда дикой природы - wwf.ru/resources/footprint/about

³⁰ http://www.oecd-ilibrary.org/energy/renewable-energy/indicator/english_aac7c3f1-en

- доля налогов на бензин в общей сумме налоговых поступлений и в процентах от ВВП;
- доля государственных собственников на компаниях;
- индикаторы качества государственного управления.

Государственное вмешательство в развитие этической экономики может осуществляться посредством налоговой политики, направленной на ООС, социальной политики и политики субсидирования отдельных компаний и отраслей. Государственная политика может также отражать настроение общества, которое благосклонно воспринимает рост налогов в пользу уменьшения загрязнения. В некоторых странах активная налоговая и экологическая политика вызывают преобразования в политике загрязняющих компаний, что способствует развитию этической экономики.

Рассмотрим данные, представленные в таблице 3.4 и в таблице В.5 приложения В. Данные по налогам взяты с сайта ОЭСР³¹ за 2012 год. В таблице 3.4 представлены различные инструменты налоговой политики, направленной на ООС. Энергетические налоги включают в себя налоги на нефть и на транспортное топливо, на ископаемые виды топлива и на стационарно потребляемую электроэнергию. Транспортные налоги включают в себя все транспортные налоги (налог с импорта и продаж транспорта, налог на регистрацию, налог на дороги). Другие налоги включают в себя, в том числе, налоги на отходы. Данные представлены в долях от суммы всех налоговых поступлений. В таблице В.5 данные рассчитаны в долях от ВВП.

³¹ http://www.oecd-ilibrary.org/environment/data/oecd-environment-statistics_env-data-en

Таблица 3. 4. Государственная политика в области ООС (доля экологических налогов в сумме налоговых поступлений)

| Страна | РЭЭ | Энергетические налоги | Транспортные налоги | Другие налоги | Сумма налогов ООС |
|----------------|------|-----------------------|---------------------|---------------|-------------------|
| Нидерланды | 5,84 | 4,95 | 2,89 | 1,31 | 9,15 |
| Финляндия | 5,71 | 4,75 | 2,08 | 0,13 | 6,95 |
| Франция | 5,57 | 3,26 | 0,70 | 0,34 | 4,29 |
| Швеция | 5,51 | 4,61 | 0,99 | 0,07 | 5,67 |
| Великобритания | 5,5 | 5,12 | 1,59 | 0,26 | 6,97 |
| Швейцария | 5,44 | 3,36 | 3,28 | 0,11 | 6,76 |
| Германия | 5,39 | 4,86 | 0,94 | 0,03 | 5,82 |
| Норвегия | 5,39 | 2,56 | 2,52 | 0,17 | 5,25 |
| Испания | 5,28 | 3,88 | 0,79 | 0,28 | 4,94 |
| Люксембург | 5,27 | 5,82 | 0,37 | 0,01 | 6,20 |
| Дания | 5,11 | 4,58 | 3,12 | 0,53 | 8,23 |
| Новая Зеландия | 5,02 | 2,33 | 1,77 | 0,04 | 4,14 |
| Бельгия | 5,01 | 3,04 | 1,64 | 0,31 | 4,99 |
| Португалия | 4,98 | 5,19 | 1,54 | 0,04 | 6,77 |
| Австрия | 4,96 | 3,78 | 2,11 | 0,05 | 5,94 |
| Канада | 4,91 | 2,69 | 0,82 | 0,17 | 3,69 |
| Чехия | 4,84 | 6,54 | 1,31 | 0,15 | 8,00 |
| Венгрия | 4,83 | 5,42 | 1,22 | 0,79 | 7,44 |
| Италия | 4,8 | 5,25 | 1,46 | 0,08 | 6,79 |
| США | 4,75 | 1,94 | 1,11 | 0,10 | 3,15 |
| Ирландия | 4,64 | 5,15 | 3,18 | 0,14 | 8,46 |
| Израиль | 4,21 | 5,97 | 3,93 | 0,17 | 10,07 |
| Турция | 3,91 | 11,72 | 5,05 | 0,00 | 16,77 |
| Китай | 3,33 | 3,54 | 2,61 | 1,30 | 7,44 |
| Польша | 3,31 | 5,80 | 0,25 | 0,28 | 6,33 |
| Чили | 3,3 | 4,81 | 1,16 | 2,89 | 8,86 |
| Мексика | 3,21 | -6,95 | 0,21 | 0,00 | -6,73 |

Примечания к таблице: цветом окрашены страны, лидирующие по данным показателям.

Предполагается, что активная государственная политика (налоговая политика, участие в совете акционеров) способствует становлению и развитию этической экономики. Государство успешно действует как агент, задающий общие правила игры, оно может, как стимули-

ровать (субсидии и трансферты), так и дестимулировать (налоги, штрафы) деятельность соответствующих контрагентов (инвестиционные компании и компании). Как можно увидеть из таблицы 3.4 и таблицы В.5 в большинстве стран с высоким рейтингом РЭЭ выше доля транспортных налогов и других налогов (на отходы).

В таблице В.7 приложения В указана средняя доля, которую имеют государственные собственники на компаниях (статистика Bloomberg), можно увидеть, что в среднем в странах с высоким рейтингом РЭЭ государство часто выступает в роли стратегического акционера компаний. Для более детального анализа во второй главе был проведен эмпирический анализ данных французских компаний и ОИФ. В данной стране в становлении этической экономики большую роль сыграла государственная политика. Среди основных акционеров ответственных компаний преобладали не частные социально и экологически–ответственные фонды, как можно было предположить, а государственные инвестиционные фонды (Фонд стратегических инвестиций во Франции – FIS). Правительство заинтересовано в интегрировании этических принципов в деятельность компаний и инвесторов, так как оно смотрит на ситуацию в стране в целом: ООС и социальная политика являются одним из приоритетов. Есть страны, в которых именно государственное вмешательство способствовало становлению этической экономики.

Теперь рассмотрим индикаторы качества государственного управления. Использовалась статистика с сайта www.govindicators.org. Итоговые данные представлены в таблице В.13 приложения В:

- *борьба с коррупцией* отражает степень, с которой государственная власть используется в корыстных целях, учитываются как мелкие, так и крупные формы коррупции, а использование власти в интересах элиты и частных лиц;

- *политическая стабильность и отсутствие насилия и терроризма* показывает вероятность политической нестабильности и/или применения политически мотивированного насилия;
- *эффективность правительства* отражает качество государственных услуг, качество гражданской службы и степень ее независимости от политического давления, качество разработки и реализации политики, а также доверие населения к реализации данной политики правительством;
- *свобода слова и ассоциации* показывает уровень свободы, с которой граждане страны участвуют в выборе своего кандидата в правительство, а также свобода выражения мнений, свобода ассоциации и свобода СМИ;
- *качество регулирования* показывает способность правительства формулировать и реализовывать рациональную политику и предлагать правила, содействующие развитию частного сектора;
- *индекс восприятия коррупции*³² отражает восприятие коррумпированности государственного сектора по шкале от 0 (очень высокий уровень коррупции) до 100 (очень низкий). Оценка указывает положение данной страны в индексе. В 2013 году он содержал в себе оценку для 175 стран и территорий.

Согласно полученным данным в странах с большим РЭЭ также присутствует высокий уровень борьбы с коррупцией, политическая стабильность, достаточно эффективное правительство, высокое качество регулирования, и люди достаточно свободно участвуют в голосовании и выражают свое мнение.

³² <http://www.transparency.org/cpi2014/results>

Параметры ответственных компаний

В данном разделе представлены ответственные компании. Все данные из информационной системы Bloomberg за 2013 год:

- 2) доля компаний, имеющих индекс ESG и торгующихся на фондовом рынке. Среднее значение индекса ESG по стране;
- 3) количество компаний, проводящих одну из следующих политик (процент от общего количества компаний):
 - политику развития бизнес – этики;
 - политику, учитывающую изменение климата;
 - политику сокращения вредных отходов;
 - политику эффективного использования энергии;
- 4) различные параметры ответственных компаний (все показатели даны в относительных величинах по отношению к общему показателю для всех компаний страны):
 - суммарная рыночная капитализация;
 - суммарное количество работников;
 - сумма доходов за 2013 год;
 - доля институциональных собственников.
- 5) процент компаний имеющих международно-признанные сертификаты,
- 6) средняя доля крупных собственников, государственных акционеров и акционеров–нерезидентов на компаниях.

Данные представлены в таблицах В.8 и В.9 приложения В. В последние годы неоднократно предпринимались попытки ранжирования компаний по нефинансовым показателям. Одним из полученных результатов является индекс ESG, оценивающий экологическую и социальную ответственность компании и принципы управления. Ответственная компания может сокращать загрязнение воздуха, повышать

энергетическую эффективность, снижать выбросы CO² и внедрять этические принципы ведения бизнеса.

Будет проверено следующее предположение: рост числа компаний, имеющих сертификат ESG, способствует развитию этической экономики. В таблице В.9 приложения В показано, что практически во всех странах с высоким рейтингом РЭЭ компании уделяют большое внимание нефинансовой деятельности (как правило, она скорее убыточна, чем прибыльна). Рассмотрим финансовые параметры ответственных компаний по отношению к средним значениям по всем компаниям (таблица В.8 приложения В). Отношение рыночной капитализации ответственных компаний к суммарной рыночной капитализации выше для стран с высоким рейтингом РЭЭ. Ответственные компании также нанимают больше работников, и они получили больше доходов за 2013 год, чем ответственные компании в странах с развивающейся этической экономикой. Также высока доля институциональных собственников и общий уровень ответственности компаний.

Международные связи

- количество «страновых» инвестиционных фондов, их портфель состоит исключительно из акций компаний, расположенных в той или иной стране (англ. «country fund»), величина активов;
- доля акционеров–нерезидентов в компаниях;
- доля компаний с международными сертификатами качества;
- количество организаций – подписчиков Global Compact.

В условиях международной интеграции и глобализации фондовых рынков иностранные инвесторы могут почти свободно приобретать международные ценные бумаги. На местных рынках применяются международно-признанные стандарты. Одним из ключевых показателей данного подраздела является удельный вес фондов, оперирующих исключительно в конкретной стране, например, в Китае или в

Японии (таблица 3.5). Рассмотрим следующее предположение: импорт инвестиций способствуют распространению этических принципов деятельности компаний и инвестиционных компаний. Однако данные это не подтвердили. Если рассмотреть компании на международном уровне, в частности такие показатели, как средняя доля иностранных акционеров и наличие международных сертификатов (таблица В.7 приложения В), то в странах с высоким РЭЭ их больше.

Таблица 3. 5. «Страновые» фонды

| Страна | РЭЭ | СИФ, % | Страна | РЭЭ | СИФ, % |
|----------------|------|-----------|-----------|------|-----------|
| Нидерланды | 5,84 | 0,9259259 | Япония | 4,32 | 2,9229 |
| Финляндия | 5,71 | 0,486618 | Израиль | 4,21 | 0,084674 |
| Франция | 5,57 | 6,666667 | Бразилия | 4,13 | 0,96 |
| Швеция | 5,51 | 4,009434 | Греция | 4,03 | 2,6315789 |
| Великобритания | 5,50 | 11,41079 | Турция | 3,91 | 3,488372 |
| Швейцария | 5,44 | 0,891862 | Индонезия | 3,70 | 2,301255 |
| Германия | 5,39 | 3,595506 | Таиланд | 3,60 | 0,2785515 |
| Испания | 5,28 | 0,052632 | Гонконг | 3,40 | 3,649635 |
| Люксембург | 5,27 | 1,70576 | Китай | 3,33 | 2,546689 |
| Австралия | 5,04 | 1,52381 | Польша | 3,31 | 1,16959 |
| Бельгия | 5,01 | 0,43384 | Мексика | 3,21 | 0,396825 |
| Португалия | 4,98 | 0,490197 | Индия | 3,18 | 3,080986 |
| Канада | 4,91 | 0,55402 | Россия | 3,18 | 8,788599 |
| Чехия | 4,84 | 14,2857 | Перу | 3,14 | 4,225352 |
| Италия | 4,80 | 2,2293 | Филиппины | 3,00 | 4,44444 |
| США | 4,75 | 10,7715 | Колумбия | 3,00 | 0,88106 |
| Сингапур | 4,75 | 1,25523 | Тайвань | 2,88 | 0,436682 |
| Ирландия | 4,64 | 0,62571 | | | |

Примечания к таблице: цветом окрашены страны, лидирующие по данным показателям. СИФ, % – доля фондов, оперирующих в конкретной стране, в процентном отношении к количеству ИФ.

Также в данном подразделе анализируется количество подписчиков Global Compact (таблица В.8 приложения В). Данные представ-

лены на сайте организации Global Compact³³. Речь идет о соглашении ООН из 10 условий, которые отражают стратегические инициативы компаний в области прав человека, трудовых отношений, ООС и борьбы с коррупцией. «Бизнес, как основной агент глобализации, может способствовать тому, что развитие рынков, торговли, технологий и финансов будет приносить пользу экономике и обществу во всем мире»³⁴. Данное соглашение подписали более чем 12 тыс. компаний и других заинтересованных сторон более чем 145 стран, это крупнейшая добровольная инициатива. Распределение участников однородно по странам с развитой и развивающейся этической экономикой.

Ответственные институциональные инвесторы

В данном разделе рассматриваются данные, полученные из системы Bloomberg и сайта ОЭСР³⁵:

- количество СОИФ и ЭОИФ, доля в процентах от общего числа инвестиционных фондов;
- сумма активов ОИФ, доля в сумме активов всех ИФ;
- рыночная капитализация в процентах от суммарной рыночной капитализации всех фондов;
- степень концентрации инвестиций в ключевые компании по отношению к общему показателю;
- общее количество ИФ в стране, величина активов;
- количество пенсионных фондов, сумма активов;
- количество организаций – подписчиков Соглашения PRI (принципы ответственных инвестиций);
- индекс независимости совета директоров;
- индекс защиты прав инвесторов.

³³ <https://www.unglobalcompact.org/participants/search>

³⁴ <https://www.unglobalcompact.org/AboutTheGC/index.html>

³⁵ http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/data/oecd-institutional-investors-statistics_instinv-data-en

- распределение активов между различными фондами.

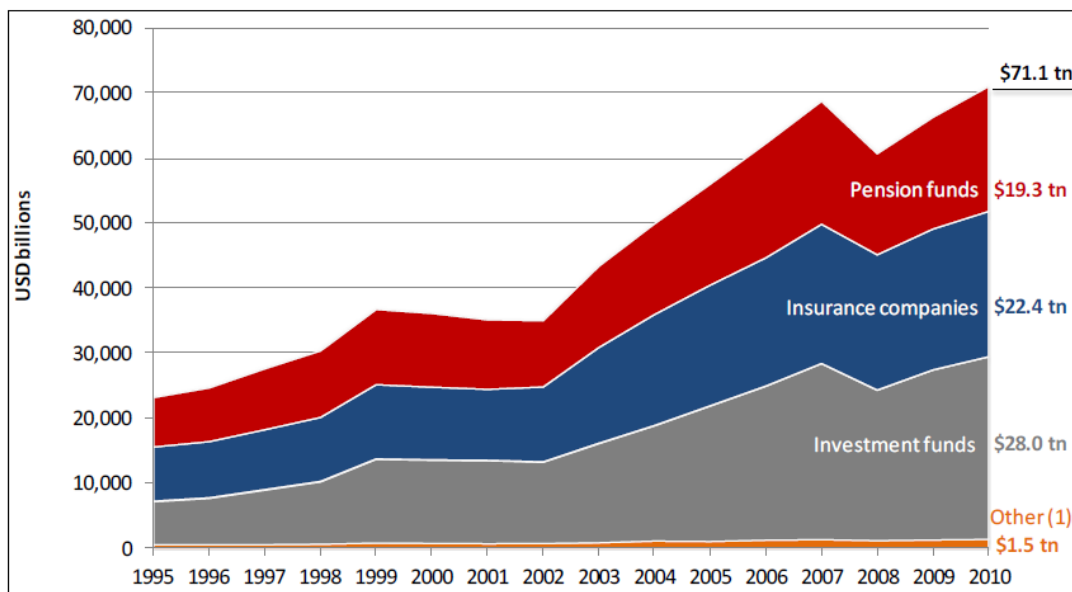


Рис. 3. 1. Объем активов под управлением и их распределение между инвестиционными фондами, страховыми компаниями и пенсионными фондами

Наконец в данном разделе рассмотрим данные, представленные в таблицах В.11 и В.10 приложения В. На рис. 3.1 можно увидеть динамику распределения активов по типу институционального инвестора (инвестиционный фонд, страховая компания, пенсионный фонд). Статистика взята с сайта ОЭСР³⁶. Инвестиционные фонды лидируют по объему активов (28 трлн. \$), в то время как у страховых компаний 22,4 трлн. \$ и у пенсионных фондов до 19,3 трлн. \$.

Из таблиц мы можем увидеть, что в странах с высоким рейтингом РЭЭ в среднем не самое большое количество инвестиционных фондов (ИФ) и активов под управлением. Данные фонды не стремятся повышать концентрацию инвестиций в 10 первых позиций портфеля (низкие «целевые» инвестиции). Если говорить об обеспеченности ОИФ активами и рыночной капитализации ответственных фондов, то

³⁶ <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/globalpensionstatistics.htm>

они демонстрируют позитивную динамику в странах с развитой этической экономикой. Пенсионные фонды также имеют больше активов в странах с высоким рейтингом РЭЭ.

Если рассмотреть количество участников, подписавших Соглашение PRI (таблица В.10 приложения В), то можно обнаружить, что в странах с развитой этической экономикой больше участников, как среди инвестиционных фондов, так и среди профессиональных участников биржи и управляющих компаний. Данные взяты с сайта объединения PRI Initiative³⁷. Данное соглашение о поддержке принципов ответственного инвестирования (PRI) подписали инвесторы, совместно реализующие этические принципы. Они заинтересованы внести вклад в развитие более устойчивой мировой финансовой системы. Участие является добровольным. Принципы адаптированы для каждой организации, функционирующей в области доверительного управления инвестициями, в соответствии с ее возможностями и ресурсами³⁸.

Распределение активов между ОИФ согласно стратегии инвестирования представлено в таблице В.12 приложения В. Данные взяты из отчета Eurosif³⁹. В странах со сравнительно высоким рейтингом РЭЭ выше доля активов у инвестиционных фондов, которые используют стратегии: (1) сохранения устойчивого развития компаний, (2) активного участия в переговорах с менеджментом компаний и голосования в соответствии с принципами PRI.

Данные по индексу независимости совета директоров и защите прав акционеров взяты из статьи 2013 года Десендера и Эпюра [35]. Индекс защиты прав инвесторов отражает средневзвешенное значение от степени раскрытия информации, ответственности директоров и

³⁷ <http://www.unpri.org/signatories/signatories/>

³⁸ <http://www.unpri.org/about-pri/about-pri/>

³⁹ <http://www.eurosif.org/our-work/research/sri/european-sri-study-2014/>

легкости, с которой акционеры реализуют свои возможности. Индекс независимости рассчитывается как процент независимых участников совета директоров. Данные показали, что в странах с относительно высоким рейтингом РЭЭ выше независимость совета директоров, однако второй индекс имеет более однородное распределение, с учетом того, что в таблице представлена в основном статистика для стран с высоким рейтингом от 3,18 до 5,84.

Интерес интернет–аудитории к концепции СОИ

Для оценки интереса населения к концепции СОИ в настоящей работе был сформирован индекс ИСОИ. Он выражается в количестве упоминаний «СОИ» на сайтах, созданных в стране, по отношению к величине национальной интернет-аудитории. Данные представлены в таблице 3.6. ИСОИ позволяет косвенно оценить интерес населения к проблеме ответственных инвестиций и применяется для построений регрессионных моделей. Как мы можем видеть из таблицы 3.6: в большинстве стран с развитой этической экономикой присутствует высокий интерес населения, в том числе и в России.

Таблица 3. 6. Индекс интереса интернет–аудитории к концепции ответственного инвестирования (ИСОИ)

| Страна | РЭЭ | ИСОИ | Страна | РЭЭ | ИСОИ |
|----------------|------|-----------|-----------|------|-----------|
| Нидерланды | 5,84 | 0,0131752 | Ирландия | 4,64 | 0,0592429 |
| Финляндия | 5,71 | 0,1112905 | Япония | 4,32 | 0,0200627 |
| Франция | 5,57 | 0,00938 | Израиль | 4,21 | 0,0319629 |
| Швеция | 5,51 | 0,5398735 | Бразилия | 4,13 | 0,0120776 |
| Великобритания | 5,50 | 0,0271594 | Греция | 4,03 | 0,0495855 |
| Швейцария | 5,44 | 0,0941868 | Малайзия | 4,02 | 0,0182288 |
| Норвегия | 5,39 | 0,0440528 | Турция | 3,91 | 0,0190326 |
| Германия | 5,39 | 0,00835 | Индонезия | 3,70 | 0,00568 |
| Испания | 5,28 | 0,0614096 | Таиланд | 3,60 | 0,016705 |
| Люксембург | 5,27 | 0,9757702 | Гонконг | 3,40 | 0,173587 |
| Дания | 5,11 | 0,113861 | Китай | 3,33 | 0,00363 |

| Страна | РЭЭ | ИСОИ | Страна | РЭЭ | ИСОИ |
|----------------|------|-----------|-------------------|------|-----------|
| Австралия | 5,04 | 0,029675 | Польша | 3,31 | 0,0420506 |
| Новая Зеландия | 5,02 | 0,076149 | Чили | 3,30 | 0,00933 |
| Бельгия | 5,01 | 0,0889076 | Мексика | 3,21 | 0,0193328 |
| Португалия | 4,98 | 0,0375355 | Индия | 3,18 | 0,00308 |
| Австрия | 4,96 | 0,0570743 | Россия | 3,18 | 0,0366146 |
| Канада | 4,91 | 0,0752669 | Саудовская Аравия | 3,16 | 0,0305682 |
| Чехия | 4,84 | 0,0429714 | Перу | 3,14 | 0,00874 |
| Венгрия | 4,83 | 0,0186888 | Филиппины | 3,00 | 0,0256097 |
| Италия | 4,80 | 0,0973783 | Колумбия | 3,00 | 0,00324 |
| США | 4,75 | 0,1215122 | Тайвань | 2,88 | 0,0314333 |
| Сингапур | 4,75 | 0,0878801 | | | |

Примечания к таблице: цветом окрашены страны, лидирующие по данным показателям.

3.3 Оценка чувствительности рейтинга стран по уровню развития этической экономики к рассмотренным факторам

Для рейтинга стран по уровню развития этической экономики построим различные регрессионные модели (таблицы 3.7 и 3.8). В моделях рассматриваются разные группы стран в зависимости от полноты исходных данных. Регрессия IX в таблице 3.8 построена только по европейским странам для проверки гипотезы, что в Европе присутствуют свои зависимости, что связано с давностью реализации концепции СОИ. Некоторые факторы встречались в нескольких моделях, при этом знак зависимости не меняется, что позволяет утверждать, что такая зависимость является достаточно устойчивой в разных регионах мира. Значимость коэффициентов представлена в виде звездочек, три звездочки означают, что коэффициент значим на уровне 0,01. Мы можем перечислить положительные зависимости для уровня развития этической экономики:

- экологический след (логарифм);
- энергетические налоги в долях от ВВП;
- доля работников ответственных компаний;
- средний уровень ответственности компаний, рассчитанный по ESG;
- доля ВВП на научно–исследовательские и опытно–конструкторские разработки;
- общее количество участников Соглашения PRI;
- количество владельцев активов – участников Соглашения PRI;
- количество организаций – участников международного объединения Global Compact;

- общая сумма экологических налогов в долях от ВВП;
- борьба с коррупцией (индексы);
- эффективность правительства (индекс).

Таблица 3. 7. Регрессионные модели для уровня развития ЭЭ (1–6)

| Y = РЭЭ | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
|---|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|
| R^2_{adj} | 0,6496 | 0,121 | 0,089 | 0,477 | 0,63 | 0,20 |
| F | 39,001 | 2,377 | 5,0911 | 20,1489 | 14,83 | 9,663 |
| N | 42 | 31 | 43 | 43 | 25 | 36 |
| Константа | 7,662 (***) | 4,117 (***) | 5,432 (***) | -3,106 (*) | 4,288 (***) | 4,266 (***) |
| ЗВ (логарифм) | -1,056 (***) | | | | -0,017 (***) | |
| ЭС (логарифм) | 0,334 (*) | | | | | |
| Энергетические налоги в долях от ВВП | | 0,383 (*) | | | | |
| Транспортные налоги в долях от ВВП | | 0,224 | | | | |
| Другие налоги ООС в долях от ВВП | | -0,88 | | | | |
| Доля секторов со средним воздействием на ОС | | | -0,034 (**) | | | |
| Доля работников ESG | | | | 1,441 (***) | | |
| ESG _{ср} | | | | 0,057 (***) | 0,032 (***) | |
| Количество участников PRI | | | | | | 0,008 (***) |
| Эффективность правительства | | | | | 0,225 (*) | |

Примечания к таблице: (***) – коэффициент значим на уровне 0,01. (**) – на уровне 0,05. (*) – на уровне 0,1.

Негативное влияние имеют уровень загрязнения воздуха, количество компаний со средним воздействием на состояние ОС и величина населения страны.

Таблица 3. 8. Регрессионные модели для уровня развития ЭЭ (7–12)

| $Y = PЭЭ$ | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
|--------------------------------|--------------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| R^2_{adj} | 0,709 | 0,805 | 0,789 | 0,785 | 0,30 | 0,29 |
| F | 10,75 | 34,94 | 46,77 | 30,98 | 6,118 | 15,24 |
| N | 13 EC | 42 | 25 | 42 | 36 | 36 |
| Константа | 3,883 (***) | 2,795 (***) | 1,635 (***) | 2,707 (***) | 4,200 (***) | 4,208 (***) |
| Население | - 0,012 (**) | | | | | |
| Участники Global Compact | 0,001 (**) | | | | | |
| Налоги ООС в долях от налогов | 0,235 (***) | | | | | |
| ЗВ | | -0,012 (***) | | -0,012 (***) | | |
| Доля работников ESG | | 0,013 (***) | | 0,014 (***) | | |
| ESG _{ср} | | 0,032 (***) | 0,047 (***) | 0,032 (***) | | |
| НИОКР | | 14,414 (*) | | 17,273 (**) | | |
| Борьба с коррупцией | | 0,215 (***) | | | | |
| Индекс восприятия коррупции | | | 0,029 (***) | | | |
| Эффективность правительства | | | | 0,199 (*) | | |
| Владельцы активов PRI | | | | | 0,043 (**) | 0,043 (***) |
| Управляющие компании PRI | | | | | 0,013 | |
| Профессиональные участники PRI | | | | | 00,063 | |

Примечания к таблице: (***) – коэффициент значим на уровне 0,01. (**) – на уровне 0,05. (*) – на уровне 0,1.

Некоторые другие предполагаемые факторы, такие как: доля ответственных компаний, доля активов ответственных фондов, кредитный рейтинг страны, интерес интернет-пользователей к концепции СОО, рейтинг корпоративной ответственности и другие, в значимые уравнения регрессии не вошли.

Теперь проанализируем взаимосвязности для одного из агентов этической экономики – ответственной компании. В качестве зависимой переменной рассматриваются средний уровень ответственности эмитентов (регрессии I–III в таблице 3.9) и доля рыночной капитализации ответственных эмитентов в суммарной рыночной капитализации (регрессия IV в таблице 3.9). Все регрессионные модели значимы по статистике Фишера. На развитие ответственной политики эмитентов положительное влияние оказывают:

- рейтинг РЭЭ, то есть увеличение индекса экологической эффективности, индекса развития человеческого потенциала и общего уровня институциональной ответственности в стране;
- доля активов ответственных инвестиционных фондов, что подтверждает гипотезу о влиянии ответственных инвесторов на компании;
- качество государственного регулирования.

Отрицательное влияние имеет доля активов пенсионных фондов в ВВП. Это может объясняться тем, что пенсионные фонды предпочитают не повышать ответственность существующих эмитентов ценных бумаг, например, посредством участия в переговорах с менеджментом или голосования за социально-значимые альтернативы, а вкладывать средства в уже существующие устойчивые компании с достаточно хорошо развитой политикой.

Таблица 3. 9. Регрессионные модели для уровня ответственности компаний ESG и доли рыночной капитализации (ПК) ответственных компаний

| | I | II | III | IV |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|---------------------------------|---------------------------|
| Y | ESG _{ср} | ESG _{ср} | ESG _{ср} (логарифм) | Доля ПК ESG (логарифм) |
| R ² _{adj} | 0,537 | 0,18 | 0,639 | 0,457 |
| F | 7,971 | 3,625 | 11,608 | 11,088 |
| N | 13 | 13 | 13 | 13 |
| Константа | -13 | 8,154 (*) | 1,401 (***) | 10,984 |
| РЭЭ | 8,615 (***) | | 0,394 (***) | |
| Доля активов пенсионных фондов в ВВП | -0,06 (*) | | -0,002 (*) | |
| Доля СЧА ОИФ | | 1,617 (*) | | |
| Качество регулирования | | | | 46,729 (***) |

Примечания к таблице: (***) – коэффициент значим на уровне 0,01. (**) – на уровне 0,05. (*) – на уровне 0,1.

Теперь рассмотрим регрессионные модели для количества участников Соглашения PRI, которое отражает интерес различных финансовых агентов к развитию этической экономики (таблица 3.10). Отрицательная взаимосвязь присутствует с долей активов ответственных инвестиционных фондов, которые используют стратегию исключения (негативный скрининг) ценных бумаг эмитентов, которые перестали удовлетворять социальным и экологическим критериям.

Многие факторы оказывают положительное воздействие на количество участников данного Соглашения об использовании принципов ответственного инвестирования. Среди них можно назвать:

- доля рыночной капитализации ответственных эмитентов;
- величина страны, которая измеряется через население;
- качество государственного регулирования;
- доля ответственных компаний в стране;

- количество организаций – участников международного соглашения Global Compact;
- рейтинг РЭЭ, то есть увеличение индекса экологической эффективности и общего уровня корпоративной ответственности в стране;
- развитие человеческого потенциала, рассчитанное с помощью индекса РЧП;
- доля независимых участников совета директоров;
- доля ВВП на научно–исследовательские и опытно–конструкторские разработки.

Таблица 3. 10. Регрессионные модели для количества участников Соглашения PRI

| | I | II | III | IV | V | VI |
|--------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Y | Владельцы активов PRI | Владельцы активов PRI | Все участники PRI | Все участники PRI | Все участники PRI | Все участники PRI |
| R^2_{adj} | 0,6080 | 0,6305 | 0,4761 | 0,5464 | 0,2954 | 0,7701 |
| F | 7,204 | 7,825 | 6,452 | 8,228 | 4,353 | 21,094 |
| N | 13 | 13 | 13 | 13 | 25 | 13 |
| Константа | -44,51 (***) | -69,78 (***) | -169,5 (**) | -39,64 (**) | -57,43 | -287,8 |
| Доля РК ESG | | | 2,337 (***) | | | |
| Население | 0,347 (***) | 0,355 (***) | | 0,316 (**) | | |
| Качество регулирования | 26,344 (***) | 23,828 (***) | | 28,764 (***) | | |
| Доля ESG | 0,396 | | | | | |
| Участники Global Compact | | | 0,108 (***) | | 0,058 (**) | |
| РЭЭ | | 6,898 | | | | |
| НИОКР | | | | | 1896,8 | |
| Независим | | | | | 1,056 | |

| | | | | | | |
|--|--|--|--|--|------|-----------------|
| ошь совета директоров | | | | | (**) | |
| ИРЧП | | | | | | 548,17 (*) |
| Доля активов ИФ (стратегия исключения) | | | | | | -177,1 (***) |

Примечания к таблице: (***) – коэффициент значим на уровне 0,01. (**) – на уровне 0,05. (*) – на уровне 0,1.

Для проверки качества одной из моделей были отобраны 21 фактор и 28 стран, для которых была собрана надежная и наиболее полная статистика. В таблице 3.11 перечислены факторы, которые рассматриваются в регрессионном анализе.

Таблица 3. 11. Страны и факторы, рассматриваемые в регрессионной модели для РЭЭ

| Страны | Факторы |
|---|--|
| Австрия, Австралия, Канада, Нидерланды, Греция, Великобритания, Финляндия, Гонконг, Тайвань, Франция, Турция, Индия, Венгрия, Швеция, Китай, Ирландия, Израиль, Италия, Япония, Малайзия, США, Испания, Норвегия, Сингапур, Бразилия, | Рейтинг РЭЭ |
| | Доля ответственных фондов |
| | Средний уровень ответственности компаний |
| | Издержки ведения экологического учета |
| | Доля ВВП на научно–исследовательские и опытно–конструкторские разработки |
| | Загрязнение воздуха |
| | Доля работников ответственных компаний |
| | Доля рыночной капитализации ответственных компаний |
| | Интерес к концепции СОИ |
| | Доля институциональных собственников ответственных компаний |
| | Доля финансового сектора |
| | Доля технологического сектора |
| | Экологический след |
| | Доля возобновляемых источников энергии |
| Доля промышленности в ВВП | |
| Доля сельского хозяйства в ВВП | |

| Страны | Факторы |
|--------------------------------------|---|
| Швейцария, Германия, Индонезия | Доля сектора добычи полезных ископаемых |
| | Доля сектора здравоохранения |
| | Доля индустриального сектора |
| | Доля нефтегазового сектора |
| | Доля потребительского сектора |

В качестве зависимой переменной выбран рейтинг стран по уровню развития этической экономики. Первая модель представлена в таблице 3.12. Мы видим, что существует отрицательная значимая связь с уровнем загрязнения воздуха, то есть в странах с высоким рейтингом РЭЭ ниже загрязнение. Также присутствует отрицательная зависимость от ИВЭУ, данный индекс отражает общую сумму издержек ведения экологического учета. При этом РЭЭ выше для стран, где большая доля валового внутреннего продукта идет на научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки.

Таблица 3. 12. Регрессионная модель для РЭЭ

| Фактор | Коэфф. | Ст.ошибка | t-статист. | P-значен. | |
|-------------------|--------|-----------|--------------------------------|-----------|----------|
| Const | 4,31 | 0,33 | 13,06 | 4,02e-012 | *** |
| ЗВ | -0,018 | 0,0025 | -7,194 | 2,52e-07 | *** |
| ESG _{ср} | 0,0312 | 0,0093 | 3,356 | 0,0027 | *** |
| ИВЭУ | -0,211 | 0,078 | -2,690 | 0,0131 | ** |
| НИОКР | 20,0 | 7,24 | 2,766 | 0,0110 | ** |
| Ср. зав. Перемен | | 4,622143 | Ст. откл. | | 0,833033 |
| Сумма кв.остатков | | 2,546206 | Ст. ошибка модели | | 0,332723 |
| R ² | | 0,864104 | R ² _{корр} | | 0,840470 |
| F(4, 23) | | 36,56186 | P-значение (F) | | 1,18e-09 |
| Лог.правдоподобие | | -6,163877 | Крит. Акаике | | 22,32775 |
| Крит. Шварца | | 28,98878 | Крит. Хеннана-Куинна | | 24,36409 |

Примечания к таблице: ЗВ – уровень загрязнения воздуха; ESG_{ср} – средний уровень ответственности эмитентов в стране, измеренный индексом ESG; ИВЭУ – суммарные издержки ведения экологического учета; НИОКР – доля ВВП, идущая на научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки.

Данные страны также характеризуются более высоким уровнем ответственности компаний, которая оценивается с помощью рейтинга

ESG. Данный рейтинг оценивает деятельность эмитентов с точки зрения экологических, социальных и управленческих критериев.

Рассмотрим следующие гипотезы для проверки качества рассмотренной регрессионной модели:

1) H_0 : *Гетероскедастичность отсутствует*. Для проверки гипотезы рассмотрены тесты Уайта и Бреуша–Пагана. Нулевая гипотеза не отвергается (таблица 3.13);

2) H_0 : *Мультиколлинеарность отсутствует*. Гипотеза проверяется с помощью метода инфляционных факторов. Нулевая гипотеза не отвергается (таблица 3.13);

3) H_0 : *ошибки распределены по нормальному закону*. Р–значение = 0,164. Нулевая гипотеза не отвергается;

Таблица 3. 13. Результаты проверки качества модели

| Тест на гетероскедастичность | | |
|-------------------------------------|----------------------------|-------------------|
| Тест | Тестовая статистика | Р–значение |
| Уайта | 12,2864 | 0,583313 |
| Бреуша–Пагана | 3,91443 | 0,41771 |
| Тест на мультиколлинеарность | | |
| Фактор | VIF | |
| ЗВ | 1,353 | |
| ESG _{ср} | 1,252 | |
| ИБЭУ | 1,239 | |
| НИОКР | 1,282 | |
| Тест на нелинейность | | |
| Тест | Тест. статистика | Р–значение |
| Тест на нелинейность (квадраты) | 4,356 | 0,36 |
| Тест на нелинейность (логарифмы) | 1,577 | 0,81 |
| Тест Рамсея на квадраты и кубы | 1,907 | 0,18 |

Примечания к таблице: ЗВ – уровень загрязнения воздуха; ESG_{ср} – средний уровень ответственности эмитентов в стране, измеренный индексом ESG; ИБЭУ – суммарные издержки ведения экологического учета; НИОКР – доля ВВП, идущая на научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки.

4) H_0 : *Зависимость линейна*. Для проверки гипотезы были проведены три теста: тест на квадратичную зависимость, тест на логарифмическую зависимость, тест на мультилинейность.

рифмическую зависимость и тест Рамсея. Нулевая гипотеза не отвергается (таблица 3.13), но Р–значение для теста Рамсея невелико. Поэтому есть смысл проверить, какие возможности дает добавление к модели новых факторов. Если провести тесты на пропущенные переменные, то наилучший результат дает добавление факторов: доля работников ответственных компаний и доля ответственных инвестиционных фондов.

Построим вторую регрессионную модель для зависимой переменной РЭЭ (таблица 3.14). Переменная доли работников ответственных компаний находится на грани значимости на уровне 0,1, но информационные критерии Акаике и Шварца дают более высокий результат, чем для предыдущей регрессии.

Таблица 3. 14. Вторая регрессионная модель для РЭЭ

| Фактор | Коэффициент | Ст.ошибка | t–стат. | Р–знач. | |
|--------------------|-------------|--------------------------------|---------|----------|-----|
| Const | 3,43 | 0,59 | 5,857 | 8,18e-06 | *** |
| ЗВ | -0,0145 | 0,0029 | -4,988 | 6,17e-05 | *** |
| ESGср | 0,0311 | 0,0086 | 3,597 | 0,0017 | *** |
| ИВЭУ | -0,2392 | 0,074 | -3,224 | 0,0041 | *** |
| НИОКР | 21,6 | 6,8 | 3,169 | 0,0046 | *** |
| ЗР/О-КР | 0,00824 | 0,0048 | 1,717 | 0,102 | |
| Доля_ОИФ | 0,022 | 0,011 | 1,948 | 0,0649 | * |
| Ср. зав. Перемен | 4,622143 | Ст. откл. | | 0,833033 | |
| Сумма кв.остатков | 1,998707 | Ст. ошибка модели | | 0,308507 | |
| R ² | 0,893325 | R ² _{корр} | | 0,862847 | |
| F(6, 21) | 29,31004 | Р-значение (F) | | 3,65e-09 | |
| Лог. Правдоподобие | -2,774422 | Крит. Акаике | | 19,54884 | |
| Крит. Шварца | 28,87428 | Крит. Хеннана-Куинна | | 22,39972 | |

Примечания к таблице: ЗВ – уровень загрязнения воздуха; ESGср – средний уровень ответственности эмитентов в стране; ИВЭУ – суммарные издержки ведения экологического учета; НИОКР – доля ВВП на научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки; ЗР/О-КР – отношение количества работников ответственных эмитентов к общему показателю; Доля_ОИФ – количественная доля ответственных инвестиционных фондов среди всех фондов.

В данной регрессии добавляется положительная связь между уровнем развития этической экономики и долей работников ответст-

венных эмитентов ценных бумаг. Связь также присутствует с долей ответственных фондов, что является еще одним подтверждением значимости ответственных инвестиций для этической экономики.

Снова будут проведены тесты для проверки качества модели:

1) H_0 : *Мультиколлинеарность отсутствует*. Для проверки гипотезы используется метод инфляционных факторов. Нулевая гипотеза не отвергается (таблица 3.15);

2) H_0 : *Зависимость линейна*. Проверяется квадратичная зависимость и тест Рамсея. Гипотеза не отвергается (таблица 3.15).

3) H_0 : *Гетероскедастичность отсутствует*. Для проверки гипотезы проверялись тесты Уайта и Бреуша–Пагана. Гипотеза не отвергается (таблица 3.15).

Таким образом, сформированный при помощи взвешенной суммы стандартных индексов рейтинг РЭЭ, оказывается, связан со следующими факторами:

- средний уровень ответственности компаний (рассчитан по рейтингу ESG);
- средний уровень загрязнения воздуха;
- издержки ведения экологического учета;
- доля ВВП на НИОКР.

Несколько меньшая связь со следующими факторами:

- доля ответственных фондов;
- доля работников ответственных компаний.

При этом коэффициенты регрессионных моделей имеют ожидаемые знаки.

Таблица 3. 15. Результаты проверки качества второй модели

| <i>Тест на гетероскедастичность</i> | | |
|-------------------------------------|---------------------|------------|
| Тест | Тестовая статистика | P–значение |

| | | |
|-------------------------------------|-------------------------|-------------------|
| Тест Уайта | 7,855832 | 0,796293 |
| Тест Бреуша–Пагана | 4,838657 | 0,564667 |
| Тест на мультиколлинеарность | | |
| Фактор | VIF | |
| ЗВ | 1,353 | |
| ESG _{ср} | 1,252 | |
| СРВЭУ | 1,239 | |
| НИОКР | 1,282 | |
| ЗР/О-КР | 1,599 | |
| Доля_ОИФ | 1,079 | |
| Тест на нелинейность | | |
| Тест | Тест. статистика | Р-значение |
| Тест на нелинейность (квадраты) | 4,87507 | 0,559934 |
| Тест Рамсея на квадраты и кубы | 0,926821 | 0,413 |

Примечания к таблице: ЗВ – уровень загрязнения воздуха; ESG_{ср} – средний уровень ответственности эмитентов в стране, измеренный индексом ESG; ИВЭУ – суммарные издержки ведения экологического учета; НИОКР – доля ВВП, идущая на научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки; ЗР/О-КР – доля работников ответственных эмитентов в общем показателе; Доля_ОИФ – количественная доля ответственных инвестиционных фондов среди всех фондов.

3.4 Оценка чувствительности ответственных инвестиций к экологическим и социальным факторам

Для ответственных инвестиций были построены различные регрессионные модели (таблицы 3.16 - 3.19) с использованием в качестве зависимой переменной суммы активов ОИФ, применяющих ту или иную стратегию (таблица 1.1). Вначале рассматривались только европейские страны, так как для них имеется в наличии наиболее полная статистика о стратегиях ОИФ. В таблице 3.16 представлены данные фондов, которые используют стратегию сохранения устойчивого развития (ИФСУ). Два значимых фактора имеют положительную связь как с активами ИФСУ, так и с долей активов ИФСУ среди всех активов ОИФ – это доля активов пенсионных фондов (ПФ) в ВВП и индекс развития человеческого потенциала, который, в какой-то мере, отражает устойчивое развитие экономики. Благодаря наличию крупных пенсионных фондов, позиция обычных инвестиционных фондов в продвижении принципов устойчивого развития компании становится весомее.

Таблица 3. 16. Регрессионные модели для ОИФ (I–IV)

| | I | II | III | IV |
|-----------------------|---------------|--------------|-------------------|-------------------|
| Y | Активы ИФСУ | Активы ИФСУ | Доля активов ИФСУ | Доля активов ИФСУ |
| R^2_{adj} | 0,8233 | 0,8389 | 0,7098 | 0,7488 |
| F | 56,9174 | 32,2552 | 30,3482 | 18,8863 |
| N | 13 | 13 | 13 | 13 |
| Константа | 438,676 | -35390,4 | 0,00007 (*) | -0,032 |
| Доля активов ПФ в ВВП | 105,487 (***) | 98,708 (***) | 0,000065 (***) | 0,000059 (***) |
| ИРЧП | | 40528,64 | | 0,038 |

Примечания к таблице: (***) - коэффициент значим на уровне 0,01. (**) - на уровне 0,05. (*) - на уровне 0,1.

В следующей таблице 3.17 приведены данные об инвестиционных фондах, применяющих стратегию «Лучший в своем классе» (позитивный скрининг) (ИФЛВК) и стратегию отбора эмитентов, выполняющих международные нормы (ИФМН), в противном случае они исключаются из портфелей инвесторов, а также общая сумма активов данных трех типов ответственных инвестиционных фондов. Все зависимые переменные положительно связаны с величиной страны (населением), общей суммой инвестиций в долях от ВВП и уровнем развития этической экономики (РЭЭ). Многие международные соглашения связаны с изменением климата и снижением выбросов CO², поэтому было ожидаемым, что уровень загрязнения воздуха (его снижение) положительно влияет на объем активов ИФМН. Доля ВВП на научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки способствует модернизации промышленности, поэтому в такой стране больше возможностей для позитивного скрининга. При этом доля активов пенсионных фондов отрицательно связана с активами ИФЛВК.

Таблица 3. 17. Регрессионные модели для ОИФ (V-IX)

| | V | VI | VII | VIII | IX |
|--------------------------------------|--------------|--------------------|---------------|-------------------|--------------------------|
| Y | Активы ИФЛВК | Доля активов ИФЛВК | Активы ИФМН | Доля активов ИФМН | Активы ИФСУ, ИФЛВК, ИФМН |
| R ² _{adj} | 0,3699 | 0,4028 | 0,3391 | 0,2957 | 0,3663 |
| F | 3,3483 | 5,046 | 3,0524 | 3,519 | 3,3125 |
| N | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| Константа | -381046 (**) | 0,300 (**) | -3108928 (**) | -1,869 (*) | -3269951 (**) |
| Доля активов пенсионных фондов в ВВП | | -0,019 (**) | | | |
| РЭЭ | 25634,4 | | 278124 (*) | | 290048,2 (*) |

| | V | VI | VII | VIII | IX |
|-------------------------------|-------------|-------|------------|------------|--------------|
| Все инвестиции в долях от ВВП | 12039 (**) | | 86966 (**) | 0,073 (**) | 91590,4 (**) |
| Население | 1317,7 (**) | | 8502,6 (*) | | 9158,07 (*) |
| НИОКР | | 0,052 | | | |
| ЗВ | | | | 0,033 | |

Примечания к таблице: (***) - коэффициент значим на уровне 0,01. (**) - на уровне 0,05. (*) - на уровне 0,1.

Анализ ОИФ, использующих стратегию активных переговоров с менеджментом компании (ИФВМК) представлен в следующей таблице 3.18. Некоторые факторы представлены в нескольких моделях, знак коэффициента при этом не меняется. Это, во-первых, общий уровень развития этической экономики (учитывающий уровень корпоративной и институциональной ответственности), величина населения и качество государственного регулирования.

Таблица 3. 18. Регрессионные модели для ОИФ (X–XVI)

| | X | XI | XII | XIII | XIV | XV | XVI |
|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------------|----------------------|
| Y | Активные ИФВ МК | Активные ИФВ МК | Активные ИФВ МК | Активные ИФВ МК | Активные ИФВ МК | Доля активных ИФВ МК | Доля активных ИФВ МК |
| R^2_{adj} | 0,5880 | 0,2608 | 0,4135 | 0,3078 | 0,3975 | 0,3070 | 0,1459 |
| F | 6,7089 | 3,1173 | 5,2305 | 3,6681 | 4,9577 | 3,6585 | 3,0493 |
| N | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| Константа | -3009099 (***) | -1267855 (*) | 4763184 (**) | 324244 | 4462448 (*) | -0,229 | -0,206 |
| ESGcp | -72197 (***) | | | | | | |
| PЭЭ | 956399 (***) | | | 330411 (*) | 331895 (*) | | |

| | X | XI | XII | XIII | XIV | XV | XVI |
|--|----------------|--------------------|--------------------------|----------------|--------------------------|--------------------|-------|
| Все инвестиции в долях от ВВП | | | - 18316 74 (**) | -89423 (**) | | | |
| Все инвестиции в долях от ВВП (логарифм) | | | | | - 19892 57 (**) | | |
| Население | 14404 (***) | 8519,6 | | | | | |
| Качество регулирования | | 86262 3 (**) | 63556 1 (*) | | | 0,566 (**) | 0,343 |
| ВВП на душу населения | | | | | | - 0,0006 (*) | |

Примечания к таблице: (***) - коэффициент значим на уровне 0,01. (**) - на уровне 0,05. (*) - на уровне 0,1.

Отрицательную взаимосвязь с ВВП на душу населения можно объяснить тем, что в менее богатых странах люди больше заинтересованы в продвижении своих интересов в компании. То же касается общей суммы инвестиций в долях от ВВП: объем активов как бы заменяется активностью инвесторов, стремящихся защитить свои права. С ростом среднего уровня ответственности эмитентов ценных бумаг инвесторы прикладывают меньше усилий для ведения переговоров, так как компания начинает сама развивать ответственную политику.

И, наконец, в последней таблице 3.19 представлена стратегия исключения «безответственных» эмитентов (ИФИ) и общий объем активов под ответственным управлением. Два фактора значимы в большинстве регрессий для ИФИ: индекс развития человеческого потенциала и доля активов пенсионных фондов в ВВП. Увеличение доли ответственных компаний уменьшает эффективность стратегии исключения, становится интереснее отбирать наиболее успешные компании.

Что касается общей суммы активов ОИФ (XX - XXII), то можно отметить положительную взаимосвязь с величиной страны (населением), долей рыночной капитализации ответственных компаний и средним уровнем ответственности эмитентов. Все полученные факторы и знаки были ожидаемыми.

Таблица 3. 19. Регрессионные модели для ОИФ (XVII—XXII)

| | XVII | XVIII | XIX | XX | XXI | XXII |
|-------------------------------|----------------|-----------------|----------------|------------|-------------|-------------------|
| Y | Активы ИФИ | Активы ИФИ | Активы ИФИ | Активы ОИФ | Активы ОИФ | Активы ОИФ (лог.) |
| R ² _{adj} | 0,77 | 0,54 | 0,63 | 0,53 | 0,22 | 0,71 |
| F | 14,06 | 15,13 | 11,26 | 5,52 | 4,4 | 15,9 |
| N | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| Константа | -8900060 (***) | -10962338 (***) | -9283507 (***) | -870057 | 500234 (**) | -42,2 (***) |
| Доля активов ПФ в ВВП | 4491 (***) | | 3044 (*) | 6004 (**) | 6699 (*) | |
| ИРЧП | 10769786 (***) | 12901819 (***) | 10883996 (***) | | | 58 (***) |
| ESG _{ср} | | | | | | 0,109 (**) |
| Население | | | | 13309 (**) | | |
| Доля ESG | -18128 (**) | | | | | |
| Доля РК ESG | | | | 12352 (*) | | |

Примечания к таблице: (***) - коэффициент значим на уровне 0,01. (**) - на уровне 0,05. (*) - на уровне 0,1.

Вторая часть данного раздела посвящена поиску ключевых факторов развития ОИФ в европейских и неевропейских странах. Для оценки зависимостей доли ОИФ были отобраны 30 факторов и 31

страна, для которых удалось собрать надежную и наиболее полную статистику по данным параметрам (таблица 3.20).

Таблица 3. 20. Страны и факторы, рассматриваемые в регрессионной модели для доли ОИФ

| Страны | Факторы |
|-----------------|--|
| Австрия, | Доля ответственных фондов |
| Дания, | Индекс экологической эффективности |
| Бельгия, | Доля сектора здравоохранения |
| Китай, | Экологический след |
| Канада, | Доля ответственных компаний |
| США, | Уровень загрязнения воздуха |
| Новая Зеландия, | Рейтинг институциональной ответственности |
| Греция, | Доля государственных фондов |
| Гонконг, | Рейтинг корпоративной ответственности |
| Венгрия, | Индекс развития человеческого потенциала |
| Индия, | Рейтинг РЭЭ |
| Сингапур, | Доля ВВП на исследования и разработки |
| Испания, | Кредитный рейтинг Fitch |
| Турция, | Доля индустриального сектора |
| Израиль, | Доля промышленности в ВВП |
| Италия, | Доля сельского хозяйства в ВВП |
| Япония, | Доля нефтегазового сектора |
| Малайзия, | Доля потребительского сектора |
| Тайвань, | Доля финансового сектора |
| Австралия, | Доля технологического сектора |
| Бразилия, | Доля рыночной капитализации ответственных компаний |
| Финляндия, | Доля институциональных собственников ответственных компаний |
| Франция, | Доля работников ответственных компаний |
| Германия, | Средний уровень ответственности компании |
| Швеция, | Доля сектора добычи полезных ископаемых |
| Великобритания, | Доля активов ответственных фондов |
| Индонезия, | Доля выплаченных экологических штрафов |
| Швейцария, | Доля налогов на ООС в общей сумме налогов |
| Ирландия, | Издержки ведения экологического учета |
| Люксембург, | Уровень концентрации инвестиций ответственных фондов по сравнению со средним значением |
| Нидерланды | |

Построим регрессионную модель для зависимой переменной $\ln(\text{доля ОИФ})$ (таблица 3.21). На международном уровне доля ответственных фондов среди всех фондов положительно связана с индексом экологической эффективности, долей рыночной капитализации ответственных компаний в суммарной рыночной капитализации, а также с долей сектора здравоохранения. То есть на появление новых фондов положительно влияет как развитие глобальной экологической и социальной ответственности, так и большой вес ответственных компаний, что было вполне ожидаемым.

Таблица 3. 21. Регрессионная модель для логарифма доли ОИФ

| Фактор | Коэффициент | Ст.ошибка | t-стат. | P-знач. | |
|--------------------|-------------|----------------------|---------|----------|-----|
| Const | -4,78 | 0,82 | -5,830 | 3,31e-06 | *** |
| ИЭЭ | 0,0457 | 0,0089 | 5,125 | 2,17e-05 | *** |
| Доля РК ESG | 0,0225 | 0,0063 | 3,591 | 0,0013 | *** |
| ДСЗО | 0,021 | 0,012 | 1,75 | 0,092 | * |
| Ср. зав. перемен | 0,149580 | Ст. откл. | | 1,068813 | |
| Сумма кв. остатков | 14,35526 | Ст. ошибка модели | | 0,729161 | |
| R^2 | 0,581123 | $R^2_{\text{корр}}$ | | 0,534581 | |
| F(3, 27) | 12,48603 | P-значение (F) | | 0,000026 | |
| Лог. правдоподобие | -32,05410 | Крит. Акаике | | 72,10820 | |
| Крит. Шварца | 77,84415 | Крит. Хеннана-Куинна | | 73,97797 | |

Примечания к таблице: ИЭЭ – индекс экологической эффективности; Доля РК ESG – доля рыночной капитализации ответственных компаний; ДСЗО – доля сектора здравоохранения.

Для проверки качества регрессионной модели были проверены следующие гипотезы:

1) H_0 : *Зависимость линейна.* Тест Рамсея и тесты на квадратичную и логарифмическую зависимость подтвердили данную гипотезу (таблица 3.22);

2) H_0 : *ошибки распределены по нормальному закону.* P-значение = 0,532254. Нулевая гипотеза не отвергается;

3) H_0 : Гетероскедастичность отсутствует. Тест Уайта и Бреуша — Пагана не отвергают нулевую гипотезу. Но Р-значение достаточно маленькое (таблица 3.22);

Таблица 3. 22. Результаты проверки качества модели

| Тест на гетероскедастичность | | |
|-------------------------------------|----------------------------|-------------------|
| Тест | Тестовая статистика | Р-значение |
| Уайта | 7,41169 | 0,284446 |
| Бреуша — Пагана | 6,15836 | 0,104155 |
| Тест на мультиколлинеарность | | |
| Фактор | VIF | |
| ИЭЭ | 1,025 | |
| ЗР/О-РК | 1,016 | |
| ДСЗО | 1,020 | |
| Тест на нелинейность | | |
| Тест | Тест. статистика | Р-значение |
| Тест на нелинейность (квадраты) | 2,88024 | 0,41046 |
| Тест на нелинейность (логарифмы) | 2,14186 | 0,543491 |
| Тест Рамсея на квадраты и кубы | 1,07185 | 0,357593 |

Примечания к таблице: ИЭЭ – индекс экологической эффективности; Доля РК ESG – доля рыночной капитализации ответственных компаний; ДСЗО – доля сектора здравоохранения.

4) H_0 : Мультиколлинеарность отсутствует. Был использован метод инфляционных факторов (таблица 3.22). Нулевая гипотеза не отвергается. Однако, значимость коэффициента при факторе ДСЗО мала. Если этот фактор исключить, то мы получим новую регрессию МНК для логарифма доли ОИФ (таблица 3.23).

Таблица 3. 23. Вторая регрессионная модель для логарифма доли ОИФ

| Фактор | Коэффициент | Ст.ошибка | t-стат. | Р-знач. | |
|--------------------|--------------------|-------------------|----------------|----------------|-----|
| Константа | -4,73 | 0,801777 | -5,899 | 2,40e-06 | *** |
| ИЭЭ | 0,0462 | 0,00872666 | 5,297 | 1,23e-05 | *** |
| Доля РК ESG | 0,0228 | 0,00616746 | 3,692 | 0,0010 | *** |
| Ср. зав. Перемен | 0,149580 | Ст. откл. | | 1,068813 | |
| Сумма кв. остатков | 14,47815 | Ст. ошибка модели | | 0,719080 | |

| | | | |
|--------------------|-----------|----------------------|----------|
| R^2 | 0,577537 | $R^2_{\text{корр}}$ | 0,547362 |
| F(2, 28) | 19,13903 | P-значение (F) | 5,77e-06 |
| Лог. правдоподобие | -32,18622 | Крит. Акаике | 70,37244 |
| Крит. Шварца | 74,67440 | Крит. Хеннана-Куинна | 71,77477 |

Примечания к таблице: ИЭЭ – индекс экологической эффективности; Доля РК ESG – доля рыночной капитализации ответственных компаний.

Для данной регрессии информационные критерии Акаике и Шварца дают более высокий результат, чем для исходной регрессии. Проверим качество регрессионной модели на основе следующих гипотез:

1) H_0 : *Зависимость линейна.* Тест Рамсея и тесты на квадратичную и логарифмическую зависимость подтвердили данную гипотезу (таблица 3.24);

2) H_0 : *Гетероскедастичность отсутствует.* Тест Уайта и Бреуша — Пагана не отвергают нулевую гипотезу (таблица 3.24);

3) H_0 : *Мультиколлинеарность отсутствует.* Был использован метод инфляционных факторов. Нулевая гипотеза не отвергается (таблица 3.24);

4) H_0 : *ошибки распределены по нормальному закону.* P-значение = 0,74533. Нулевая гипотеза не отвергается.

Таким образом, сформированный при помощи взвешенной суммы стандартных индексов рейтинг РЭЭ, оказывается, связан со следующими факторами: индекс экологической эффективности и доля рыночной капитализации ответственных компаний.

Более слабая связь присутствует с долей сектора здравоохранения. Коэффициенты линейной регрессии при этом имеют ожидаемые знаки. Некоторые другие предполагаемые факторы в приемлемые уравнения регрессии не входят.

Таблица 3. 24. Результаты проверки качества второй модели

| Тест на гетероскедастичность | | |
|-------------------------------------|----------------------------|-------------------|
| Тест | Тестовая статистика | Р-значение |
| Уайта | 6,407214 | 0,268586 |
| Бреуша — Пагана | 1,142423 | 0,564841 |
| Тест на мультиколлинеарность | | |
| Фактор | VIF | |
| ИЭЭ | 1,009 | |
| ЗР/О-РК | 1,009 | |
| Тест на нелинейность | | |
| Тест | Тест. статистика | Р-значение |
| Тест на нелинейность (квадраты) | 2,17927 | 0,33634 |
| Тест на нелинейность (логарифмы) | 1,74018 | 0,418914 |
| Тест Рамсея на квадраты и кубы | 1,44876 | 0,253201 |

Примечания к таблице: ИЭЭ – индекс экологической эффективности; Доля РК ESG – доля рыночной капитализации ответственных компаний.

Теперь проведем эконометрический анализ зависимостей для доли активов ответственных инвестиционных фондов для Европы, то есть для 13 стран, для которых удалось собрать наиболее полную и надежную статистику по рассматриваемым факторам: Австрия, Бельгия, Финляндия, Франция, Германия, Польша, Испания, Норвегия, Нидерланды, Италия, Швеция, Швейцария и Великобритания. Построим регрессионную модель МНК для $\ln(\text{доля активов ОИФ})$ (таблица 3.25). Доля активов ответственных фондов положительно связана с общим уровнем развития этической экономики.

Проведем оценку качества регрессионной модели с помощью проверки следующих гипотез:

1) H_0 : *Зависимость линейна.* Тест Рамсея, тест на квадратичную и логарифмическую зависимость показали, что нулевая гипотеза не отвергается (таблица 3.26);

2) H_0 : *ошибки распределены по нормальному закону.* Р-значение = 0,43901. Нулевая гипотеза не отвергается;

3) H_0 : Гетероскедастичность отсутствует. Нулевая гипотеза не отвергается (таблица 3.26).

Таблица 3. 25. Регрессионная модель для логарифма доли активов ОИФ

| Фактор | Коэффициент | Ст.ошибка | t-стат. | P-знач. | |
|--------------------|-------------|----------------------|---------|----------|-----|
| Константа | 0,0403134 | 2,69176 | 0,01498 | 0,9883 | |
| РЭЭ | 2,39275 | 0,525246 | 4,555 | 2,17e-05 | *** |
| Ср. зав. перемен | 12,19652 | Ст. откл. | | 2,071954 | |
| Сумма кв.остатков | 17,84663 | Ст. ошибка модели | | 1,273743 | |
| R^2 | 0,653571 | $R^2_{\text{корр}}$ | | 0,622077 | |
| F(1, 11) | 20,75251 | P-значение (F) | | 0,000823 | |
| Лог. правдоподобие | -20,50583 | Крит. Акаике | | 45,01165 | |
| Крит. Шварца | 46,14155 | Крит. Хеннана-Куинна | | 44,77941 | |

Примечания к таблице: РЭЭ – уровень развития этической экономике, представленный в качестве рейтинга.

Таблица 3. 26. Результаты проверки качества модели

| Тест на гетероскедастичность | | |
|-------------------------------------|---------------------|------------|
| Тест | Тестовая статистика | P-значение |
| Уайта | 1,6785 | 0,432034 |
| Бреуша — Пагана | 0,021921 | 0,882298 |
| Тест на нелинейность | | |
| Тест | Тест. статистика | P-значение |
| Тест на нелинейность (квадраты) | 0,860692 | 0,353545 |
| Тест на нелинейность (логарифмы) | 1,05972 | 0,30328 |
| Тест Рамсея на квадраты и кубы | 0,798558 | 0,479454 |

Заключение

В данной главе проводится статистический и эконометрический анализ для определения ключевых факторов развития этической экономики и ответственных инвестиций. В первой части дан краткий обзор результатов, полученных в других научных работах. Во второй части были представлены источники данных, используемых для определения ключевых факторов развития ответственных инвестиций и этической экономики в целом. Все исходные показатели были распределены по следующим группам: секторное распределение экономики, научная деятельность и образование, экологическая политика, государственная деятельность и налоговая политика, параметры ответственных компаний, международные связи, ответственные институциональные инвесторы и интерес населения к концепции СОО.

В третьей части представлены регрессионные модели для уровня развития этической экономики. Указаны положительно и отрицательно влияющие факторы. Также проанализированы взаимозависимости для одного из агентов этической экономики – ответственного эмитента ценных бумаг. В качестве зависимой переменной рассматривается средний уровень ответственности компаний и доля рыночной капитализации ответственных эмитентов в суммарной рыночной капитализации. И, наконец, построены регрессионные модели для количества участников Соглашения PRI, которое отражает интерес различных финансовых агентов к развитию этической экономики. И, наконец, в последней части данной главы исследуется чувствительность ответственных инвестиций к экономическим, социальным и экологическим факторам.

Основные результаты и выводы диссертационного исследования

В диссертации была поставлена цель - оценить влияние стратегий ответственных инвестиционных фондов на политику эмитентов ценных бумаг в условиях формирования этической экономики. Концепция этической экономики включает в себя исследование взаимосвязей между ответственными инвесторами, ответственными эмитентами ценных бумаг и ответственным государством, то есть вбирает в себя весь спектр проблем возникающих на стыке инвестиций и ответственности. Стабильный рост объемов ответственных инвестиций в мире привел к значительным изменениям в данном сегменте финансового рынка, например, в области регулирования деятельности ответственных инвесторов и определения требований к будущим эмитентам ценных бумаг.

В первой главе анализируются особенности ответственного инвестирования. Интерес в использовании инвестиций для осуществления социальных изменений в поддержку экономически справедливого и экологически устойчивого развития привел к появлению такого феномена как социально-ответственные инвестиции (СОИ). Исследование европейских ответственных фондов 2014 года демонстрирует положительную динамику. Темпы роста ответственных инвестиций в диапазоне от 22,6% до 91% опережают темпы роста промышленности за этот период (22%). С учетом трудностей точного определения сложно спрогнозировать будущее ответственных инвестиций. Существует несколько наиболее вероятных сценариев развития, наиболее радикальный сценарий – это преобразование множества обычных стилей управления портфелем с учетом социально-ответственного подхода. Второй сценарий предполагает разделение финансов между традиционным инвестированием, с одной стороны, и социально-

ответственным, с другой стороны. Однако для этого необходимо, чтобы у клиентов финансового рынка была возможность свободно выбирать социально–ответственный продукт, не испытывая при этом серьезных трудностей с предложением.

Сотрудничество между эмитентами ценных бумаг и финансовыми институтами в области социальной ответственности существенно зависит от вложений в развитие рынка ответственных инвестиций для его эффективного функционирования. Инвестиции нужны также для формирования правового статуса новых социально–экономических субъектов. Появляется особая форма дискриминации, в результате которой сотрудничество между конкретными агентами (например, переговоры между ОИФ и отдельной компанией) приводит к ущемлению интересов других инвесторов и/или компаний в отрасли. При этом социальные механизмы дают дополнительные возможности для управления экономическими взаимосвязями. Они способствуют формированию зон стабильности в экономике через долгосрочное сотрудничество между различными ответственными агентами и выстраивают дополнительные неформальные рыночные барьеры. Такой рынок существует как бы вне государственного регулирования и экономических потребностей. Этические принципы становятся одной из организационных структур, выражающиеся как в форме социальной конкуренции, так и в форме социального сотрудничества.

В третьей части данной главы проанализировано отношение менеджмента компаний к концепции ответственного (устойчивого) развития бизнеса на основе опроса, организованного некоммерческой организацией BSR, объединяющей компании из Европы, Азии и Северной Америки. При определении двух наиболее важных проблем, с которыми сталкивается бизнес, 63% менеджеров выбрали интеграцию устойчивого развития, 29 % – возросшие требования к прозрачности

отчетов и 28% – взаимодействие с инвесторами в области повышения КСО. Что касается ключевых параметров концепции устойчивого развития, то их состав меняется по регионам. На вопрос о динамике развития концепции КСО 71 % дали позитивный прогноз.

Был также проведен краткий обзор исследований, посвященных роли репутации, и показано, что вложения в КСО имеют страховой эффект для репутации компании, снижается вероятность появления проблем в отношениях с контрагентами. Величина компании также влияет на ее заинтересованность в развитии КСО за счет эффекта масштаба (доля издержек на установку очистительного оборудования ниже, чем в средних или маленьких компаниях) и эффекта влияния (чем больше сотрудников, тем более значима социальная политика). Компания как бы заключает с каждым из контрагентов свой этический контракт, например, устойчивые результаты труда в обмен на большую социальную защищенность, что благоприятно сказывается на характере дальнейших взаимоотношений с сотрудниками.

В последней части первой главы рассмотрены теоретические основы концепции этической экономики и методы оценки уровня ее развития. Концепция этической экономики имеют довольно длинную историю. Она может рассматриваться как на уровне страны, так и на уровне отдельных экономических агентов. Ввиду динамичного характера и постепенного изменения ее содержания (теоретических парадигм) устоявшегося определения ЭЭ не существует. Отсутствие единой терминологии является одной из ключевых проблем исследования ЭЭ. В настоящей работе в центре внимания оказываются этические, экологические и социальные аспекты, влияющие на деятельность экономических агентов (эмитентов, инвесторов и др.). Чем больше соответствующие факторы учитываются в деятельности компаний, тем больше изменений в политике они вызывают. Возникают новые соци-

ально–экономические агенты, например, социально–ответственные и благотворительные инвестиционные фонды, компании, осуществляющие консалтинг в области ООС, рейтинговые агентства соответствующего профиля. Их появление, в свою очередь, может быть обусловлено нарастанием давления со стороны других агентов, играющих важную роль в принятии и/или распространении норм ответственного поведения: экономические ассоциации (союз предпринимателей), государство, органы местного самоуправления, стратегические агенты (акционеры, клиенты, поставщики) и т.д. Благодаря усилиям со стороны различных агентов понятие «ответственности» обретает глобальное общеэкономическое значение.

Был также предложен метод для оценки уровня развития этической экономики. Рассмотрены кредитные рейтинги, рейтинги корпоративной и институциональной ответственности, а также данные индексов экологической эффективности и развития человеческого потенциала. Компании все чаще признают за рейтингом функцию сигнализации, они заинтересованы в повышении информационной прозрачности. Информационные услуги по оценке корпоративной и институциональной ответственности предлагают также исследовательские отделения банков, поставщики данных о динамике «устойчивых» фондовых индексов, НКО, осуществляющие экспертизу компаний, СМИ и органы государственной власти. Итоговый рейтинг РЭЭ включает в себя как оценку институциональной и корпоративной ответственности, так и градацию стран по уровню экологического и социального развития.

Во второй главе представлены разработки в области моделирования деятельности ответственных инвесторов. Обзор прошлых научных работ дал следующие результаты:

1. Политика ответственных инвесторов имеет прямой и косвенный эффект на деятельность компании. Косвенный эффект связан с государственной политикой. Действия зеленых инвесторов направлены на то, чтобы привлечь внимание правительства к экологическим проблемам, так как оно может ввести дополнительные налоги.

2. Специфический характер зеленых инвестиций, которые приносят не только финансовые, но и моральные выигрыши, меняет классическую мотивацию инвесторов и их общее поведение. Чувство удовлетворения, возникающее от участия в ООС, может перевесить финансовые потери.

3. Психологический выигрыш от СООИ можно рассматривать как эквивалент удовольствия от участия в азартной игре, где можно как выиграть, так и проиграть. Также функция полезности инвестора может включать в себя показатель «ethicalness» («уровень этичности») инвестиции, таким образом, появляется пространство риск–доходность–этичность инвестиции. Психологический выигрыш от СООИ можно также рассматривать как эквивалент счастья, получаемого от приятных занятий, например, хобби. В данном случае можно использовать инструментарий «экономики счастья».

4. В экономике, где бойкотируются ценные бумаги «безответственных» компаний, соотношение между величиной активов нейтральных и ответственных инвесторов определяет мотивацию эмитентов ценных бумаг. Было обнаружено, что критическим порогом является 25%. Однако статистика показывает, что в действительности доля ответственных инвесторов не превышает 10%, что является недостаточным, чтобы изменить состояние реальной экономики в сторону повышения глобальной ответственности.

5. Когда преобразования требуют небольших затрат, ответственные инвесторы могут существенно повлиять на экономическую

ситуацию. Если же требуемые расходы велики, то ответственные инвесторы теряют свое влияние.

6. Важным фактором также являются существующие возможности диверсификации. Если эмитент имеет свои уникальные черты, благодаря чему он становится кандидатом в диверсифицированный портфель, то это является преградой для проведения затратной социальной политики.

7. Отсутствие координации между нынешним и будущими поколениями повышает уровень загрязнения ОС.

8. Ликвидность ценных бумаг положительно влияет на контроль деятельности компании.

9. Существует эффект нечистого альтруизма, то есть вместо того чтобы руководствоваться исключительно интересом в благосостоянии получателей инвестиций, инвесторы также получают полезность от «акта дарения денег», например, вследствие желания иметь репутацию социально-ответственного инвестора или филантропа.

Во втором разделе данной главы предложена модель, рассматривающая влияние ответственных инвесторов на формирование экологически-ответственной политики компаний. Вначале построена базовая модель, в которой присутствует два инвестора (обычный и ответственный) и две группы компаний. При недостаточности средств обычных инвесторов для финансирования всех производственных издержек компаний в экономике складывается неустойчивое равновесие, согласно которому все компании заинтересованы в формировании ответственной политики посредством выплат компенсаций за экологический ущерб. Затем предложена модель с двумя рынками. Рассматривались различные исходные соотношения между активами обычных и ответственных инвесторов и издержек компаний. С учетом государственного сектора в данной смоделированной экономике по-

является дополнительное давление со стороны сборщиков налогов. Учет иностранного сектора требует более детальной классификации инвесторов. При прочих равных иностранные инвесторы предъявляют, как правило, более высокие требования к деятельности компании, так как они не ограничены в возможностях международной диверсификации.

Наконец, в последней части второй главы изучено влияние различных групп акционеров на ответственную политику французских компаний, что позволило лучше понять развитие этической экономики во Франции. Получены следующие результаты:

а) проанализирован состав акционеров эмитентов – объектов инвестиций ЭОИФ. Все акционеры компаний разбиты на следующие группы: частные лица, иностранные институциональные инвесторы, французские институциональные инвесторы, основатели компании, руководство компании, сотрудники компании, зеленый инвестиционный фонд, государство, государственный ИФ4

б) анализ инвестиционной политики французских фондов позволил выделить особую категорию инвесторов: частично–ответственный инвестиционный фонд (ЧОИФ). Речь идет об обычном фонде, который в своей политике признает необходимость бережливого отношения к ОС;

с) исследование политики инвестирования позволило выделить инвесторов, чья деятельность прямо или косвенно способствует реорганизации компании. Речь идет о ЧОИФ, государственных фондах (фонд стратегических инвестиций и государственная касса вкладов и сбережений), а также фондах страхования и пенсионных фондах, которые согласно французскому законодательству обязаны учитывать этические аспекты деятельности компании;

d) анализ показал, что среди 12 зеленых компаний только одно имеет в качестве основного акционера ответственный фонд (ЭОИФ «Suez Environnement»). Среди основных акционеров восьми зеленых эмитентов ценных бумаг не присутствует ни один ОИФ, при этом государство участвует в деятельности трех компаний. Среди основных акционеров 58 ответственных компаний ОИФ представлены в четырех компаниях. При этом государство участвует в совете акционеров 21 компании, что позволяет сделать вывод о том, что этическая экономика в целом сформировалась благодаря государственному вмешательству;

e) ответственные компании, как правило, крупнее, у них больше акционерный капитал и больше выпущенных акций;

f) проведенное исследование также показало, что состав французских инвестиционных портфелей сильно диверсифицирован на международном уровне. Зеленые компании являются достаточно закрытыми, владельцы, основатели и холдинговые компании, предпочитают сохранять контрольный пакет акций.

В России может сложиться подобная ситуация: передовыми в этической экономике будут государственно–частные компании, которые под влиянием правительства берут на себя больше обязанностей перед обществом, а имеющиеся ответственные фонды будут уходить за рубеж. Приобретает значение создание в России аналога французского сайта Novethic, то есть интернет–площадки, на которой будет собираться и анализироваться информация, связанная с деятельностью российских ответственных компаний и зеленых фондов.

В третьей главе проведен статистический и эконометрический анализ для определения ключевых факторов развития ответственных инвестиций и этической экономики в целом. В первой части дан краткий обзор результатов, полученных в других научных работах. Во

второй части представлены источники данных, используемых для определения ключевых факторов. Получены результаты, характеризующие исходные экономические, социальные и экологические условия. В странах, занимающих высокую позицию в рейтинге РЭЭ:

(1) располагается большое количество компаний с низким воздействием на состояние ОС (финансовый сектор, сектор информационных технологий и телекоммуникаций). Данные компании легче идут на уступки в переговорах с акционерами, даже без участия потребителей и государства, так как, в частности, модернизация производства сопряжена с меньшими расходами;

(2) активнее проводятся научные исследования. Замечено, что в странах с высоким рейтингом РЭЭ (от 4 до 6) выше доля образованных людей и ученых. Образованные люди имеют склонность к анализу информации, в том числе об экологических и социальных рисках;

(3) выше расходы, связанные с ведением экологического учета. Большую роль во внедрении этических принципов деятельности компаний и инвестиционных компаний играет экологическая обстановка в стране и в мире в целом. С одной стороны загрязнение воздуха в таких странах ниже, с другой стороны, выбросы CO_2 со стороны компаний выше, что вызывает закономерную обеспокоенность населения состоянием ОС;

(4) выше доля транспортных налогов и налогов на отходы в ВВП. Государственная политика отражает настроение общества, которое благосклонно воспринимает рост налогов в пользу уменьшения загрязнения. Государство также часто выступает в роли стратегического акционера компаний;

(5) присутствует политическая стабильность, достаточно эффективное правительство, высокое качество регулирования, борьба с коррупцией, и люди свободно участвуют в голосовании;

(6) компании уделяют большое внимание нефинансовой деятельности. Отношение рыночной капитализации ответственных компаний к суммарной рыночной капитализации выше для стран с высоким рейтингом РЭЭ. Больше людей работает в ответственных компаниях, чем в странах с развивающейся этической экономикой. Также высока доля институциональных собственников, и выше общий уровень ответственности компаний;

(7) выше доля иностранных акционеров и больше компаний с международными сертификатами;

(8) больше сумма активов и рыночная капитализация ОИФ. Пенсионные фонды также имеют больше активов;

(9) больше участников среди ИФ, профессиональных участников биржи и управляющих компаний, подписавших Соглашение PRI (принципы ответственного инвестирования);

(10) выше доля активов у инвестиционных фондов, использующих следующие стратегии: сохранения устойчивого развития компании и активного участия в переговорах с менеджментом компаний;

(11) выше независимость совета директоров, и больше значение индекса защиты прав акционеров;

(12) выше интерес интернет-аудитории к концепции ответственного инвестирования.

В третьей части данной главы была определена чувствительность рейтинга РЭЭ к факторам, влияющим на развитие этической экономики. Рассмотрены разные группы стран в зависимости от полноты исходных данных.

Обнаружено, что на уровень развития ЭЭ положительно влияют доля энергетических налогов в ВВП, доля работников ответственных компаний, средний уровень ответственности компаний, доля ВВП на НИОКР, общее количество участников Соглашения PRI, количество

организаций – участников международного объединения Global Compact, общая сумма экологических налогов в долях от ВВП, индекс борьбы с коррупцией, индекс восприятия коррупции и эффективность правительства. Также назовем факторы, которые имеют негативное влияние – это загрязнение воздуха, количество компаний со средним воздействием на состояние ОС и величина страны.

Проанализированы взаимосвязи для одного из агентов этической экономики – ответственного эмитента ценных бумаг. В качестве зависимой переменной рассматривался средний уровень ответственности компаний и доля рыночной капитализации ответственных эмитентов. На развитие ответственной политики компаний положительное влияние оказывают: доля активов ответственных инвестиционных фондов (что подтверждает гипотезу о влиянии ответственных инвесторов на компании), качество государственного регулирования и общий рейтинг РЭЭ. Отрицательное влияние имеет доля активов пенсионных фондов в ВВП. Это может объясняться тем, что пенсионные фонды предпочитают не повышать ответственность существующих компаний, например, посредством участия в переговорах с менеджментом, а вкладывать средства в уже существующие устойчивые компании с хорошей репутацией.

Построены регрессии для количества участников Соглашения PRI, которое отражает интерес различных финансовых агентов к развитию этической экономики. Среди факторов, оказывающих положительное воздействие, можно назвать долю рыночной капитализации ответственных эмитентов ценных бумаг, величину страны, качество государственного регулирования, долю ответственных компаний в стране, количество организаций – участников международного соглашения Global Compact, общий рейтинг РЭЭ, развитие человеческого потенциала, рассчитанное с помощью индекса РЧП, долю незави-

симых участников совета директоров, долю ВВП на НИОКР. Отрицательная взаимосвязь присутствует с долей активов ОИФ, которые применяют стратегию исключения (негативный скрининг) ценных бумаг компаний, переставших удовлетворять социальным и экологическим критериям фонда.

В последней части третьей главы построены регрессионные модели для ответственных инвестиций. В качестве зависимой переменной рассматривался объем активов ОИФ, применяющих ту или иную стратегию. Вначале взяты данные только по европейским странам, для них имеется в наличии наиболее полная статистика о стратегиях ОИФ. Получены следующие результаты:

а) активы фондов, использующих стратегию сохранения устойчивого развития компании положительно связаны с долей активов пенсионных фондов (ПФ) в ВВП и индексом развития человеческого потенциала, который отражает социально-устойчивое развитие экономики. Данный результат можно объяснить тем, что благодаря наличию крупных ПФ улучшается положение обычных инвестиционных фондов. Во многих странах ЕС на законодательном уровне запрещены инвестиции ПФ во вредное производство;

б) активы фондов, применяющих стратегию «лучший в своем классе» (позитивный скрининг) и стратегию отбора компаний, выполняющих международные нормы, а также общая сумма активов вышеуказанных трех типов ОИФ положительно связаны с величиной страны (населением), общей суммой инвестиций в долях от ВВП и уровнем развития этической экономики (РЭЭ). Доля ВВП на НИОКР способствует модернизации промышленности, поэтому в такой стране больше возможностей для позитивного скрининга;

с) активы ОИФ, использующих стратегию активных переговоров с менеджментом компании, положительно связаны с общим уров-

нем развития ЭЭ, величиной населения и качеством государственного регулирования. Отрицательную взаимосвязь с ВВП на душу населения можно объяснить тем, что в менее богатых странах люди больше заинтересованы в продвижении своих интересов в компании. То же касается общей суммы инвестиций в долях от ВВП: объем активов как бы заменяется активностью инвесторов, стремящихся защитить свои права. С ростом среднего уровня ответственности компаний инвесторы тратят меньше усилий на проведение переговоров;

d) активы фондов, использующих стратегию исключения «безответственных» компаний, положительно связаны с индексом развития человеческого потенциала и долей активов ПФ в ВВП. Увеличение доли ответственных компаний уменьшает эффективность стратегии исключения, становится интереснее отбирать наиболее успешные компании;

e) общая сумма активов ОИФ положительно связана с населением, долей рыночной капитализации ответственных компаний и средним уровнем ответственности компаний.

Была также построена регрессия для объема активов ответственных фондов для группы европейских и неевропейских стран. Обнаружено, что на международном уровне доля ответственных фондов среди всех фондов положительно связана с индексом экологической эффективности, долей рыночной капитализации ответственных компаний в суммарной рыночной капитализации, а также долей сектора здравоохранения. То есть на появление новых фондов положительно влияет как развитие глобальной экологической и социальной ответственности, так и больший вес ответственных компаний, что было вполне ожидаемым.

Ниже представлены рекомендации для развития сектора ответственных инвестиций в российских условиях:

1. *Интеграция.* Рассмотрение критериев и стандартов ESG на всех уровнях (инвестиционные фонды, управляющие компании, рейтинговые агентства).

2. *Рост.* Развитие внутренней «этической экспертизы» и/или использование внешней экспертизы. Использование «этических» консультативных комитетов, а также повышение качества «этического» знания в рамках требований к компетентности менеджеров компаний и управляющих инвестиционными фондами. Развитие связей и сотрудничества, например, по вопросам изменения климата между инвесторами, компаниями и правительством в рамках совместных соглашений.

3. *Регулирование.* Уменьшение нормативных барьеров для инвестиций в социально и экологически-ответственные проекты. Развитие долгосрочного ответственного инвестирования.

4. *Прозрачность.* Повышение прозрачности, например, включение проблемы изменения климата и/или улучшения социальной политики в инвестиционный анализ и в процедуру принятия решений об инвестициях. Повышение качества информации для потребителей и инвесторов, например, предоставление сведений об ответственном инвестиционном подходе, о результатах голосования по соответствующим вопросам на совете акционеров.

5. *Сбор данных.* Поддержка независимых баз данных, предоставление стандартизированной информации об этических характеристиках эмитентов. Разработка количественных критериев для международного сопоставления деятельности инвесторов и компаний.

Список литературы

1. Allouche J., Huault I., Schmidt G. Responsabilité sociale des entreprises: la mesure détournée? //Congrès AGRH, Montréal, Septembre. – 2004. – с. 2389–2412;
2. **Andreoni J. Impure altruism and donations to public goods: a theory of warm-glow giving** //Economic Journal. – 1990. – № 100. – с. 464–477;
3. Bansal P., Roth K. Why companies go green: a model of ecological responsiveness //Academy of management journal. – 2000. – Т. 43, № 4. – С. 717–736;
4. **Barbier E. B. Un new deal écologique mondial: repenser la reprise économique.** – De Boeck, 2012;
5. **Barnea A., Heinkel R., Krause A. Green investors and corporate investment** //Structural Change and Economic Dynamic. – 2005. – 16 (3) – с. 332–346;
6. Barnea A., Rubin A. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders //Journal of business ethics. – 2010. – Т. 97, № 1. – с. 71–86;
7. Bauer R., Derwall J., Otten R. The ethical mutual fund performance debate: new evidence from Canada //Journal of Business Ethics. – 2007. – Т. 70, № 2. – с. 111–124;
8. Bauer R., Koedijk K., Otten R. International evidence on ethical mutual fund performance and investment style //Journal of Banking & Finance. – 2005. – Т. 29, № 7. – с. 1751–1767;
9. Bauer R., Otten R., Rad A.T. Ethical investing in Australia: is there a financial penalty? //Pacific-Basin Finance Journal. – 2006. – Т. 14, № 1. – с. 33–48;
10. **Beal D.J., Goyen M., Phillips P. Why do we invest ethically?** //Journal of Investing. – 2005. – Т. 14, № 3. – с. 66–77;

11. Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. A new database on the structure and development of the financial sector //The World Bank Economic Review. – 2000. – T. 14, № 3. – c. 597–605;
12. **Beltratti A. Socially responsible investment in general equilibrium** //Nota di Lavoro. – 2003, № 93. – c. 1–32;
13. **Bénabou R., Tirole J. Incentives and Pro-social Behavior** //American Economic Review. – 2006. – № 96(5). – c. 1652–1678;
14. **Berle A.A., Means G.C., The modern corporation and private property** //New York, Commerce Clearing House. – 1932;
15. Black B. S., Love I., Rachinsky A. Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia //Emerging Markets Review. – 2006. – T. 7, № 4. – C. 361–379;
16. Bollen N.P. Mutual fund attributes and investor behavior //Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2007. – T. 42, № 3. – c. 683–708;
17. Bollerslev T. Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity //Journal of Econometrics. – 1986. – T. 31. – c. 307–327;
18. Borgy V., Arrondel L., Savignac F. Épargne et choix de portefeuille des ménages: approches micro et macroéconomiques //Bulletin de la Banque de France. – 2011, № 184. – C. 45–57;
19. Bougherara D., Grolleau G., Thiébaud L. Réputation environnementale en agro-alimentaire: «milieu de production» versus «processus de production» //Revue d'Économie Régionale & Urbaine. – 2003, № 1. – C. 121–144;
20. Brabet J. La main visible des investisseurs institutionnels //Revue française de gestion. – 2002, № 5. – C. 203–224;
21. **Brekke K.A., Nyborg K. Attracting responsible employees: Green production as labor market screening** //Resource and Energy Economics. – 2008, № 304. – c. 509–526;

22. **Brekke K.A., Nyborg K. *Moral Hazard and Moral Motivation: Corporate Social Responsibility as Labor Market Screening*** //University of Oslo Economics Working Paper. – 2004, № 25. – c. 1–29;
23. Brunnermeier M.K., Sannikov Y. A macroeconomic model with a financial sector //The American Economic Review. – 2014. – T. 104, № 2. – c. 379–421;
24. Buysse K., Verbeke A. Proactive environmental strategies: a stakeholder management perspective //Strategic management journal. – 2003. – T. 24, № 5. – C. 453–470;
25. **Capelle-Blancard G. u òp. *L'investissement socialement responsable*** //Cahiers français. – 2006. – № 331. – c. 70–77;
26. **Cardebat J. M., Cassagnard P. *La RSE comme couverture du risque de réputation*** //http://clerse2.univ-lille1.fr – 2010;
27. **Common M., Perrings C. *Towards an ecological economics of sustainability*** //Ecological economics. – 1992. – T. 6. – №. 1. – C. 7–34;
28. Copp R., Kremmer M.L., Roca E. Should funds invest in socially responsible investments during downturns? Financial and legal implications of the fund manager's dilemma //Accounting Research Journal. – 2010. – T. 23, № 3. – c. 254–266;
29. Cortez M.C., Silva F., Areal N. The performance of European socially responsible funds //Journal of Business Ethics. – 2009. – T.87, № 4. – c.573–588;
30. Coutrot T., Laville J.L. Responsabilité sociale des entreprises, ou contrôle démocratique des décisions économiques? //L'Économie politique. – 2003, № 18. – C. 7–25;
31. Crifo P. и др. La responsabilité sociale et environnementale des entreprises est-elle soluble dans la maximisation du profit? //Sociétal. – 2009. – T. 66. – C. 96 – 106;

32. **Dam L.** *Socially responsible investment in an environmental overlapping generations model* //Resource and Energy Economics. – 2011. – T. 33, № 4. – c. 1015–1027;
33. **Dam L., Heijdra B.J.** *The environmental and macroeconomic effects of socially responsible investment* //Journal of Economic Dynamics & Control. – 2011. – T. 35, № 9. – c. 1424–1434;
34. De Beir J., Girmens G. Alcoa re–revisited: Recycling, market power and environmental policy //Economie internationale. – 2010, № 4. – c. 37–52;
35. **Desender K. A., Epure M.** *Corporate Governance and Corporate Social Performance*. – Barcelona Graduate School of Economics, 2013.–№. 730;
36. Demoustiez A., Bayot B. L'investissement socialement responsable //Courrier hebdomadaire du CRISP. – 2005, № 4. – C. 1–57;
37. Derwall J., Gunster N., Bauer R., Koedijk K. The eco–efficiency premium puzzle //Financial Analysis Journal. – 2005, № 61. – c. 51–63;
38. Desbrières P. Les actionnaires salariés //Revue française de gestion. – 2002, №5. – C. 255–281;
39. Di Tella R., MacCulloch R.J., Oswald A.J. The macroeconomics of happiness //Review of Economics and Statistics. – 2003. – T. 85, № 4. – C. 809–827;
40. **Dijkstra B.R.** *An investment contest to influence environmental policy* //Resource and Energy Economics. – 2007. – T. 29, № 4. – c. 300–324;
41. Doh J.P., Guay T.R. Corporate Social Responsibility, Public Policy, and NGO Activism in Europe and the United States: An Institutional Stakeholder Perspective //Journal of Management Studies. – 2006. – T. 43, № 1. – C. 47–73;
42. Doucin M. Il existe une doctrine française de la responsabilité sociale des entreprises //Droits fondamentaux. – 2004, № 4. – C. 46–83;

43. Edwards E., Samant A. Investing with a conscience : An evaluation of the risk-adjusted performance of socially responsible mutual funds //American Journal of Business. – 2003. – T. 18, № 1. – c. 51–60;
44. ***European Responsible Investing Fund Survey – 2013*** //Luxembourg KPMG Publication series, Survey annual report. – 2013;
45. Fama E., French K.R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds //Journal Financial Economics. – 1993, № 33. – c. 3–53;
46. ***Felder Y., Fragnière E. Approche comportementale de l'investissement socialement responsable.*** – 2008;
47. Ferson W., Schadt R. Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions //Journal of Finance. – 1996, № 51. – c. 425–462;
48. Fombrun C.J. Indices of corporate reputation: an analysis of media rankings and social monitors' ratings //Corporate reputation review. – 1998. – T. 1, № 4. – c. 327–340;
49. ***Gélinier O., Pateyron E. La nouvelle économie du 21e siècle: les 28 règles du jeu: liberté, équité, solidarité.*** – Economica, 2000;
50. Gendron C., Lapointe A., Turcotte M.F. Responsabilité sociale et régulation de l'entreprise mondialisée //Relations industrielles/industrial relations. – 2004. – C. 73–100;
51. Geva A. Three models of corporate social responsibility: Interrelationships between theory, research, and practice //Business and Society Review. – 2008. – T. 113, № 1. – C. 1–41;
52. Ginglinger É. L'actionnaire comme contrôleur //Revue française de gestion. – 2002, № 5. – C. 37–55;
53. ***Gladwin T. N., Kennelly J.J., Krause T. S. Shifting paradigms for sustainable development: Implications for management theory and research*** //Academy of management review. – 1995. – T. 20. – № 4. – C. 874 – 907;

54. Godfrey P.C. The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective //Academy of Management Review. – 2005. – T. 30, № 4. – c. 777–798;
55. *Grandin P., Saïdane D., Aglietta M. (ed.). La finance durable: une nouvelle finance pour le XXIe siècle?* – 2011;
56. *Guercio D.D., Hawkins J. The motivation and impact of pension fund activism* //Journal of financial economics. – 1999. – T.52, №3. – c.293–340;
57. *Hansen R.G., Lott J.R. Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder/consumers* //Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 1996. – T. 31, № 1. – c. 43–68;
58. *Heinkel R., Kraus A., Zechner J. The effect of green investment on corporate behaviour* //Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2001, № 364. – c. 431–449;
59. *Helm S. The role of Corporate Reputation in Determining Investor Satisfaction and Loyalty* //Corporate Reputation Review. – 2007. – T. 10, № 1. – c. 22–37;
60. Hendry J.R. Stakeholder influence strategies: An empirical exploration //Journal of Business Ethics. – 2005. – T. 61, № 1. – C. 79–99;
61. Hillenbrand C., Money K. Corporate responsibility and corporate reputation: two separate concepts or two sides of the same coin? //Corporate Reputation Review. – 2007. – T. 10, № 4. – C. 261–277;
62. *Holling C. S. Resilience and stability of ecological systems* //Annual review of ecology and systematics. – 1973. – C. 1–23;
63. Holmstrom B., Milgrom P. Multitask principal–agent analyses: Incentive contracts, asset ownership, and job design //Journal of Law, Economics, & Organization. – 1991. – C. 24–52;
64. *Hong H., Kacperczyk M. The price of sin: the effects of social norms on markets* //Journal Financial Economics. – 2009, № 93. – c 5–36;

65. Igalens J. Comment évaluer les rapports de développement durable? //Revue française de gestion. – 2004, № 5. – C. 151–166;
66. **Inderst G., Kaminker C., Stewart F. *Defining and Measuring Green Investments: Implications for Institutional Investors' Asset Allocations.*** – OECD Publishing, 2012. – №. 24;
67. **John A., Pecchenino R. *An overlapping generations model of growth and the environment*** //Economic Journal. – 1994. – №104. – C. 1393–1410;
68. Jones T.M., Wicks A.C. Convergent stakeholder theory //Academy of management review. – 1999. – T. 24, № 2. – C. 206–221;
69. **Kahneman D. u òp. *Toward national well-being accounts*** //American Economic Review. – 2004. – C. 429–434;
70. Karpoff J.M. The impact of shareholder activism on target companies: A survey of empirical findings //Unpublished working paper. – 2001;
71. Koh H.C., El'Fred H.Y. The link between organizational ethics and job satisfaction: A study of managers in Singapore //Journal of Business Ethics. – 2001. – T. 29, № 4. – C. 309–324;
72. **Koslowski P. *Some principles of ethical economy.*** – Springer Berlin Heidelberg, 2008. – C. 31–70;
73. **Landier A., Nair V.B. *Investing for change: Profit from responsible investment*** //Oxford University Press. – 2009;
74. Lapenu C., Konini Z., Razakharivelo C. Évaluation de la performance sociale: les enjeux d'une finance responsable //Revue Tiers Monde.–2009, №1. – C. 37–54;
75. **Lenclos R. *Risque de réputation des entreprises et responsabilité sociale et environnementale*** //École Polytechnique de Montréal, 2011;
76. Lyon T.P., Maxwell J.W. Corporate social responsibility and the environment: A theoretical perspective //Review of environmental economics and policy. – 2008. – T. 2, № 2. – C. 240–260;

77. Mackey A., Mackey T.B., Barney J.B. Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies //Academy of management review. – 2007. – T. 32, № 3. – c. 817–835;
78. Marens R. Evolution du gouvernement des entreprises: l'émergence de l'activisme actionnarial au milieu du XXe siècle //Finance Contrôle Stratégie. – 2003. – T. 6, № 4. – C. 97–131;
79. Martinet A.C. L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique //Revue française de gestion. – 2002, № 5. – C. 57–76;
80. **Maug E. Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control?** //Journal of Finance. – 1998, № 531. – c. 65–98;
81. **Meadows D. H. et al. Rapport sur les limites de la croissance** //Halte à la croissance. – 1972. – C. 131–304;
82. Milevskaya M. Shareholder activism of responsible investors //The Macrotheme Review. – 2013. – T. 2, № 3. – c. 30–33;
83. **Nguyen N., LeBlanc G. Les effets de la réputation et de l'image d'une institution coopérative sur la fidélité de ses membres et clients** //Revue de l'Université de Moncton. – 2004. – T. 35, № 1. – C. 71–97;
84. Nilsson J. Segmenting socially responsible mutual fund investors: The influence of financial return and social responsibility //International Journal of Bank Marketing. – 2009. – T. 27, № 1. – C. 5–31;
85. Noe T.H. Investor activism and financial market structure //Review of Financial Studies. – 2002. – T. 15, № 1. – C. 289–318;
86. Nyborg K., Howarth R.B., Brekke K.A. Green consumers and public policy: On socially contingent moral motivation //Resource and energy economics. – 2006. – T. 28, № 4. – C. 351–366;
87. Nyborg K., Telle K. The role of warnings in regulation: keeping control with less punishment //Journal of Public Economics. – 2004. – T. 88, № 12. – c. 2801–2816;

88. O'Connell L.L. и др. An organizational field approach to corporate rationality: the role of stakeholder activism //Business Ethics Quarterly. – 2005. – с.93–111;
89. **Opler T.C., Sokobin J. Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors.** – Ohio State University. – 1997. – № 95;
90. Otten R., Bauer R., Koedijk K. International evidence on ethical mutual fund performance and investment style //Journal of Banking and Finance. – 2005, № 29. – с. 1751–1767;
91. **Pearce D., Atkinson G. The concept of sustainable development: An evaluation of its usefulness ten years after Brundtland** //Revue Suisse d'Economie Politique et de Statistique. – 1998. – T. 134. – C. 251–270;
92. Penalva E. La construction sociale d'un marché financier: l'investissement socialement responsable en France //Base des publications de l'Université Paris–Dauphine. – 2006. – с. 1–25;
93. **Penalva–Icher E. Comment devenir légitimes? Le double rôle des syndicats dans le marché de l'investissement socialement responsable** //La Revue de l'Ires. – 2008, № 2. – C. 111–140;
94. Pérez R. L'actionnaire socialement responsable //Revue française de gestion. – 2002, № 5. – C. 131–151;
95. **Prevost A. K., Rao R. P. Of What Value Are Shareholder Proposals Sponsored by Public Pension Funds** //The Journal of Business. – 2000. – T. 73, № 2. – с. 177–204;
96. Puncheva P. The role of corporate reputation in the stakeholder decision–making process //Business and Society. – 2008. – T.47, № 3. – с. 272–290;
97. Renneboog L., Ter Horst J., Zhang C. Is ethical money financially smart? Nonfinancial attributes and money flows of socially responsible investment funds //Journal of Financial Intermediation. – 2011. – T. 20, № 4. – с. 562–588;

98. **Renneboog L., Ter Horst J., Zhang C. *Socially responsible investments: institutional aspects, performance, and investor behaviour*** //Journal Banking Finance. – 2008, № 32. – c. 1723–1742;
99. Renneboog L., Ter Horst J., Zhang C. The price of ethics and stakeholder governance. The performance of socially responsible mutual funds //Journal Corporate Finance. – 2008, № 14. – c. 302–328;
100. **Romano R. *Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*** //Yale Journal on Regulation. – 2001. – T. 18, № 2. – c. 174–252;
101. **Roux M. *Finance éthique: structures, acteurs et perspectives en France.*** – Revue Banque, 2005;
102. Rowley T. I., Moldoveanu M. When will stakeholder groups act? An interest–and identity–based model of stakeholder group mobilization //Academy of Management Review. – 2003. – T. 28, № 2. – C. 204–219;
103. **Schnietz K. E., Epstein M. J. *Exploring the financial value of a reputation for corporate social responsibility during a crisis*** //Corporate Reputation Review. – 2005. – T. 7. – №. 4. – C. 327–345;
104. Schroder M. Is there a difference? The performance characteristics of SRI equity indices //Journal of Business Finance & Accounting. – 2007. – T. 34, № ½. – c. 331–348;
105. Schröder M. The performance of socially responsible investments: investment funds and indices //Financial markets and portfolio management. – 2004. – T. 18, № 2. – c. 122–142;
106. **Schueth S. *Socially responsible investing in the United States*** //Journal of business ethics. – 2003. – T. 43. – №. 3. – C. 189–194;
107. Schwaiger M. Components and parameters of corporate reputation—an empirical study //Schmalenbach business review. – 2004. – T. 56. – C. 46–71;

108. ***Sjöström E. Investment Stewardship: Actors and methods for socially and environmentally responsible investments*** //Project Report for the Nordic Partnership in collaboration with the Stockholm School of Economics, Zugriff am. – 2004. – T. 26;
109. ***Smith M.P. Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS*** //The Journal of Finance. – 1996. – T. 51, № 1. – C. 227–252;
110. ***Starr M. A. Socially responsible investment and pro-social change*** //Journal of Economic Issues. – 2008. – C. 51–73;
111. ***Statman M. What do investors want?*** //The Journal of Portfolio Management. – 2004. – T. 30, № 5. – C. 153–161;
112. Statman M. Socially responsible mutual funds //Financial Analysts Journal. – 2000, № 56. – c. 30–39;
113. Stefan A., Paul L. Does it pay to be green? A systematic overview //The Academy of Management Perspectives. – 2008. – T. 22, № 4. – C. 45–62;
114. ***Treacy W. F., Carey M. Credit risk rating systems at large US banks*** //Journal of Banking & Finance. – 2000. – T. 24. – №. 1. – C. 167–201;
115. Van den Bossche F. Robust corporate social responsibility investment screening //Ecological Economics. – 2010. – T. 69, № 5. – c. 1159–1169;
116. Waddock S. Building a new institutional infrastructure for corporate responsibility //The Academy of Management Perspectives. – 2008. – T. 22, № 3. – C. 87–108;
117. ***Wagster J.D. Prevost A. Wealth effects of the CalPERS «hit list» to SEC changes in the proxy rules*** //Wayne State University working paper.– 1996;
118. ***Wahal S. Pension fund activism and firm performance*** //Journal of Financial and quantitative analysis. – 1996. – T. 31, № 1. – c. 1–23;

119. Williams G. Some determinants of the socially responsible investment decision: a cross-country study //The Journal of Behavioral Finance. – 2007. – Т.8, № 1. – с. 43–57;
120. Williamson O. E. The new institutional economics: taking stock, looking ahead //Journal of economic literature. – 2000. – С. 595–613;
121. *Zalio P.P. Un monde patronal regional dans les années 30, une perspective configurationnelle de Repenser le marché* //Cahiers Lillois d'économie et de sociologie. – 2003;
122. *Zrelli H., Belloumi M. Stakeholders environnementaux, stratégies environnementales et productivité des industries manufacturières Tunisiennes* //www.researchgate.net. – 2001
123. Берзон Н.И., Милевская М.А. Этическая экономика: тенденции и факторы ее развития //Проблемы теории и практики управления. – 2014. – №7. – с. 66–77;
124. Милевская М.А. Международная интеграция как тенденция развития мирового финансового рынка //Сборник материалов VIII всероссийской научно-практической конференции «Актуальные вопросы экономических наук, часть 1». – 2009. – с. 13–17;
125. Милевская М.А. Международное состояние этических инвестиций и ответственных компаний //Вестник экономической интеграции. – 2014, № 3 (72). – с. 57–64;
126. Милевская М.А. Оценка степени взаимосвязи российской фондовой биржи и мировых финансовых рынков // Сборник VII межвузовской научной конференции «Современное состояние, инструменты и тенденции развития фондового рынка, при поддержке ММВБ. – 2010;
127. Милевская М.А. Положение этической экономики в мире и развитие ответственных инвестиций в России //Сборник 11 межвузовской научной конференции «Фондовый рынок: современное состояние, инструменты и тенденции развития». – 2014;

128. Милевская М.А. Социально–ответственные инвестиции: их роль и значение в экономике //Сборник 10 межвузовской научной конференции «Фондовый рынок: современное состояние, инструменты и тенденции развития». – 2013;
129. Милевская М.А. Становление этической экономики: теория и практика //Российское предпринимательство. – 2012, № 20. – с.56–60;
130. Милевская М.А. Этические принципы деятельности компаний и инвесторов: значение и прогнозы //Российский научный журнал Экономика и Управление. – 2014, № 4 (102). – с. 91–98;
131. Милевская М.А., Хазанова Л.Э. Формирование оптимальной стратегии инвестирования при случайном характере прибыли //Материалы II всероссийской научно–практической конференции «Современная Российская экономическая модель. Проблемы и перспективы». – 2008. – с. 191–195.

Список иллюстраций

| | |
|---|-----|
| Рис. 1. Динамика объема активов под ответственным управлением и количества ОИФ в Европейском союзе | 5 |
| Рис. 1. 1. Классификация стратегий ответственных инвестиционных фондов | 21 |
| Рис. 1. 2. Схема взаимодействия компании с ответственными контрагентами | 31 |
| Рис. 1. 3. Пирамида ответственности | 35 |
| Рис. 1. 4. Ключевые аспекты устойчивого развития, по мнению менеджеров высшего и среднего звена..... | 37 |
| Рис. 1. 5. Факторы, способствующие формированию экологически–ответственной политики компании (www.bsr.org) | 38 |
| Рис. 1. 6. Связи между ответственными инвесторами, компанией и рейтинговым агентством соответствующего профиля | 42 |
| Рис. 1. 7. Этические аспекты деятельности инвесторов и компаний .. | 48 |
| Рис. 1. 8. Устойчивое развитие общества на макро–уровне..... | 55 |
| Рис. 1. 9. Устойчивое развитие экономики на микро–уровне..... | 55 |
| Рис. 2. 1. Прямой эффект от деятельности ответственных инвесторов | 62 |
| Рис. 2. 2. Косвенный эффект от деятельности ответственных инвесторов..... | 63 |
| Рис. 2. 3. Полезность от этической инвестиции, от отказа инвестировать и от неэтической инвестиции..... | 64 |
| Рис. 2. 4. Стандартные кривые безразличия..... | 65 |
| Рис. 2. 5. Кривые безразличия в пространстве риск–доходность–этичность..... | 66 |
| Рис. 2. 6. Ограниченное пространство риск–доходность–этичность для инвестора с ограничением минимального уровня этичности | 67 |
| Рис. 3. 1. Объем активов под управлением и их распределение между инвестиционными фондами, страховыми компаниями и пенсионными фондами..... | 114 |

Список таблиц

| | |
|--|-----|
| Таблица 1. Рыночная капитализация ОИФ | 6 |
| Таблица 1. 1. Рост европейского рынка ответственных инвестиций согласно стратегии инвестирования | 17 |
| Таблица 1. 2. Примеры позитивного и негативного отбора, применяемые СОИФ и ЭОИФ | 24 |
| Таблица 1. 3. Государственное регулирование ответственных инвестиций и компаний..... | 32 |
| Таблица 2. 1. Экологически–ответственные инвестиционные фонды, действующие на территории Франции | 85 |
| Таблица 2. 2. Состав основных акционеров французских компаний – объектов ЭОИФ и распределение компаний по типу ЗК/ОК..... | 87 |
| Таблица 2. 3. Сравнение параметров зеленых и ответственных компаний – объектов инвестиций ЭОИФ..... | 91 |
| Таблица 3. 1. Анализ влияния стратегии ответственного инвестирования на доходность инвестиционного фонда | 95 |
| Таблица 3. 2. Распределение компаний по группам с различным воздействием на состояние ОС..... | 100 |
| Таблица 3. 3. Доля населения, имеющее высшее образование, доля взрослых от 35 до 44 лет с высшим образованием и доля ученых | 103 |
| Таблица 3. 4. Государственная политика в области ООС (доля экологических налогов в сумме налоговых поступлений)..... | 107 |
| Таблица 3. 5. «Страновые» фонды | 112 |
| Таблица 3. 6. Индекс интереса интернет–аудитории к концепции ответственного инвестирования (ИСОИ)..... | 116 |
| Таблица 3. 7. Регрессионные модели для уровня развития ЭЭ (1–6) | 119 |
| Таблица 3. 8. Регрессионные модели для уровня развития ЭЭ (7–12) | 120 |
| Таблица 3. 9. Регрессионные модели для уровня ответственности компаний ESG и доли рыночной капитализации (РК) ответственных компаний | 122 |
| Таблица 3. 10. Регрессионные модели для количества участников Соглашения PRI..... | 123 |
| Таблица 3. 11. Страны и факторы, рассматриваемые в регрессионной модели для РЭЭ | 124 |
| Таблица 3. 12. Регрессионная модель для РЭЭ..... | 125 |
| Таблица 3. 13. Результаты проверки качества модели..... | 126 |
| Таблица 3. 14. Вторая регрессионная модель для РЭЭ..... | 127 |
| Таблица 3. 15. Результаты проверки качества второй модели..... | 128 |
| Таблица 3. 16. Регрессионные модели для ОИФ (I–IV)..... | 130 |
| Таблица 3. 17. Регрессионные модели для ОИФ (V–IX)..... | 131 |

| | |
|--|-----|
| Таблица 3. 18. Регрессионные модели для ОИФ (X–XVI) | 132 |
| Таблица 3. 19. Регрессионные модели для ОИФ (XVII—XXII) | 134 |
| Таблица 3. 20. Страны и факторы, рассматриваемые в регрессионной модели для доли ОИФ | 135 |
| Таблица 3. 21. Регрессионная модель для логарифма доли ОИФ | 136 |
| Таблица 3. 22. Результаты проверки качества модели..... | 137 |
| Таблица 3. 23. Вторая регрессионная модель для логарифма доли ОИФ | 137 |
| Таблица 3. 24. Результаты проверки качества второй модели | 139 |
| Таблица 3. 25. Регрессионная модель для логарифма доли активов ОИФ | 140 |
| Таблица 3. 26. Результаты проверки качества модели..... | 140 |
| Таблица В. 1. Расчет рейтинга стран по уровню развития этической экономики | 181 |
| Таблица В. 2. Секторное распределение компаний по странам..... | 182 |
| Таблица В. 3 Распределение ВВП по отраслям экономики, расходы на исследования и разработки и рейтинг РЭЭ..... | 183 |
| Таблица В. 4. Экологический след, доля возобновляемых источников энергии, издержки ведения экологического учета, доля выплаченных экологических штрафов..... | 185 |
| Таблица В. 5. Инструменты экологической политики..... | 186 |
| Таблица В. 6. Уровень загрязнения воздуха, выбросы CO ² на душу населения, экологический след..... | 187 |
| Таблица В. 7. Средняя доля крупного собственника, государственного акционера и акционера–нерезидента и доля компаний, имеющих международную сертификацию | 187 |
| Таблица В. 8. Параметры ответственных компаний: рыночная капитализация, доходы за 2013 год, количество работников, уровень ответственности, доля институциональных собственников и количество участников Global Compact..... | 188 |
| Таблица В. 9. Доля компаний с ответственной политикой | 190 |
| Таблица В. 10. Количество участников Соглашения PRI и их классификация..... | 190 |
| Таблица В. 11. Параметры ИФ, количество, доля активов среди активов институциональных инвесторов, доля ОИФ, доля активов пенсионных фондов в ВВП, степень концентрации инвестиций ОИФ, рыночная капитализация и СЧА ОИФ..... | 191 |
| Таблица В. 12. Распределение активов по европейским ответственным инвестиционным фондам, использующим различные стратегии..... | 193 |
| Таблица В. 13. Индикаторы государственного управления, индекс защиты прав инвесторов и независимости совета акционеров..... | 194 |
| Таблица В. 14. ВВП на душу населения, все инвестиции в долях от ВВП, население в некоторых европейских странах | 195 |

| | |
|--|-----|
| Таблица С. 1. Перечень акционеров французских компаний – объектов инвестиций ЭОИФ | 196 |
| Таблица С. 2. Французские компании – объекты инвестиций ЭОИФ, распределение по секторам и тип компании ЗК/ОК | 201 |
| Таблица С. 3. Основные акционеры французских компаний – объектов инвестиций ЭОИФ | 203 |
| Таблица С. 4. Распределение по группам акционеров французских компаний – объектов инвестиций ЭОИФ..... | 208 |
| Таблица С. 5. Динамика акционерного капитала и дивидендов зеленых компаний – объектов инвестиций ЭОИФ..... | 212 |
| Таблица С. 6. Динамика акционерного капитала и дивидендов ответственных компаний – объектов инвестиций ЭОИФ | 213 |

Приложение А. Словарь терминов

Ниже представлен небольшой словарь, охватывающий различные понятия, связанные с формированием и функционированием этической экономики.

Понятия на русском языке

А

Активность акционеров (англ. Corporate engagement / Shareholder activism) – совокупность стратегий акционеров, включающая в себя диалог с менеджментом компаний, внесение предложений, касающихся модернизации производства и/или усиления социальной политики с вынесением данных вопросов на рассмотрение в совет директоров и общее собрание акционеров с последующим отражением принятых решений в стратегии развития компании.

Д

Давление заинтересованных сторон (англ. Stakeholder pressure) – использование различных рычагов влияния для изменения социальной, экологической и управленческой политики компании.

З

Зеленая компания (англ. Green enterprise) – компания, чья деятельность связана с решением социальной или экологической проблемы (очистка воды, переработка и уничтожение отходов, услуги по устранению загрязнения, контроль общего загрязнения, контроль загрязнения воздуха, альтернативные технологии, снижение отходов асбеста, консалтинг по ООС, мониторинг ОС).

И

Измерение репутации (англ. Reputation measure) – количественная оценка общественных представлений о принципах деятельности компании.

Инвестирование с целью получения влияния (англ. Impact investing) – это целевое инвестирование, ставящее задачу решить социальную или экологическую проблему, включает в себя инвестирование в сообщество для поддержки отдельных слоев населения или вложение в компанию, функционирующую для решения социальных или экологических проблем.

Институциональная активность (англ. Institutional activism) – деятельность со стороны институциональных представителей, имеющая целью добиться изменений в политике компании.

Институциональные инвесторы (англ. Institutional investors) – это учреждения, которые аккумулируют крупные суммы денег и служат посредниками между инвесторами и объектами инвестирования. Они включают в себя пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные компании, благотворительные фонды и даже университеты (студенческие инвестиционные фонды).

К

Качество окружающей среды (англ. Environmental quality) – оценка состояния ОС с использованием стандартных технологий.

Коалиция акционеров (англ. Shareholder coalitions) – альянс, союз акционеров, созданный для продвижения своих интересов в совете акционеров и на переговорах с менеджментом компании.

Конфликт между менеджерами и ответственными акционерами (англ. Manager – responsible shareholder conflict) – столкновение интересов менеджеров и акционеров, возникающее вследствие разли-

чия целей: менеджеры склонны добиваться более высоких прибылей для себя, а ответственные акционеры – для общества.

Кооперативная экономика (фр. Economie coopérative) – такая совокупность отношений, складывающихся в системе производства, распределения, обмена и потребления, которая позволяет добиваться общих для различных агентов целей и получать общие неразделимые прибыли.

Корпоративная репутация (англ. Corporate reputation) – общественные представления о принципах деятельности компании.

Корпоративная гражданская позиция (англ. Corporate citizenship) – ощущение компанией принадлежности к обществу и готовность подчинить его целям свои частные интересы.

Корпоративный имидж (англ. Corporate image) – общественные представления о принципах деятельности компании, которые часто используются в рекламных целях.

Корпоративная социальная ответственность (англ. Corporate social responsibility – CSR, фр. Responsabilité sociétale des entreprises – RSE) – признание влияния деятельности компании на потребителей, поставщиков, работников, акционеров и общество в целом посредством принятых ею решений.

Л

Лояльность инвестора (англ. Investor loyalty) – эмоциональная приверженность инвесторов данной компании, способствующая установлению отношений инвесторов с эмитентом, менее подверженных неудачным результатам деятельности компании.

М

Межпоколенческая справедливость (англ. Inter-generational equity) – этический принцип социально-экономического и экологического характера, согласно которому возможности будущих поколений

по удовлетворению их потребностей должны быть как минимум такими же, как у сегодняшнего поколения.

О

Ответственная компания (компания ESG) (англ. Reformed enterprises) – компания, чья деятельность изначально не направлена на решение социальной или экологической проблемы, но при этом применяет критерии ESG для формирования корпоративной политики.

Отношения с заинтересованными сторонами (англ. Stakeholder relationship) – взаимодействие компании с поставщиками, потребителями, органами власти, страховыми компаниями, институциональными и частными инвесторами и т.д.

П

Скрининг на основе норм (англ. Norms-based screening) – скрининг в соответствии с международными нормами и стандартами (Юнисеф, ООН, ОЭСР и др.). В случае невыполнения норм компаниями данные бумаги исключаются из портфеля.

Природоохранные стратегии (фр. Strategies environnementales) – стратегии компании, способствующие снижению ущерба от производства, включающие в себя построение очистительных сооружений, модернизацию производственного процесса, использование более экологически чистых материалов и т.д.

Р

Работники – акционеры (фр. Actionnariat salarié) – работники компании, получающие часть зарплаты в виде акций или акционеры, принятые на работу в компанию.

Рынок благотворительности (фр. Le marché de la vertu) – совокупность экономических отношений, базирующихся на регулярных обменных операциях между ответственными компаниями, которые

руководствуются нравственными принципами ведения бизнеса, и ответственными потребителями.

С

Скрининг (англ. Screening) – процесс отбора ценных бумаг в портфель.

Собственность работников (англ. Employee – ownership) – часть акций компании, находящиеся в собственности работников, либо полученные в форме заработной платы, либо приобретенные на собственные средства.

СОИ (англ. SRI) – термин, которые включает в себя устойчивые, ответственные, социально–ответственные, этические, экологически–ответственные, социальные инвестиции и другие вложения, которые интегрируют критерии ESG в финансовый анализ.

Социальная и солидарная экономика (фр. Economie sociale et solidaire) – совокупность отношений, складывающихся в системе производства, распределения, обмена и потребления при примирении концепций «экономической деятельности» и «социальной полезности». В такой экономике осуществляется сотрудничество коммерческих и некоммерческих структур.

Социальная мотивация (англ. Pro–social motivation) – общественно–значимые нравственные причины, побуждающие принять то или иное решение.

Социальная ответственность (фр. Responsabilité sociale) – признание влияния того или иного субъекта на качество жизни и состояние ОС посредством принятых им решений.

Социально–значимая информация (фр. Information societale) – информация, способствующая улучшению качества жизни людей и состояния ОС, например, через раскрытие данных о негативных последствиях деятельности той или иной компании.

Социально–значимые компании (англ. Social enterprises) – компании, которые используют свою коммерческую деятельность для максимального улучшения качества жизни людей и состояния ОС, иногда в ущерб максимизации прибыли.

Социально–значимые результаты деятельности (фр. Performance societale) – результаты деятельности компании, включающие в себя проведение социальной политики, улучшение условий труда, реализацию международных прав человека и т.п.

Социально–ответственное инвестирование (англ. Social responsible investing) – стратегии инвестирования, предполагающие не только максимизацию прибыли, но полезности для общества.

Социально–ответственные фонды (англ. Socially responsible funds) – (а) инвестиционные фонды, которые вкладывают средства, используя социальные критерии отбора объектов для инвестирования; (б) инвестиционные фонды, которые вкладывают средства, используя социальные, экологические и управленческие критерии в целом для отбора объектов инвестирования, способствующие решению социальных и экологических проблем.

«Страновые» фонды (англ. Country funds) – инвестиционные фонды, вкладывающие свои средства в экономику конкретной страны.

Стратегия исключения (англ. Strategy of divestment) – продажа ценных бумаг компании, которая перестала удовлетворять критериям ESG.

Стратегия «лучший в своем классе» (позитивный скрининг) (англ. Best–in–class/Positive screening) – политика инвестирования в сектора, компании или проекты, которые были отобраны методом сравнения характеристик ESG.

Стратегия «инвестирования в устойчивое развитие» (англ. Sustainability–themed investment) – стратегия, которая включает в себя

специфические критерии, такие как учет изменения климата, доступности еды, воды, возобновляемых источников энергии, чистой технологии и реализует принцип, согласно которому возможности будущих поколений по удовлетворению их потребностей должны быть как минимум такими же, как у сегодняшнего поколения.

У

Устойчивое развитие (англ. Sustainable development) – стабильное развитие, учитывающее социальные и экологические аспекты, и способствующее тому, чтобы возможности будущих поколений по удовлетворению их потребностей должны быть как минимум такими же, как у сегодняшнего поколения.

Ч

Частично–ответственный инвестиционный фонд (ЧОИФ) – не экологически-ответственный инвестиционный фонд, руководители которого, тем не менее, признают необходимость бережливого отношения к ресурсам ОС.

Э

«Экологизация» финансов (фр. Ecologisation de la finance) – формирование принципов ведения финансов с учетом состояния ОС, интеграция в финансовые отчеты компании экологических показателей.

Экологическая репутация (англ. Environmental reputation) – общественные представления об экологической политике компании, о ее влиянии на состояние ОС.

Этическая экономика (англ. Ethical economy, фр. Economie éthique)) – (1) отрасль экономической науки, изучающая влияние реальных экономических показателей на этические аспекты деятельности экономических агентов; (2) Социально–экономическая система, развивающаяся на основе ответственного поведения компаний, фи-

нансовых институтов, государства и других организаций, учитывающее их взаимовлияние в рамках одного общества.

Понятия на английском языке

С

CDFI (англ. Community development financial institution) – данная аббревиатура обозначает финансовый институт, отвечающий за развитие общества.

Е

ESG – данная аббревиатура отражает три параметра, по которым составляются рейтинги компаний, стран и других организаций: *E* – окружающая среда, *S* – социальная ответственность, *G* – корпоративное управление.

**Приложение В. Экономические, экологические и социальные
характеристики развитых и развивающихся стран**

**Таблица В. 1. Расчет рейтинга стран по уровню развития этиче-
ской экономики**

| Страна | IRR Vigeo | Рейтинг Fitch | Рейтинг КСО | ИЭЭ | ИРЧП | РЭЭ |
|----------------|--------------|------------------|----------------|-------|-------|------|
| Нидерланды | 97,18 | AAA | 75,3 | 77,75 | 0,915 | 5,84 |
| Финляндия | 97,67 | AAA | 72,26 | 75,72 | 0,879 | 5,71 |
| Франция | 91,58 | AA+ | 71,45 | 71,05 | 0,884 | 5,57 |
| Швеция | 98,45 | AAA | 62,79 | 78,09 | 0,898 | 5,51 |
| Великобритания | 94,98 | AA+ | 64,32 | 77,35 | 0,892 | 5,50 |
| Швейцария | 91,58 | AAA | 57,88 | 87,76 | 0,917 | 5,44 |
| Германия | 94,56 | AAA | 58,25 | 80,47 | 0,911 | 5,39 |
| Норвегия | 97,64 | AAA | 56,9 | 78,04 | 0,944 | 5,39 |
| Испания | 92,95 | BBB+ | 66,26 | 79,79 | 0,869 | 5,28 |
| Люксембург | 91,1 | AAA | 55 | 83,29 | 0,881 | 5,27 |
| Дания | 97,8 | AAA | 48,45 | 76,92 | 0,900 | 5,11 |
| Австралия | 91,67 | AAA | 44,46 | 82,4 | 0,933 | 5,04 |
| Новая Зеландия | 86 | AA | 49,47 | 76,41 | 0,910 | 5,02 |
| Бельгия | 89,39 | AA | 53,16 | 66,61 | 0,881 | 5,01 |
| Португалия | 93,6 | BB+ | 67,52 | 75,8 | 0,822 | 4,98 |
| Австрия | 97,4 | AAA | 43,29 | 78,32 | 0,881 | 4,96 |
| Канада | 83,92 | AAA | 47,59 | 73,14 | 0,902 | 4,91 |
| Чехия | 94,1 | A+ | 48,56 | 81,47 | 0,861 | 4,84 |
| Венгрия | 70,1 | BB+ | 73,29 | 70,28 | 0,818 | 4,83 |
| Италия | 85,76 | BBB+ | 52,92 | 74,36 | 0,872 | 4,80 |
| Сингапур | 93,1 | AAA | 34,66 | 81,78 | 0,901 | 4,75 |
| США | 62,83 | AAA | 51,91 | 67,52 | 0,914 | 4,75 |
| Ирландия | 92,89 | A- | 43,04 | 74,67 | 0,899 | 4,64 |
| Япония | 77,34 | A+ | 38,18 | 72,35 | 0,890 | 4,32 |
| Исландия | 88,1 | BBB- | 29,02 | 76,5 | 0,895 | 4,24 |
| Израиль | 74,1 | A | 38,44 | 65,78 | 0,888 | 4,21 |
| Бразилия | 52,1 | BBB | 55,02 | 52,97 | 0,744 | 4,13 |
| Греция | 84,1 | B | 35,42 | 73,28 | 0,853 | 4,03 |
| Малайзия | 64,1 | A- | 42,32 | 59,31 | 0,773 | 4,02 |
| Турция | 54,1 | BBB- | 44,33 | 54,91 | 0,759 | 3,91 |
| Индонезия | 50,1 | BBB- | 45,46 | 44,36 | 0,684 | 3,70 |
| Таиланд | | BBB+ | 55,76 | 52,83 | 0,722 | 3,60 |
| Гонконг | 64,1 | AA+ | 30,27 | | 0,891 | 3,40 |
| Китай | 64,1 | A+ | 25,59 | 43 | 0,719 | 3,33 |
| Польша | | A- | 33,22 | 69,53 | 0,834 | 3,31 |
| Чили | | A+ | 33,41 | 69,93 | 0,822 | 3,30 |
| Мексика | | BBB+ | 38,96 | 55,03 | 0,756 | 3,21 |
| Индия | 55,1 | BBB- | 47,16 | 0 | 0,586 | 3,18 |

| Страна | IRR Vigeo | Рейтинг Fitch | Рейтинг КСО | ИЭЭ | ИРЧП | РЭЭ |
|-------------------|-----------|---------------|-------------|-------|-------|------|
| Россия | | BBB | 37,52 | 53,45 | 0,778 | 3,18 |
| Саудовская Аравия | | AA | 19,22 | 66,66 | 0,836 | 3,16 |
| Перу | | BBB+ | 41,33 | 45,05 | 0,737 | 3,14 |
| Колумбия | | BBB | 34,4 | 50,77 | 0,711 | 3,00 |
| Филиппины | | BBB- | 39,59 | 44,02 | 0,660 | 3,00 |
| Тайвань | 64,1 | A+ | 29,02 | 62,18 | | 2,88 |

Примечания к таблице: *IRR Vigeo* – рейтинг институциональной ответственности, рассчитанный аналитической группой Vigeo; *рейтинг Fitch* – рейтинг кредитоспособности страны рейтингового агентства Fitch; *рейтинг КСО* – рейтинг общей корпоративной социальной ответственности компаний, рассчитанный Thompson Reuters; *ИЭЭ* – индекс экологической эффективности; *ИРЧП* – индекс развития человеческого потенциала; *РЭЭ* – итоговый рассчитанный рейтинг уровня развития этической экономики.

Таблица В. 2. Секторное распределение компаний по странам

| Страна | СДПИ | ПС | ФС | СЗ О | СП | НГС | СИТ | СТ К | СКУ |
|----------------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|
| Австралия | 42,99 | 10,15 | 17,53 | 5,58 | 10,10 | 7,84 | 3,42 | 1,06 | 1,36 |
| Австрия | 6,12 | 19,39 | 28,57 | 2,04 | 29,59 | 4,08 | 6,12 | 1,02 | 3,06 |
| Бельгия | 7,03 | 22,73 | 34,30 | 6,20 | 18,18 | 1,65 | 6,61 | 0,83 | 2,48 |
| Бразилия | 7,39 | 25,87 | 36,30 | 1,52 | 12,83 | 1,96 | 1,30 | 1,74 | 11,09 |
| Великобритания | 9,43 | 18,92 | 30,70 | 5,19 | 18,62 | 6,36 | 8,43 | 1,24 | 1,12 |
| Венгрия | 1,70 | 11,86 | 33,90 | 8,48 | 13,56 | 3,39 | 11,86 | 6,78 | 8,48 |
| Германия | 4,49 | 22,18 | 34,46 | 4,95 | 16,68 | 2,93 | 11,27 | 1,01 | 2,02 |
| Гонконг | 5,99 | 32,66 | 25,84 | 3,22 | 17,90 | 2,25 | 9,14 | 1,42 | 1,57 |
| Греция | 8,07 | 34,74 | 13,68 | 3,51 | 28,42 | 0,70 | 9,12 | 0,35 | 1,40 |
| Дания | 2,38 | 24,76 | 37,14 | 9,52 | 17,62 | 0,95 | 5,71 | 0,95 | 0,95 |
| Израиль | 2,68 | 15,30 | 31,07 | 10,6 | 20,82 | 3,79 | 13,88 | 1,42 | 0,47 |
| Индия | 15,42 | 29,65 | 18,61 | 5,06 | 21,59 | 1,11 | 7,07 | 0,32 | 1,19 |
| Индонезия | 15,88 | 31,75 | 27,22 | 2,68 | 15,46 | 1,65 | 3,09 | 1,86 | 0,41 |
| Ирландия | 2,63 | 3,72 | 83,37 | 2,63 | 3,50 | 2,85 | 0,88 | 0,22 | 0,22 |
| Исландия | | 35,71 | 28,57 | 7,14 | 14,29 | | 7,14 | 7,14 | |
| Испания | 6,74 | 22,80 | 33,16 | 6,22 | 18,65 | 2,59 | 3,63 | 2,07 | 4,15 |
| Италия | 2,01 | 27,52 | 26,51 | 3,69 | 22,15 | 3,02 | 8,39 | 1,01 | 5,71 |
| Канада | 40,82 | 7,39 | 23,69 | 3,26 | 6,20 | 12,76 | 4,59 | 0,50 | 0,81 |
| Китай | 14,82 | 26,76 | 10,11 | 6,96 | 27,59 | 2,37 | 8,29 | 0,35 | 2,75 |
| Колумбия | 7,32 | 29,27 | 25,61 | 2,44 | 15,85 | 6,10 | 1,22 | 3,66 | 8,54 |
| Люксембург | 1,54 | 3,08 | 92,09 | 0,22 | 1,10 | 0,66 | 0,66 | 0,44 | 0,22 |
| Малайзия | 8,95 | 26,84 | 15,05 | 2,42 | 32,21 | 2,74 | 9,26 | 1,26 | 1,26 |
| Мексика | 11,81 | 34,03 | 32,64 | 1,39 | 17,36 | | | 2,08 | 0,69 |
| Нидерланды | 4,68 | 19,88 | 25,15 | 4,09 | 22,22 | 5,26 | 16,37 | 2,34 | |
| Новая Зе- | 4,83 | 29,66 | 24,83 | 7,59 | 16,55 | 3,45 | 6,21 | 2,07 | 4,83 |

| Страна | СДПИ | ПС | ФС | СЗ О | СП | НГС | СИТ | СТ К | СКУ |
|----------------------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|---------|-------|
| ландия | | | | | | | | | |
| Норвегия | 2,95 | 17,30 | 20,68 | 7,17 | 21,52 | 21,52 | 7,60 | 0,42 | 0,84 |
| Перу | 14,29 | 28,10 | 36,19 | | 9,52 | 1,91 | 0,48 | 0,95 | 8,57 |
| Польша | 5,04 | 27,10 | 19,66 | 4,44 | 26,62 | 1,80 | 11,63 | 1,68 | 2,04 |
| Португалия | 8,20 | 34,43 | 16,39 | 1,64 | 22,95 | 1,64 | 8,20 | 3,28 | 3,28 |
| Россия | 12,16 | 14,57 | 15,78 | 1,55 | 33,36 | 7,85 | 1,38 | 0,78 | 12,59 |
| Саудовская Аравия | 11,66 | 22,09 | 38,04 | 2,45 | 20,25 | 1,84 | 0,61 | 2,45 | 0,61 |
| Сингапур | 5,40 | 21,91 | 17,44 | 2,47 | 37,19 | 5,40 | 8,33 | 0,93 | 0,93 |
| США | 4,12 | 17,96 | 38,26 | 8,32 | 13,04 | 6,37 | 9,69 | 1,06 | 1,19 |
| Таиланд | 11,32 | 30,14 | 26,16 | 3,03 | 19,94 | 2,39 | 4,15 | 1,44 | 1,44 |
| Тайвань | 8,20 | 17,93 | 6,26 | 5,69 | 33,52 | 0,91 | 26,75 | 0,23 | 0,51 |
| Турция | 7,23 | 34,97 | 28,44 | 1,17 | 21,45 | 1,17 | 3,50 | 0,47 | 1,63 |
| Филиппины | 11,88 | 21,46 | 39,46 | 0,77 | 11,88 | 3,45 | 4,60 | 2,30 | 4,22 |
| Финляндия | 7,94 | 21,43 | 12,70 | 3,97 | 35,71 | 0,79 | 15,87 | 0,79 | 0,79 |
| Франция | 2,48 | 22,05 | 39,06 | 5,56 | 14,62 | 1,71 | 12,22 | 0,60 | 1,71 |
| Чехия | 8,33 | 27,08 | 18,75 | | 22,92 | 6,25 | | 6,25 | 10,42 |
| Чили | 9,09 | 33,33 | 25,97 | 2,60 | 14,29 | 0,43 | 1,73 | 1,30 | 11,26 |
| Швейцария | 3,82 | 23,09 | 34,71 | 5,35 | 24,01 | 0,77 | 4,13 | 0,46 | 3,67 |
| Швеция | 7,85 | 18,71 | 15,29 | 15,0 9 | 23,74 | 3,62 | 13,48 | 1,41 | 0,81 |
| Япония | 7,65 | 32,25 | 12,84 | 4,20 | 30,44 | 0,54 | 10,77 | 0,40 | 0,92 |

Примечания к таблице: СДПИ – доля сектора добычи полезных ископаемых. ПС – доля потребительского сектора. ФС – доля сектора финансовых услуг. СЗО – доля сектора здравоохранения. СП – доля сектора промышленности. НГС – доля нефтегазового сектора. СИТ – доля сектора информационных технологий. СТК – доля сектора телекоммуникаций. СКУ – доля сектора коммунальных услуг.

Таблица В. 3 Распределение ВВП по отраслям экономики, расходы на исследования и разработки и рейтинг РЭЭ

| Страна | РЭЭ | Номинальный ВВП | С/Х, % от ВВП | Промышленность, % от ВВП | Сфера услуг, % от ВВП | НИ-ОКР, % от ВВП |
|----------------|------|--------------------|------------------|-----------------------------|-----------------------------|------------------------|
| Нидерланды | 5,84 | 770224 | 0,028 | 0,241 | 0,732 | 0,016 |
| Финляндия | 5,71 | 247200 | 0,026 | 0,291 | 0,682 | 0,031 |
| Франция | 5,57 | 2608699 | 0,019 | 0,183 | 0,798 | 0,019 |
| Швеция | 5,51 | 538237 | 0,018 | 0,269 | 0,713 | 0,033 |
| Великобритания | 5,5 | 2440505 | 0,007 | 0,211 | 0,782 | 0,017 |
| Швейцария | 5,44 | 622855 | 0,013 | 0,277 | 0,71 | 0,023 |
| Германия | 5,39 | 333238 | 0,045 | 0,191 | 0,764 | 0,024 |
| Норвегия | 5,39 | 48365 | 0,027 | 0,383 | 0,59 | 0,016 |

| Страна | РЭЭ | Номинальный ВВП | С/Х, % от ВВП | Промышленность, % от ВВП | Сфера услуг, % от ВВП | НИ-ОКР, % от ВВП |
|-------------------|------|-----------------|---------------|--------------------------|-----------------------|------------------|
| Испания | 5,28 | 1340266 | 0,033 | 0,242 | 0,726 | 0,013 |
| Люксембург | 5,27 | 42190 | 0,004 | 0,136 | 0,86 | 0,0162 |
| Дания | 5,11 | 3400579 | 0,008 | 0,281 | 0,711 | 0,023 |
| Австралия | 5,04 | 1542055 | 0,04 | 0,266 | 0,694 | 0,017 |
| Новая Зеландия | 5,02 | 166900 | 0,047 | 0,24 | 0,713 | 0,012 |
| Бельгия | 5,01 | 513396 | 0,007 | 0,216 | 0,777 | 0,017 |
| Португалия | 4,98 | 245000 | 0,026 | 0,226 | 0,748 | 0,012 |
| Австрия | 4,96 | 419243 | 0,015 | 0,295 | 0,69 | 0,025 |
| Канада | 4,91 | 1819081 | 0,018 | 0,286 | 0,696 | 0,018 |
| Чехия | 4,84 | 193500 | 0,018 | 0,396 | 0,586 | 0,014 |
| Венгрия | 4,83 | 198100 | 0,033 | 0,308 | 0,659 | 0,009 |
| Италия | 4,8 | 2014019 | 0,02 | 0,239 | 0,741 | 0,011 |
| США | 4,75 | 16 млн. | 0,012 | 0,191 | 0,797 | 0,027 |
| Сингапур | 4,75 | 318900 | | 0,266 | 0,734 | 0,022 |
| Ирландия | 4,64 | 191500 | 0,02 | 0,29 | 0,69 | 0,014 |
| Япония | 4,32 | 5963969 | 0,012 | 0,275 | 0,714 | 0,0367 |
| Исландия | 4,24 | 12950 | 0,053 | 0,244 | 0,701 | 0,023 |
| Израиль | 4,21 | 245266 | 0,025 | 0,312 | 0,647 | 0,042 |
| Бразилия | 4,13 | 2395968 | 0,054 | 0,274 | 0,672 | 0,009 |
| Греция | 4,03 | 303065 | 0,033 | 0,179 | 0,789 | 0,006 |
| Малайзия | 4,02 | 307200 | 0,12 | 0,4 | 0,48 | 0,0063 |
| Турция | 3,91 | 783064 | 0,089 | 0,281 | 0,63 | 0,007 |
| Индонезия | 3,7 | 894854 | 0,143 | 0,469 | 0,388 | 0,0007 |
| Таиланд | 3,6 | 345649 | 0,133 | 0,34 | 0,527 | 0,0025 |
| Гонконг | 3,4 | 325755 | 0,001 | 0,09 | 0,909 | |
| Китай | 3,33 | 8227037 | 0,101 | 0,453 | 0,446 | 0,0197 |
| Польша | 3,31 | 513821 | 0,034 | 0,336 | 0,63 | 0,009 |
| Чили | 3,3 | 268300 | 0,051 | 0,418 | 0,531 | 0,0053 |
| Мексика | 3,21 | 1162891 | 0,037 | 0,342 | 0,621 | 0,004 |
| Россия | 3,18 | 2021960 | 0,039 | 0,36 | 0,601 | 0,01 |
| Индия | 3,18 | 1824832 | 0,17 | 0,18 | 0,65 | 0,009 |
| Саудовская Аравия | 3,16 | 657049 | 0,02 | 0,669 | 0,311 | 0,0025 |
| Перу | 3,14 | 325400 | 0,078 | 0,339 | 0,584 | 0,001 |
| Колумбия | 3 | 328422 | 0,089 | 0,38 | 0,531 | 0,0016 |
| Филиппины | 3 | 257000 | 0,123 | 0,333 | 0,544 | 0,0009 |
| Тайвань | 2,88 | 466832 | 0,013 | 0,32 | 0,669 | 0,023 |

Примечания к таблице: С/Х, % от ВВП – удельный вес сельского хозяйства в процентах от ВВП. Промышленность, % от ВВП – удельный вес промышленности в процентах от ВВП. Сфера услуг, % от ВВП – удельный вес сферы услуг в

процентах от ВВП. *НИОКР, % от ВВП* – удельный вес расходов на исследования и разработки в процентах от ВВП.

Таблица В. 4. Экологический след, доля возобновляемых источников энергии, издержки ведения экологического учета, доля выплаченных экологических штрафов

| Страна | РЭЭ | ЭС | ДВИЭ | ИВЭУ | ДВЭШ |
|----------------|------|-------|-------|-----------|------------|
| Нидерланды | 5,84 | 5,75 | 9,70 | 0,0000042 | 0,00000026 |
| Финляндия | 5,71 | 8,45 | 34,30 | 0,0004016 | 0,00000001 |
| Франция | 5,57 | 7,27 | 15,10 | 0,0100209 | 0,00000455 |
| Швеция | 5,51 | 7,53 | 60,42 | 0,0003445 | 0,00000030 |
| Великобритания | 5,50 | 6,29 | 14,80 | 0,0083918 | 0,00003352 |
| Швейцария | 5,44 | 6,63 | 58,52 | 0,0004134 | 0,00000047 |
| Норвегия | 5,39 | 6,13 | 96,60 | 0,0000010 | 0,00000291 |
| Германия | 5,39 | 6,31 | 31,00 | 0,0051609 | 0,00000901 |
| Испания | 5,28 | 5,5 | 42,40 | 0,0012632 | 0,00000639 |
| Австралия | 5,04 | 8,49 | 9,64 | 0,0001410 | 0,00000824 |
| Португалия | 4,98 | 4,99 | 58,10 | 0,0000849 | 0,00000002 |
| Австрия | 4,96 | 5,45 | 69,38 | 0,0004932 | |
| Канада | 4,91 | 7,66 | 64,23 | 0,0015772 | 0,00000411 |
| Чехия | 4,84 | 6,3 | 8,51 | 0,0016490 | 0,00000016 |
| Венгрия | 4,83 | 5,01 | 8,48 | 0,0169797 | 0,00003413 |
| Италия | 4,80 | 5,51 | 31,19 | 0,0015970 | 0,00000179 |
| США | 4,75 | 12,22 | 10,05 | 0,0144553 | 0,00013429 |
| Сингапур | 4,75 | 5,34 | 15,10 | 0,0000212 | |
| Ирландия | 4,64 | 9,43 | 19,60 | 0,0000740 | 0,00000001 |
| Япония | 4,32 | 5,94 | 9,41 | 4,2482967 | |
| Израиль | 4,21 | 5,4 | 3,00 | 0,0000354 | |
| Бразилия | 4,13 | 2,6 | 88,88 | 0,0035780 | 0,00008027 |
| Греция | 4,03 | 5,58 | 15,90 | 0,0000172 | 0,00000017 |
| Малайзия | 4,02 | 3,68 | 8,54 | 0,0000079 | 0,00000013 |
| Турция | 3,91 | 2,73 | 0,52 | 0,0000210 | |
| Индонезия | 3,70 | 1,48 | 11,99 | 0,1480038 | |
| Таиланд | 3,60 | 2,7 | 12,45 | 0,0019678 | |
| Гонконг | 3,40 | 4,7 | 18,10 | 0,0000351 | 0,00000023 |
| Китай | 3,33 | 1,84 | 17,88 | 0,0001449 | 0,00000183 |
| Польша | 3,31 | 5,4 | 5,92 | 0,0000896 | |
| Чили | 3,30 | 3,39 | 44,14 | 0,0039495 | |
| Мексика | 3,21 | 2,69 | 25,00 | 0,0000181 | 0,00000230 |
| Индия | 3,18 | 1,06 | 14,58 | 0,0071154 | 0,00000109 |
| Россия | 3,18 | 5,36 | 15,80 | 0,0726265 | 0,00016373 |
| Филиппины | 3,00 | 1,42 | 33,71 | 0,0000094 | |
| Колумбия | 3,00 | 1,9 | 85,66 | 0,5681410 | 0,00518125 |
| Тайвань | 2,88 | 6,54 | 15,10 | 2,4436396 | 0,00000397 |

Примечание к таблице: цветом окрашены страны, лидирующие по данным показателям. ЭС – экологический след. ДВИЭ – процентная доля возобновляемых

источников энергии. *ИБЭУ* – издержки ведения экологического учета. *ДВЭШ* – доля выплаченных экологических штрафов.

Таблица В. 5. Инструменты экологической политики

| Страна | РЭЭ | Энергетические налоги | Транспортные налоги | Другие налоги | Все налоги ООС |
|----------------|------|-----------------------|---------------------|---------------|----------------|
| Нидерланды | 5,84 | 1,93 | 1,13 | 0,51 | 3,57 |
| Финляндия | 5,71 | 2,09 | 0,92 | 0,06 | 3,07 |
| Франция | 5,57 | 1,48 | 0,31 | 0,15 | 1,94 |
| Швеция | 5,51 | 2,05 | 0,44 | 0,03 | 2,52 |
| Великобритания | 5,5 | 1,77 | 0,55 | 0,09 | 2,42 |
| Швейцария | 5,44 | 0,95 | 0,92 | 0,03 | 1,90 |
| Германия | 5,39 | 1,83 | 0,35 | 0,01 | 2,19 |
| Норвегия | 5,39 | 1,08 | 1,06 | 0,07 | 2,21 |
| Испания | 5,28 | 1,27 | 0,26 | 0,09 | 1,62 |
| Люксембург | 5,27 | 2,28 | 0,14 | 0,00 | 2,42 |
| Дания | 5,11 | 2,20 | 1,49 | 0,25 | 3,94 |
| Австралия | 5,04 | 1,37 | 0,59 | 0,03 | 2,00 |
| Новая Зеландия | 5,02 | 0,77 | 0,59 | 0,01 | 1,37 |
| Бельгия | 5,01 | 1,38 | 0,74 | 0,14 | 2,37 |
| Португалия | 4,98 | 1,69 | 0,50 | 0,01 | 2,20 |
| Австрия | 4,96 | 1,63 | 0,91 | 0,02 | 2,56 |
| Канада | 4,91 | 0,85 | 0,26 | 0,05 | 1,17 |
| Чехия | 4,84 | 2,31 | 0,46 | 0,05 | 2,83 |
| Венгрия | 4,83 | 2,13 | 0,48 | 0,31 | 2,91 |
| Италия | 4,8 | 2,33 | 0,65 | 0,04 | 3,01 |
| США | 4,75 | 0,47 | 0,27 | 0,02 | 0,77 |
| Ирландия | 4,64 | 1,45 | 0,90 | 0,04 | 2,39 |
| Япония | 4,32 | 1,00 | 0,56 | 0,01 | 1,57 |
| Израиль | 4,21 | 1,89 | 1,24 | 0,05 | 3,18 |
| Бразилия | 4,13 | 2,01 | 1,50 | 0,00 | 3,51 |
| Турция | 3,91 | 2,54 | 1,09 | 0,00 | 3,63 |
| Китай | 3,33 | 0,69 | 0,51 | 0,25 | 1,44 |
| Польша | 3,31 | 1,87 | 0,08 | 0,09 | 2,04 |
| Чили | 3,3 | 0,85 | 0,20 | 0,51 | 1,57 |
| Мексика | 3,21 | -1,32 | 0,04 | 0,00 | -1,28 |
| Колумбия | 3 | 0,59 | 0,07 | 0,26 | 0,92 |

Примечания к таблице: Цветом окрашены страны, лидирующие по данным показателям. *Энергетические налоги* включают в себя налоги на нефть и на транспортное топливо, на ископаемые виды топлива и стационарно потребляемую электроэнергию. *Транспортные налоги* включают в себя все транспортные налоги (налог с импорта и продаж транспорта, налог на регистрацию, налог на дороги). *Другие налоги* включают в себя налоги на отходы и другие налоги ООС. Данные представлены в долях от ВВП.

Таблица В. 6. Уровень загрязнения воздуха, выбросы CO² на душу населения, экологический след

| Страна | РЭЭ | ЗВ | CO ² | ЭС | Страна | РЭЭ | ЗВ | CO ² | ЭС |
|----------------|------|----|-----------------|------|-------------------|------|------|-----------------|------|
| Нидерланды | 5,84 | 26 | 10,3 | 5,75 | Ирландия | 4,64 | 15 | 9,3 | 9,43 |
| Финляндия | 5,71 | 19 | 10 | 8,45 | Япония | 4,32 | 22 | 8,6 | 5,94 |
| Франция | 5,57 | 27 | 5,6 | 7,27 | Израиль | 4,21 | 59 | 9 | 5,4 |
| Швеция | 5,51 | 25 | 4,7 | 7,53 | Бразилия | 4,13 | 40 | 1,9 | 2,6 |
| Великобритания | 5,5 | 23 | 7,7 | 6,29 | Греция | 4,03 | 44 | 8,4 | 5,58 |
| Швейцария | 5,44 | 22 | 5,4 | 6,63 | Малайзия | 4,02 | 42 | 7,1 | 3,68 |
| Норвегия | 5,39 | 22 | 9,7 | 6,13 | Турция | 3,91 | 66 | 3,9 | 2,73 |
| Германия | 5,39 | 25 | 8,3 | 6,31 | Индонезия | 3,7 | 55 | 1,9 | 1,48 |
| Испания | 5,28 | 29 | 6,3 | 5,5 | Таиланд | 3,6 | 41 | 4 | 2,7 |
| Люксембург | 5,27 | 18 | 20,4 | 2 | Гонконг | 3,4 | 101 | | 4,7 |
| Дания | 5,11 | 27 | 9 | 9,88 | Китай | 3,33 | 98 | 5,8 | 1,84 |
| Австралия | 5,04 | 13 | 18,4 | 8,49 | Польша | 3,31 | 33 | 7,8 | 5,4 |
| Новая Зеландия | 5,02 | 22 | 7,4 | 9,54 | Чили | 3,3 | 62 | 3,9 | 3,39 |
| Бельгия | 5,01 | 26 | 9,6 | 5,88 | Мексика | 3,21 | 55 | 4 | 2,69 |
| Португалия | 4,98 | 28 | 5,4 | 4,99 | Индия | 3,18 | 109 | 1,6 | 1,06 |
| Австрия | 4,96 | 25 | 7,4 | 5,45 | Россия | 3,18 | 32,5 | 11 | 5,36 |
| Канада | 4,91 | 13 | 15,2 | 7,66 | Саудовская Аравия | 3,16 | 143 | 16,1 | 6,15 |
| Чехия | 4,84 | 29 | 10,3 | 6,3 | Перу | 3,14 | 74 | 1,6 | 1,33 |
| Венгрия | 4,83 | 27 | 4,9 | 5,01 | Филиппины | 3 | 47 | 0,7 | 1,42 |
| Италия | 4,8 | 37 | 6,7 | 5,51 | Колумбия | 3 | 71 | 1,6 | 1,9 |
| США | 4,75 | 18 | 17,3 | 12,2 | Тайвань | 2,88 | 111 | | 6,54 |
| Сингапур | 4,75 | 32 | 6,4 | 5,34 | | | | | |

Примечания к таблице: Указаны страны с высоким рейтингом РЭЭ. Цветом окрашены страны, лидирующие по данным показателям (с наибольшими налогами и наименьшим загрязнением). ЗВ – уровень загрязнения воздуха. CO² – выбросы углекислого газа метрических тонн на душу населения.

Таблица В. 7. Средняя доля крупного собственника, государственного акционера и акционера–нерезидента и доля компаний, имеющих международную сертификацию

| Страна | РЭЭ | Компании МПС, % | Доля КС, % | Доля ГС, % | Доля ЧИС, % |
|------------|------|-----------------|------------|------------|-------------|
| Германия | 5,39 | | 76,7 | 4,5 | 6,3 |
| Испания | 5,28 | 21,3 | 69,9 | 0,5 | 5,4 |
| Португалия | 4,98 | 12,7 | 87,2 | 2,8 | 9,8 |
| Чехия | 4,84 | 43,5 | 87,2 | 0,1 | 6,6 |
| Венгрия | 4,83 | 39,4 | 70,8 | 0,9 | 10,8 |
| Ирландия | 4,64 | 17,2 | 67,6 | | 10,7 |

| Страна | РЭЭ | Компании МПС, % | Доля КС, % | Доля ГС, % | Доля ЧИС, % |
|-----------|------|--------------------|------------|------------|----------------|
| Бразилия | 4,13 | 25,7 | 68,4 | | 5,8 |
| Греция | 4,03 | 11,7 | 85,8 | 0,2 | 9,3 |
| Малайзия | 4,02 | 54 | 57,5 | 0,8 | 23 |
| Турция | 3,91 | 30 | 62,9 | 0,1 | 1,9 |
| Индонезия | 3,7 | 2,9 | 98,1 | 0,1 | 1,5 |
| Таиланд | 3,6 | 39 | 52,3 | | 14,5 |
| Польша | 3,31 | 17,3 | 83,5 | 0,3 | 3,8 |
| Чили | 3,3 | 22,1 | 71,1 | 0,1 | 7 |
| Мексика | 3,21 | 24 | 81,4 | | 5,3 |
| Индия | 3,18 | 22,5 | | 0,9 | 0,5 |
| Россия | 3,18 | 12,6 | 78,7 | 0,3 | 5,1 |
| Перу | 3,14 | 14,2 | 75,7 | 0,1 | 3,9 |
| Колумбия | 3 | 20,8 | 56,8 | 0,2 | 7,8 |
| Филиппины | 3 | 15,7 | 70,3 | 0,2 | 9,6 |

Примечания к таблице: цветом окрашены страны, лидирующие по данным показателям. *Компании МПС, %* – доля компаний с международно–признанной сертификацией в процентах от общего количества компаний. *Доля КС, %* – доля крупного собственника на компаниях, в процентах. *Доля ГС, %* – доля государственных собственников на компаниях, в процентах. *Доля ЧИС, %* – доля частных иностранных собственников на компаниях, в процентах.

Таблица В. 8. Параметры ответственных компаний: рыночная капитализация, доходы за 2013 год, количество работников, уровень ответственности, доля институциональных собственников и количество участников Global Compact

| Страна | РЭЭ | Доля ИС ESG | Доля РК ES G | Доля работников ESG | Доходы ESG | ESGc p | Доля ES G | Участники Global Compact |
|----------------|------|-------------|--------------|---------------------|------------|--------|-----------|--------------------------|
| Нидерланды | 5,84 | 106 | 93,4 | 91,4 | 96,6 | 27,6 | 33,3 | 108 |
| Финляндия | 5,71 | 120,6 | 92 | 81,6 | 91,3 | 35,3 | 38,1 | 54 |
| Франция | 5,57 | 151,9 | 89,2 | 80,2 | 83,7 | 35,9 | 10,1 | 1063 |
| Швеция | 5,51 | 145,3 | 89,9 | 87,7 | 87,3 | 31,4 | 13,7 | 188 |
| Великобритания | 5,5 | 138,8 | 94 | 92,4 | 96,3 | 27,9 | 20,7 | 327 |
| Швейцария | 5,44 | 141,2 | 93,6 | 87,9 | 93 | 27,1 | 14,5 | 125 |
| Норвегия | 5,39 | 133,9 | 83,7 | 72,7 | 85,5 | 24,9 | 15,6 | 99 |
| Германия | 5,39 | 131,1 | 86,8 | 84,9 | 87,5 | 25,9 | 10,1 | 351 |
| Испания | 5,28 | 115,5 | 5,4 | 79,4 | 92,3 | 40,6 | 25,9 | 1709 |
| Люксембург | 5,27 | 208 | 35,6 | 66,8 | 87,4 | 21,6 | 2 | 20 |
| Дания | 5,11 | 144,1 | 92,8 | 82,6 | 86,6 | 29 | 16,2 | 308 |
| Австралия | 5,04 | 159,8 | 94,2 | 96,4 | 93,7 | 17,8 | 17,8 | 112 |
| Новая Зеландия | 5,02 | 134,4 | 40,6 | 83,9 | 40,5 | 17,3 | 13,1 | 4 |

| Страна | РЭЭ | Доля ИС ESG | Доля РК ESG | Доля работников ESG | Доходы ESG | ESGср | Доля ESG | Участники Global Compact |
|-------------------|------|-------------|-------------|---------------------|------------|-------|----------|--------------------------|
| дия | | | | | | | | |
| Бельгия | 5,01 | 110,8 | 85,3 | 70,9 | 51,9 | 27 | 9,9 | 69 |
| Португалия | 4,98 | 97,2 | 93,3 | 86,8 | 90,5 | 36,7 | 29,5 | 71 |
| Австрия | 4,96 | 124,9 | 82,6 | 82,1 | 88,5 | 25,3 | 27,6 | 63 |
| Канада | 4,91 | 208,9 | 87 | 93,4 | 91,1 | 18,7 | 7,1 | 96 |
| Чехия | 4,84 | 92,9 | 96,6 | 84,6 | 97,4 | 17,9 | 10,4 | 8 |
| Венгрия | 4,83 | 140,2 | 93,9 | 94,3 | 94,6 | 30,8 | 11,9 | 19 |
| Италия | 4,8 | 99,4 | 58,8 | 81,7 | 88,2 | 30,2 | 20,1 | 216 |
| Сингапур | 4,75 | 155,4 | 68,8 | 91,3 | 94,9 | 19,2 | 8,6 | |
| США | 4,75 | 145,5 | 77,5 | 96,4 | 27,2 | 14,2 | 25,7 | 537 |
| Ирландия | 4,64 | 317 | 56,4 | 94,9 | 94 | 22,4 | 7,4 | 15 |
| Япония | 4,32 | 126,9 | 93,6 | 92,5 | 94,9 | 19 | 49,8 | 229 |
| Израиль | 4,21 | 117,8 | 39,3 | 32,5 | 32,6 | 16,1 | 3,5 | 22 |
| Бразилия | 4,13 | 69,9 | 86,6 | 80,8 | 86,6 | 32,8 | 26,1 | 651 |
| Греция | 4,03 | 169,7 | 63,2 | 57,8 | 59,8 | 32,1 | 7,7 | 71 |
| Малайзия | 4,02 | 158,8 | 76,9 | 86,2 | 64 | 16,7 | 7,6 | |
| Турция | 3,91 | 135,3 | 78,1 | 68,8 | 70,1 | 12,9 | 13,1 | 296 |
| Индонезия | 3,7 | 102,6 | 66 | 50,5 | 58,6 | 14,5 | 13 | |
| Таиланд | 3,6 | 160,6 | 71,2 | 60,5 | 74,9 | 18,6 | 7 | 34 |
| Гонконг | 3,4 | 143,3 | 74,6 | 62,7 | 65,3 | 18,9 | 9,9 | |
| Китай | 3,33 | 121,5 | 78,9 | 74,8 | 85 | 16,8 | 32,2 | 282 |
| Польша | 3,31 | 183,2 | 65,5 | 43 | 63 | 11,8 | 2,8 | 80 |
| Чили | 3,3 | 84,6 | 49,3 | 43,2 | 49,8 | 24,5 | 10,8 | 77 |
| Мексика | 3,21 | 122 | 76,5 | 71,6 | 76,3 | 24,4 | 28,5 | 682 |
| Индия | 3,18 | 127,3 | 90,2 | 76,7 | 82,7 | 14,8 | 17,2 | |
| Россия | 3,18 | 93,5 | 85,8 | 44 | 65,5 | 18,4 | 4,7 | 75 |
| Саудовская Аравия | 3,16 | 118,6 | 57,9 | 87 | 68,6 | 10,1 | 14,1 | |
| Перу | 3,14 | 96,5 | 31,3 | 43,3 | 18,1 | 14,4 | 4,3 | 117 |
| Колумбия | 3 | 120,9 | 81,5 | 67,7 | 78,8 | 23,9 | 15,9 | 478 |
| Филиппины | 3 | 115,1 | 80,1 | 74,1 | 79,6 | 15,3 | 19,2 | |
| Тайвань | 2,88 | 130,9 | 70,2 | 66,4 | 74,4 | 18,7 | 10,4 | |

Примечания к таблице: цветом окрашены страны, лидирующие по данным показателям. *Доля ИС ESG* – средняя доля институциональных собственников ответственных компаний. *Доля работников ESG* – доля работников ответственных компаний в общем количестве работников всех компаний. *Доля РК ESG* – доля рыночной капитализации ответственных компаний в суммарной рыночной капитализации. *Доходы ESG* – доходы ответственных компаний за 2013 год в долях от суммарных доходов. *Доля ESG* – доля компаний, получивших рейтинг ESG (ответственных компаний) в процентах от общего количества компаний. *ESGср* – среднее значение индекса ESG ответственных компаний (средний уровень ответственности).

Таблица В. 9. Доля компаний с ответственной политикой

| Страна | РЭЭ | Бизнес–этика, % | Политика ЗК, % | Политика СВ, % | Политика ЭЭФ, % |
|----------------|------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|
| Нидерланды | 5,84 | 9,9 | 4,1 | 21,1 | 20,5 |
| Финляндия | 5,71 | 13,5 | 9,5 | 29,4 | 30,2 |
| Франция | 5,57 | 2,7 | 2 | 7,2 | 7,5 |
| Швеция | 5,51 | 5 | 2,8 | 9,5 | 10,1 |
| Великобритания | 5,5 | 5,3 | 2,7 | 14,4 | 14,5 |
| Швейцария | 5,44 | 4,4 | 2 | 7,7 | 8 |
| Норвегия | 5,39 | 5,9 | 4,2 | 10,1 | 8,9 |
| Германия | 5,39 | 3,8 | 3,3 | 11 | 11 |
| Испания | 5,28 | 5,2 | 4,7 | 20,2 | 20,2 |
| Люксембург | 5,27 | 0,7 | 0,4 | 1,3 | 1,3 |
| Дания | 5,11 | 1,6 | 0,9 | 6,2 | 6,1 |
| Австрия | 4,96 | 9,2 | 5,1 | 18,4 | 17,4 |
| Канада | 4,91 | 1,8 | 0,4 | 2,1 | 2,2 |
| Венгрия | 4,83 | 3,4 | 1,7 | 6,8 | 6,8 |
| Италия | 4,8 | 4,7 | 2 | 12,1 | 13,1 |
| США | 4,75 | 2,3 | 0,3 | 3,3 | 3,6 |
| Япония | 4,32 | 9,7 | 16,5 | 22 | 23,5 |
| Бразилия | 4,13 | 4,8 | 2,8 | 17,8 | 18,5 |

Примечания к таблице: цветом окрашены страны, лидирующие по данным показателям. *Бизнес–этика, %* – доля компаний, уделяющих особое внимание бизнес – этике, в процентах от общего количества компаний. *Политика ЗК, %* – доля компаний, проводящих политику, учитывающую загрязнение климата, в процентах от общего количества компаний. *Политика СВ, %* – доля компаний, проводящих политику сокращения выбросов, в процентах от общего количества компаний. *Политика ЭЭФ, %* – доля компаний, проводящих политику повышения энергетической эффективности, в процентах от общего количества компаний.

Таблица В. 10. Количество участников Соглашения PRI и их классификация

| Страна | РЭЭ | И Ф | У К | П У | Σ | Страна | РЭЭ | И Ф | УК | ПУ | Σ | |
|----------------|------|-----|-----|-----|----|----------|------|-----|----|----|----|----|
| Нидерланды | 5,84 | 37 | 45 | 7 | 89 | США | 4,75 | 23 | 15 | 4 | 35 | 21 |
| Финляндия | 5,71 | 10 | 23 | 0 | 33 | Сингапур | 4,75 | 0 | 5 | 0 | 5 | 5 |
| Франция | 5,57 | 11 | 10 | 5 | 10 | Ирландия | 4,64 | 1 | 3 | 1 | 5 | 5 |
| Швеция | 5,51 | 15 | 23 | 4 | 42 | Япония | 4,32 | 5 | 21 | 5 | 31 | 31 |
| Великобритания | 5,50 | 40 | 11 | 9 | 30 | Израиль | 4,21 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| Швейцария | 5,44 | 6 | 42 | 14 | 62 | Бразилия | 4,13 | 17 | 32 | 13 | 62 | 62 |
| Норвегия | 5,39 | 6 | 6 | 0 | 12 | Греция | 4,03 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |

| Страна | РЭЭ | И Ф | У К | П У | Σ | Страна | РЭЭ | И Ф | УК | ПУ | Σ |
|----------------|------|--------|--------|--------|-----|-------------------|------|--------|----|----|----|
| Германия | 5,39 | 19 | 24 | 12 | 55 | Малайзия | 4,02 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Испания | 5,28 | 7 | 19 | 3 | 29 | Турция | 3,91 | 0 | 4 | 1 | 5 |
| Люксембург | 5,27 | 2 | 11 | 1 | 14 | Индонезия | 3,70 | 1 | 1 | 0 | 2 |
| Дания | 5,11 | 4 | 17 | 3 | 24 | Таиланд | 3,60 | | 1 | | 1 |
| Австралия | 5,04 | 34 | 74 | 11 | 119 | Гонконг | 3,40 | 0 | 9 | 4 | 13 |
| Новая Зеландия | 5,02 | 8 | 8 | 0 | 16 | Китай | 3,33 | 0 | 3 | 1 | 4 |
| Бельгия | 5,01 | 0 | 2 | 1 | 3 | Чили | 3,30 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Австрия | 4,96 | 1 | 6 | 0 | 7 | Индия | 3,18 | 0 | 2 | 1 | 3 |
| Канада | 4,91 | 21 | 29 | 8 | 58 | Россия | 3,18 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Чехия | 4,84 | 0 | 1 | 0 | 1 | Саудовская Аравия | 3,16 | 0 | 2 | 0 | 2 |
| Италия | 4,80 | 5 | 7 | 1 | 13 | Колумбия | 3,00 | 0 | 2 | 0 | 2 |

Примечания к таблице: ИФ – инвестиционные фонды. УК – управляющие компании. ПУ – профессиональные участники. Σ – все участники.

Таблица В. 11. Параметры ИФ, количество, доля активов среди активов институциональных инвесторов, доля ОИФ, доля активов пенсионных фондов в ВВП, степень концентрации инвестиций ОИФ, рыночная капитализация и СЧА ОИФ

| Страна | РЭЭ | Количество ИФ | Доля активов ИФ | ЭОИФ и СО-ИФ | СЧА ОИФ | РК ОИФ | Ст. конц. инв. ОИФ, % | ПФ % от ВВП |
|----------------|------|---------------|-----------------|--------------|---------|--------|-----------------------|-------------|
| Нидерланды | 5,84 | 216 | 58,48 | 3,7 | 6,5 | 2,65 | 56,13 | 166,27 |
| Финляндия | 5,71 | 411 | | 1,46 | 2,77 | 0,45 | 106,16 | 50,85 |
| Франция | 5,57 | 165 | 32,63 | 4,85 | 18,16 | 2,02 | 52,55 | 0,42 |
| Швеция | 5,51 | 424 | 69,12 | 8,73 | 11,22 | 6,68 | 87,87 | 9,49 |
| Великобритания | 5,5 | 482 | 58,32 | 1,87 | 2,5 | 1,02 | 61,87 | 100,72 |
| Швейцария | 5,44 | 897 | | 2,23 | 1,95 | 0,31 | 65,45 | 119,04 |
| Германия | 5,39 | 1335 | | 2,17 | 2,26 | 0,52 | 59,06 | 6,24 |
| Испания | 5,28 | 1900 | 19,67 | 0,26 | 0,88 | 0,07 | 61,43 | 9,04 |
| Люксембург | 5,27 | 1407 | 37,55 | 1,63 | 1,41 | 0,34 | 44,08 | 2,11 |
| Дания | 5,11 | 424 | 34,62 | 2,12 | 1,11 | 0,84 | 6,4 | 42,76 |
| Австралия | 5,04 | 1575 | 51,64 | 1,08 | | 0,16 | | 103,27 |
| Новая | 5,02 | 240 | | 1,67 | | 0,14 | | 19,1 |

| Страна | РЭЭ | Количество ИФ | Доля активов ИФ | ЭОИФ и СОИФ | СЧА ОИФ | РК ОИФ | Ст. конц. инв. ОИФ, % | ПФ % от ВВП |
|------------|------|---------------|-----------------|-------------|---------|--------|-----------------------|-------------|
| Зеландия | | | | | | | | |
| Бельгия | 5,01 | 461 | 51,38 | 1,52 | | 6,84 | 5,42 | 4,01 |
| Португалия | 4,98 | | 21,86 | | | | | 9,15 |
| Австрия | 4,96 | 1624 | 28,52 | 2,4 | 4,13 | 1,7 | 48,63 | 5,83 |
| Канада | 4,91 | 2166 | 64,77 | 2,4 | 2,51 | 0,62 | 82,36 | 71,27 |
| Чехия | 4,84 | | 34,78 | | | | | 7,66 |
| Венгрия | 4,83 | 156 | 18,63 | 1,92 | | 0,02 | | 4,08 |
| Италия | 4,8 | 628 | 29,44 | 1,43 | 0,79 | 0,62 | 48,74 | 6,14 |
| США | 4,75 | 6870 | 44,54 | 1,3 | 1,43 | 0,26 | 78,21 | 78,73 |
| Сингапур | 4,75 | 239 | | 1,26 | | 0,27 | | |
| Ирландия | 4,64 | 1758 | | 0,74 | 0,16 | 0,06 | 25,31 | 55,78 |
| Япония | 4,32 | 3695 | 11,49 | 3,27 | 1,93 | 0,27 | 84,23 | |
| Израиль | 4,21 | 1181 | 7,07 | 0,08 | 0,31 | 0,03 | 64,15 | 50,37 |
| Бразилия | 4,13 | 6875 | | 0,25 | 0,59 | 0,08 | 90,79 | 13,31 |
| Греция | 4,03 | | 35,03 | 1,32 | | | | 0,05 |
| Малайзия | 4,02 | 337 | | 0,89 | | 0,16 | | |
| Турция | 3,91 | 344 | 5,83 | 0,29 | | 0,04 | | 4,86 |
| Индонезия | 3,7 | 478 | | 0,63 | 1,24 | 0,53 | 92,28 | |
| Гонконг | 3,4 | | | 0,73 | | | | 37,53 |
| Китай | 3,33 | 1178 | | 0,42 | 0,65 | 0,51 | 75,35 | 1,03 |
| Польша | 3,31 | | 43,41 | | | | | 18,56 |
| Чили | 3,3 | | 24,58 | | | | | 62,22 |
| Индия | 3,18 | 1136 | | 0,09 | 0,22 | 0 | 42,65 | |
| Россия | 3,18 | | 56,85 | | | | | 2,89 |
| Тайвань | 2,88 | 229 | | 2,62 | 3,48 | 0,64 | 8,55 | |

Примечания к таблице: цветом окрашены страны, лидирующие по данным показателям. ЭОИФ и СОИФ – доля экологически и социально–ответственных инвестиционных фондов в процентах от общего количества ИФ. Ст. конц. инв. ОИФ, % – степень концентрации инвестиций ответственных инвестиционных фондов относительно среднего показателя по всем фондам. СЧА ОИФ – стоимость активов ответственных инвестиционных фондов в процентах от общей суммы активов ИФ. РК ОИФ – доля рыночной капитализации ответственных инвестиционных фондов. Количество ИФ – общее количество открытых акционерных инвестиционных фондов. Доля активов ИФ – доля активов инвестиционных фондов среди активов институциональных инвесторов. ПФ % от ВВП – доля активов пенсионных фондов в ВВП.

Таблица В. 12. Распределение активов по европейским ответственным инвестиционным фондам, использующим различные стратегии

| страна | РЭЭ | АУР (1) | Доля АУР | АЛВК (2) | Доля АЛВ К | АВМ Н (3) | Доля АВМ Н | Сумма 1+2+3 |
|----------------|------|----------|------------|-------------|------------|------------------|------------|-------------|
| Нидерланды | 5,84 | 20163 | 0,016 | 15232 | 0,01 | 74612 5 | 0,6 | 747025 |
| Финляндия | 5,57 | 220 | 0,002 | 310 | 0,01 | 64667 | 0,49 | 81792 |
| Швеция | 5,51 | 1985 | 0,003 | 48151 | 0,07 | 42071 8 | 0,65 | 42072 |
| Великобритания | 5,5 | 12860 | 0,007 | 3335 | 0,01 | 71456 | 0,04 | 81956 |
| Швейцария | 5,44 | 11061 | 0,007 | 25428 | 0,02 | 10454 | 0,01 | 35828 |
| Франция | 5,39 | 4392 | 0,003 | 173213 | 0,10 | 11190 40 | 0,65 | 119587 0 |
| Норвегия | 5,39 | 2078 | 0,003 | 44484 | 0,06 | 79868 2 | 1 | 798682 |
| Испания | 5,28 | 82 | 0,001 | 1961 | 0,02 | 14247 | 0,15 | 14444 |
| Бельгия | 5,01 | 816 | 0,004 | 17132 | 0,08 | 20235 | 0,09 | 20804 |
| Австрия | 4,96 | 82 | 0,003 | 4575 | 0,17 | 5467 | 0,20 | 5536 |
| Италия | 4,8 | 1094 | 0,002 | 3917 | 0,01 | 35175 4 | 0,64 | 353212 |
| Германия | 4,03 | 4127 | 0,005 | 15813 | 0,01 | 10177 | 0,01 | 21989 |
| Польша | 3,31 | 0 | 0 | 3 | 0,01 | 773 | 0,73 | 733 |
| Страна | РЭЭ | АВДГ (4) | Доля АВД Г | АИ (5) | Доля АИ | Сумма 1+2+3 +4+5 | | |
| Нидерланды | 5,84 | 649198 | 0,52 | 106876 9 | 0,86 | 12445 76 | | |
| Финляндия | 5,57 | 50565 | 0,38 | 95248 | 0,72 | 13154 0 | | |
| Швеция | 5,51 | 349736 | 0,54 | 648348 | 0,99 | 64896 5 | | |
| Великобритания | 5,5 | 1717461 | 0,87 | 472963 | 0,24 | 19731 48 | | |
| Швейцария | 5,44 | 16563 | 0,01 | 1562 | 0,99 | 15620 27 | | |
| Норвегия | 5,39 | 321245 | 0,40 | 797257 | 0,99 | 79868 2 | | |
| Франция | 5,39 | 55304 | 0,03 | 4727 | 0,27 | 17288 80 | | |
| Испания | 5,28 | 9103 | 0,1 | 92421 | 0,99 | 93202 | | |
| Бельгия | 5,01 | 38006 | 0,17 | 226026 | 1 | 22602 6 | | |
| Австрия | 4,96 | 2060 | 0,08 | 26983 | 1 | 26983 | | |

| | | | | | | |
|----------|------|-------|------|--------|------|------------|
| Италия | 4,8 | 54372 | 0,1 | 496561 | 0,99 | 55193 1 |
| Германия | 4,03 | 11736 | 0,01 | 893685 | 0,99 | 89794 5 |
| Польша | 3,31 | 578 | 0,55 | 1060 | 1 | 1060 |

Примечания к таблице: АУР – активы инвестиционных фондов, которые используют стратегию сохранения устойчивого развития компаний. АЛВК – активы инвестиционных фондов, которые используют стратегию отбора компаний, лучших в своем классе. АВМН – активы инвестиционных фондов, которые используют стратегию отбора компаний, чья деятельность соответствует международным нормам. АВДГ – активы инвестиционных фондов, которые используют стратегию активных переговоров с менеджментом компании и голосования. АИ – активы инвестиционных фондов, которые используют стратегию исключения из портфеля компаний, не соответствующих этическим критериям.

Таблица В. 13. Индикаторы государственного управления, индекс защиты прав инвесторов и независимости совета акционеров

| Страна | РЭЭ | БК | ПС | ЭП | ССА | КР | ИВК | ИН-ЗСА | ИЗПИ |
|----------------|------|------|------|------|------|------|-----|--------|------|
| Нидерланды | 5,84 | 2,05 | 1,12 | 1,77 | 1,58 | 1,77 | 83 | 88 | 4,3 |
| Финляндия | 5,71 | 2,19 | 1,36 | 2,17 | 1,58 | 1,85 | 89 | 74 | 5,7 |
| Франция | 5,57 | 1,30 | 0,42 | 1,47 | 1,20 | 1,15 | 69 | 51 | 5,3 |
| Швеция | 5,51 | 2,29 | 1,13 | 1,89 | 1,67 | 1,89 | 87 | 58 | 5,1 |
| Великобритания | 5,5 | 1,68 | 0,48 | 1,47 | 1,32 | 1,77 | 78 | 53 | 8 |
| Швейцария | 5,44 | 2,13 | 1,37 | 1,81 | 1,65 | 1,63 | 86 | 70 | 3 |
| Норвегия | 5,39 | 2,29 | 1,33 | 1,86 | 1,76 | 1,65 | 86 | 48 | 6,7 |
| Германия | 5,39 | 1,78 | 0,93 | 1,52 | 1,41 | 1,55 | 79 | 35 | 5 |
| Испания | 5,28 | 0,81 | 0,01 | 1,15 | 0,97 | 0,93 | 60 | 38 | 5 |
| Дания | 5,11 | 2,41 | 0,95 | 1,97 | 1,68 | 1,80 | 92 | 48 | 6,3 |
| новая Зеландия | 5,02 | 2,35 | 1,45 | 1,75 | 1,62 | 1,81 | 91 | 70 | 9,7 |
| Бельгия | 5,01 | 1,63 | 0,92 | 1,59 | 1,37 | 1,29 | 76 | 0,43 | 7 |
| Португалия | 4,98 | 0,92 | 0,74 | 1,23 | 1,04 | 0,79 | 63 | 36 | 6 |
| Австрия | 4,96 | -1,4 | -2,5 | -1,4 | -1,3 | 1,48 | 72 | 0,39 | 5 |
| Канада | 4,91 | 1,87 | 1,03 | 1,77 | 1,46 | 1,71 | 81 | 77 | 8,7 |
| Венгрия | 4,83 | 0,29 | 0,78 | 0,64 | 0,73 | 0,89 | 54 | 52 | 4,3 |
| Италия | 4,8 | -0,1 | 0,51 | 0,45 | 0,93 | 0,77 | 43 | 40 | 6 |
| Сингапур | 4,75 | 2,08 | 1,33 | 2,07 | 0,06 | 1,96 | 84 | 59 | 9,3 |
| США | 4,75 | 1,28 | 0,61 | 1,50 | 1,08 | 1,26 | 74 | 78 | 8,3 |
| Ирландия | 4,64 | 1,54 | 0,88 | 1,46 | 1,31 | 1,58 | 74 | 61 | 8,3 |
| Япония | 4,32 | 1,65 | 0,98 | 1,59 | 1,10 | 1,10 | 76 | 12 | 7 |
| Бразилия | 4,13 | -0,1 | -0,3 | -0,1 | 0,37 | 0,07 | 43 | 41 | 5,3 |
| Греция | 4,03 | -0,1 | -0,2 | 0,45 | 0,65 | 0,62 | 43 | 28 | 3,1 |

| Страна | РЭЭ | БК | ПС | ЭП | ССА | КР | ИВК | ИН-ЗСА | ИЗПИ |
|----------|------|------|------|------|------|------|-----|--------|------|
| Малайзия | 4,02 | 0,41 | 0,05 | 1,10 | -0,3 | 0,62 | 52 | 52 | 8,7 |
| Индия | 3,18 | -0,6 | -1,2 | -0,2 | 0,41 | -0,5 | 38 | 54 | 6 |

Примечания к таблице: БК – контроль коррупции. ПС – политическая стабильность. ЭП – эффективность правительства. КР – качество регулирования. ИВК – индекс восприятия коррупции. ИНЗСА – индекс независимости совета акционеров. ИЗПИ – индекс защиты прав инвесторов. ССА – свобода слова и ассоциации.

Таблица В. 14. ВВП на душу населения, все инвестиции в долях от ВВП, население в некоторых европейских странах

| Страна | РЭЭ | ВВП на душу населения | Все инвестиции в долях от ВВП | Население |
|----------------|------|-----------------------|-------------------------------|-----------|
| Нидерланды | 5,84 | 50 815,75 | 18,29 | 16,802 |
| Финляндия | 5,57 | 49 055,03 | 21,32 | 5,451 |
| Швеция | 5,51 | 58 014,17 | 18,41 | 9,635 |
| Великобритания | 5,5 | 39 371,65 | 14,49 | 64,087 |
| Швейцария | 5,44 | 81 276,13 | 21,22 | 8,003 |
| Норвегия | 5,39 | 100 578,97 | 26,43 | 5,096 |
| Франция | 5,39 | 44 098,70 | 22,01 | 63,66 |
| Испания | 5,28 | 29 150,35 | 18,25 | 46,61 |
| Бельгия | 5,01 | 45 537,62 | 20 | 11,162 |
| Австрия | 4,96 | 49 038,96 | 21,1 | 8,484 |
| Италия | 4,8 | 34 714,70 | 17,23 | 59,685 |
| Германия | 4,03 | 44 999,50 | 17 | 80,8 |
| Польша | 3,31 | 18,73 | 18,73 | 38,533 |

**Приложение С. Исходные данные по французским компаниям
и ответственным инвестиционным фондам**

**Таблица С. 1. Перечень акционеров французских компаний –
объектов инвестиций ЭОИФ**

| № | Компания | Основные акционеры |
|----|----------------|--|
| 1 | Accor | Colony/Eurazeo (27.21), руководство (2.74), акции в свободном обращении (70.05), холдинг Legendre 19 (21.37), Franklin Resources (4.99), Southeasten Asset Management (4.92), основатели (1.99) |
| 2 | ADP | Государство (52.1), группа Schiphol (8), КВС (8.7) (ФСИ (8) и КВС (0.7)), французские институциональные инвесторы (11.5), институциональные нерезиденты (9.9), индивидуальные акционеры (7.6), сотрудники (2.2), акции в собственности компании (0) |
| 3 | Air – France | Государство (15.7), сотрудники (9.8), индивидуальные акционеры (15.2), институциональные резиденты (24.5), институциональные нерезиденты (34.8). Детально: Amundi asset management (1), BNP Paribas AM (0.98), BNP Paribas Assurances (0.76), Capital Research&Mgt (4.94), CNP (0.58), Crédit Suisse (0.97), DNCA Finance (0.89), Donald Smith&Co (2.29), GLG Partners LP (0.52), Koweit Investment Office (0.75), Natixis (2.32), Norges Bank Investment Management (0.94), UBS Londres (0.94) |
| 4 | Air Liquide | Индивидуальные акционеры (36), французские институциональные инвесторы (23), иностранные институциональные инвесторы (40), акции в собственности компании (менее 1) |
| 5 | Alcatel Lucent | Fidelity Management & Research Company (4.81), КВС (3.61), Manning & Napier Advisors (3.33), BlackRock Fund Advisors (2.65), Norges Bank Investment Management (2.15), Groupama Asset Management (1.67), BlackRock Advisors ltd (1.63), Natixis Asset Management (1.56), Brandes Investment Partners (1.56), инвестиционный фонд сотрудников компании FCP2AL (1.48), Artis Capital Management (1.46), State Street Global Advisors (1.25), другие институциональные французские инвесторы (1.07), акции в собственности компании (1.09), акции под контролем компании (1.41) |
| 6 | Alphasmos | Жан-Кристоф Мифсуд (23.10), LH (14.5), Херви Лости де Кергор (10.20), JP Invest (5), акции под контролем Alpha Mos (2.9), Шантал Лости Кергор (1.22) |
| 7 | Alstom | Bouygues (31), сотрудники (1), институциональные инвесторы (61), индивидуальные акционеры (7). Детально: Bouygues (30.75), Franklin Ressources (5.02), FMR LLC (4.92), Amundi (2), Norges bank (1.98), Natixis Asset Management (1.47), КВС (1.41), сотрудники (1.32), Groupama asset management (1.19), Legal&General группа (1.01), Credit Swiss Группа (0.97), UBS Investment bank (0.95), FIL Limited (0.69), CM CIC Asset Management (0.63) |
| 8 | Areva | Комиссариат по атомной энергии (73.03), государство (10.17), Kuwait Investment Authority (4.82), другие акционеры (4.01), КВС (3.32), Electricité de France (2.24), Total (0.95), Calyon (0.89), Framépargne (0.35), Areva (0.22) |
| 9 | Arkema | Greenlight Capital (9.9), индивидуальные акционеры (8.4), Amundi (5.96), M Einhorn David (5.54), Dodge & Cox (4.99), AllianceBernstein (4.98), сотрудники (4.90), Norges Bank (4.86), Commerzbank (0.67), Arkema (0.2) |
| 10 | Aurea | Financière 97 (32.44), Пикар Джоэль (17.61), Aurea (5.67), Лорензетти (4.62) |
| 11 | Axa | Mutuelles Axa (14.54), сотрудники (7.34), BNP Paribas (5.35), Axa (0.74) |

| № | Компания | Основные акционеры |
|----|--|---|
| 12 | Biome rieux | Институт Мерье (58.90), GIMD (5.06), сотрудники (1.18), Biomérieux (0.10) |
| 13 | BNP Pari- bas | Французские институциональные инвесторы (65.30), SFPI/FPIM (10.60), индивидуальные акционеры (6.2), сотрудники (6.2), Аха (5.4), BNP Paribas (1.4), Великое княжество Люксембургское (1.1) |
| 14 | Bouy- gues | SCDM (18.11), сотрудники Bouygues (18.99), другие французские акционеры (21.31), Alliance Bernstein (4.88), другие иностранные акционеры (35.39), Bouygues (1.32) |
| 15 | Bu- reau Veri- tas | Wendel (50,88), акции в свободном обращении (46,09), сотрудники (0,75), руководство (1,8), акции в собственности компании (0,49), Wendel (51,5), Capital Research Management Company (5.02), руководство (2.5), сотрудни- ки (0.8), Bureau Veritas (0.7) |
| 16 | Cap Gemi- ni | Иностранные институциональные инвесторы (56), французские институциональные инвесторы (27), руководство и сотрудники (7), индивидуальные акционеры (9), акции в собственности компании (1) |
| 17 | Carre- four | Blue capital (11.09), Amundi группа (4.77), Colony Blue Investor (2.23), со- трудники (1.04), Carrefour (0.54), ГруппаArnault (0.51) |
| 18 | Casino Gui- chard | Rallye (49.93), Kerrous (6.49), Galeries Lafayette (1.90), Группа CNP (1.70), Casino Guichard-Perrachon (0.10) |
| 19 | Christi an Dior | ГруппаArnault (71.72) |
| 20 | Cie Géné- rale de Geo- physi- que | ФСИ (6.50), Manning & Napier Advisors (6.16), BlackRock Inc (5.39), IFP Energies Nouvelles (4.18), инвестиционный фонд сотрудников компании FCPE CGG Actionnariat (0.05), казначейские акции (0.53), акции в свободном обращении (77.19) |
| 21 | Colas | Bouygues (96.62), другие акционеры (3.38) |
| 22 | Credit Agrico le | SAS Rue La Boetie (55.86), французские институциональные инвесторы (30.90), индивидуальные акционеры (8.25), сотрудники (4.6), Crédit Agricole (0.39) |
| 23 | Dano- ne | ГруппаEurazeo (2.6), ГруппаSofina&Henex (2.1), КВС (1.8), инвестицион- ный фонд сотрудников компании FCPE «Fonds Danone» (1.4), филиал Danone в Испании (0.9), другие акционеры (85.6), Danone (5.6) |
| 24 | Eden- red | Concert (27.38), [Coltime (Colony Capital, LLC) (5.87), ColDay (Colony Capital, LLC) (11.29), Legendre Holding 19 (Eurazeo) (10.21)], Morgan Stanley Investment Management (8.83), Southeastern Asset Management (6.55), другие институциональные инвесторы (52.33), индивидуальные акционеры (4.91), Legendre Holding 19 (21.5), Morgan Stanley Investment Management (10.03), индивидуальные акционеры (4.91), Franklin Resources (4.91), Barclays (3.11), ФСИ и КВС (1.28) |
| 25 | EDF Ener- gies nouvel les | Группа EDF (EDF Développement Environnement+EDF+Руководство, пред- ставляющее группу EDF) (50), ГруппаMouratoglou (Société Internationale d'Investissements Financiers (23.8) + Парис Муратоглу (1.29) + Руководство Moratoglou (0.01)) (25.11), акции в свободном обращении (включая со- трудников) (24.89) |
| 26 | Electri cité de France | Государство (84.44), европейские институциональные инвесторы кроме французских (4.70), другие страны мира (3.06), французские институци- ональные инвесторы (3.07), индивидуальные акционеры (2.82), сотрудники- акционеры (1.84), акции в собственности компании Electricité de France |

| № | Компания | Основные акционеры |
|----|-----------------------|---|
| | | (0.07), государство (84.44), институциональные акционеры (13.65), сотрудники (1.84), Electricité de France (0.07) |
| 27 | Essilor international | FCPE Valoptec International (2.93), FCPE группа Essilor (2.46), фонд иностранных сотрудников компании (0.33), акции, принадлежащие сотрудникам (2.51); акционеры-партнеры (0.16), акции в собственности компании 2.51, акции в свободном обращении (89.11), сотрудники (8.20), Essilor International (1.37) |
| 28 | Europlasma | Credit Suisse Europlasma (28), институциональные инвесторы (9), руководство (4), сотрудники (2), номинальные акции (19), акции в свободном обращении (38), другие акционеры (46), Credit Suisse Europlasma SPV (28), институциональные инвесторы (22), руководство и сотрудники (4) |
| 29 | Exel Industries | Exel (61.26), Баллу Патрик (15), Exel Industries (0.13) |
| 30 | Faiveley | М Группа François Faiveley (53.42), другие акционеры (36.66), Fidelity International Limited (4.98), руководство (1.52) |
| 31 | Faurecia | Peugeot (57.43), другие акционеры (42.18), акции в собственности компании Faurecia (0.24), инвестиционный фонд сотрудников компании FCPE Faurecia Actionnariat (0.15) |
| 32 | France Telecom | Государство (13.47), ФСИ (13.50); сотрудники компании (4.61), акции в свободном обращении (68.42), другие акционеры (73.03), ФСИ (26.97) |
| 33 | GDF Suez | Государство (36), GBL (5.2), Capital Research and Management Company (4.99), сотрудники (2.8), KBC (2), CNP (1.1), GDF Suez (1.1), Sofina (0.6) |
| 34 | Groupe Euro-tunnel | Индивидуальные акционеры (16.6), вкладчики (43.3), институциональные инвесторы (38.5) (включая Goldman Sachs Группа (15.64)), акции в собственности компании (1.6). Детально: Goldman Sachs Группа (15.64), Franklin Resources (4.99), Norges Bank (4.99), Prudential (4.86) |
| 35 | Imerys | Belgian Securities BV (66.78), M&G Investment Management Ltd (Prudential Plc) (5.28), Vanguard Precious Metal and Mining Funds (3.69), сотрудники (0.40), акции в собственности компании (0.06), акции в свободном обращении (23.79) |
| 36 | Ipsen | Maygo (68.12), Ipsen (1.39), инвестиционный фонд сотрудников компании FCPE Ipsen Actions (0.21), руководство (0.05) |
| 37 | L'Oréal | Семья Беттенкур (30.79), Nestlé SA (29.58), Сберегательный фонд компании (0.74), акции в свободном обращении (37.47), акции в собственности компании (1.43), Миссис Беттенкур (29.79), Nestlé (29.58), иностранные институциональные инвесторы (23.02), французские институциональные инвесторы (9.11), индивидуальные акционеры (5.34), L'Oréal (1.43), сотрудники (0.73) |
| 38 | Lafarge | Группа Bruxelles Lambert (20.9), NNS Holding Sarl (13.9), Dodge&Cox (5.9), Southeastern Asset Management Inc (5.2), другие институциональные инвесторы (42.4), индивидуальные акционеры (11.6), акции в собственности компании (0.1) или по другим данным: иностранные институциональные инвесторы (72.6), французские институциональные инвесторы (15.70), индивидуальные акционеры (11.6), Lafarge (0.10) |
| 39 | Lagardere | Иностранные индивидуальные и институциональные инвесторы (58.88), французские институциональные инвесторы (18.61), индивидуальные французские акционеры (8.53), Qatar holding Llc (Qatar Investment Authority) (12.83), Lagardère Capital & Management (9.62), акции в собственности компании Lagardère (2.87), сотрудники и инвестиционный фонд |

| № | Компания | Основные акционеры |
|----|--------------------|--|
| | | сотрудников FCP (1.49) |
| 40 | Le-grand | Wendel (11,1), KKR (10,1), Management Legrand et Сотрудники (4,9), акции в свободном обращении (73,6), акции в собственности компании (0,3) |
| 41 | Lvmh | Другие акционеры (53.52), группа Arnault (46.48) |
| 42 | Metex | Capital Investment (34), Seventure (филиал Natixis) (14), Credit Agricole Private Equity (9), Viveris (7), КВС (4); акции в свободном обращении (53), индивидуальные акционеры (4), руководство (6), другие компании (3), |
| 43 | Miche-lin | Институциональные нерезиденты (55.50), французские институциональные инвесторы (30.20), индивидуальные акционеры (12.70), сберегательный фонд компании (1.60) |
| 44 | Nexans | Институциональные инвесторы (85.4): группа Madeco (Чили) (19.9), ФСИ (5.6), Manning&Napier (США) (5.2), Франция (19.1), Великобритания и Ирландия (6.9), Другие страны Европы (9.4), Северная Америка (19.1), другие страны мира (0.2); индивидуальные акционеры и сотрудники (12.6) |
| 45 | Orpea | Семейная группа JC Marian (23.09), Sempre (под контролем Банка Люксембурга Degroof) (8.04), Neogema (8.21), FFP (Foncière financière et participations) (7.19), акции в собственности компании (0.04), акции в свободном обращении (53.43) |
| 46 | Peugeot | Миссис Пежо (30.30), французские институциональные инвесторы (17.61), индивидуальные акционеры (7.87), BlackRock (4.96), Peugeot (3.07), сотрудники (2.79) |
| 47 | Plastic Omnium | Burelle (55.10), иностранные институциональные инвесторы (16.50), французские институциональные инвесторы (9.60), индивидуальные акционеры (9.20), Plastic Omnium (7.54), сотрудники (1.80) |
| 48 | PPR | Artemis (40.60), французские институциональные инвесторы (11.5), иностранные институциональные инвесторы (40.5), индивидуальные акционеры (6.3), Baillie Gifford & Co (5), акции в собственности компании (0.80), сотрудники (0.30), акции в свободном обращении (53.3) |
| 49 | Recyclex | Индивидуальные акционеры (43.30), Glencore (32.10), акционеры нерезиденты (15.70), французские институциональные инвесторы (8.70), Recyclex (0.20) |
| 50 | Renault | Государство (15.01), Nissan Finance (15), Daimler (3.10), сотрудники (3.06), акции в собственности компании Renault (1.37), акции в свободном обращении (62.46) |
| 51 | Safran | Акции в свободном обращении (51.96), государство (30.20), инвестиционный фонд сотрудников FCPE (6.61), старые сотрудники (3.39), Club Sagem (5.98), акции в собственности компании (1.66), акции под контролем компании (0.20) |
| 52 | Saft Groupe | Ameriprise Financial (6.35), Carmignac Gestion (4.5), руководство и сотрудники (2.49) |
| 53 | Saint Gobain | Wendel (17.1), сберегательный фонд компании (8), КВС (2.6), COGEMA (1.1), Groupama (1.9), PREDICA (0.6), акции в собственности компании (1.7), другие акционеры (67) |
| 54 | Sanofi | L'Oréal (8.82), Total (3.22), акции под контролем компании Sanofi (1.28), сотрудники (1.38), акции в свободном обращении (85.30) |
| 55 | Schneider Electric | Capital Research and Management Company (9.43), сотрудники (4.55), акции в собственности компании (1.67), акции под контролем компании (0.00), КВС (3.71), акции в свободном обращении (80.64) |
| 56 | Seche Envi- | Семейная компания Джоэль Сеше (42.8), включая Мистера Джоэль Сеше (41.5) и Гражданскую компанию Amagosa (1.3); ФСИ (20), собственные |

| № | Компания | Основные акционеры |
|----|-------------------|--|
| | ron-ment | акции (0.7), акции в свободном обращении (36.4) |
| 57 | Sechilienne Sidec | Financière Helios (43.10), Pictet Asset Management Ltd (6.3), руководство (0.01), инвестиционный фонд сотрудников компании FCPE (0.39), акции под контролем компании (0.10), акции в свободном обращении (50.10) |
| 58 | Société Générale | Сотрудники (7.55), Groupama (3.92), акции в собственности компании Société Générale (2.75), КВС (2.52), Meiji Yasuda Life Insurance Company (1.43), CNP (1.16), акции в свободном обращении (79.52), акции под контролем компании (1.16) |
| 59 | Sodexo | Bellon SA (37.7), сотрудники (1.1), акции в собственности компании (4.1), индивидуальные акционеры (3.2), французские институциональные инвесторы (16.7), иностранные акционеры (37.2), детально: Bellon SA (37.71), First Eagle Investment Management (3.97), International Value Advisers Llc (3.21), сотрудники (1.07), акции в собственности компании (4.07), акции в свободном обращении (49.97), Bellon SA (37.71), Sodexo (4.07), First Eagle Investment Management (3.97), International Value Advisers LLC (3.21) |
| 60 | Suez Environment | Государство (36), Группа Bruxelles Lambert (5,2), сотрудники (2,9), КВС (2), CNP Assurances (1,1), Sofina (0,6), акции в собственности компании (1,7), акции в свободном обращении (50,5) |
| 61 | Technip | Blackrock inc. (6,2), КВС через ФСИ (5,35), Capital Research and management (5,25), Amundi asset management (3,2), Natixis (3), Oppenheimer funds inc. (2,9), IFP Energies nouvelles (2,55), Norges bank investment management (2,5), BNP Paribas (2,35), AXA Investment managers (1,5), Causeway capital management (1,45), Crédit Suisse (1,2), T. Rowe price associates inc. (1,15), Alliancebernstein (1,1), Gryphon (1,05), акции в собственности компании (2), сотрудники (2), акции в свободном обращении (55,25) |
| 62 | Total | Сотрудники (4), индивидуальные акционеры (8), Институциональные акционеры (88): Франция (23), Великобритания (11), Другие страны Европы (22,5), Северная Америка (26), Другие страны мира (5,5), детально: Группа Bruxelles Lambert (4), Compagnie Nationale à Portefeuille (1,5), Areva (0,0), BNP Paribas (0,2), Другие номинальные акционеры (1,4), акции в собственности компании (4,6), Total (4,8), Deutsche Bank (4,25), Группа Bruxelles Lambert (4), сотрудники (3,32), Compagnie Nationale à Portefeuille (1,6), BNP Paribas (0,2) |
| 63 | Touax | Александра Валевски (9,35), SHGL (семейная компания - Холдинговое общество управления и размещения) (10,78), SHGP (семейная компания – Холдинговое общество управления и участия) (10,98), Salverpar (6,30), Sofina (13,79), номинальные акции в свободном обращении (3,33), другие акции в свободном обращении (45,39) |
| 64 | Unibail Rodamco | Акции в свободном обращении (75,56), Apg (8,00), BlackRock (5,33), Société Générale (4,94), Amundi (4,63), Cohen & Steers (4,00), PGGM (3,00), ING Clarion (3,00), Commerzbank (2,81), BNP Asset Management (2,08), Credit Suisse (1,50), Mandataires Sociaux (0,34), сберегательный фонд компании (0,29), Société Générale Gestion (0,26), Etoile Gestion (0,08) |
| 65 | Valeo | Другие акционеры (59,93), ФСИ (5,88), BlackRock (5,01), Lazard Asset Management (4,96), Société Générale (4,32), КВС (3,07), Pardus Investments (2,85), Dimensional Fund Advisors (2,53), Citadel Equity Fund Limited (2,05), Alken Asset Management (2,04), BNP Paribas Asset Management (2,03), AQR Capital Management (2,01), Soros Fund (1,70), Amundi Asset Management (1,61) |
| 66 | Vallou | ФСИ и КВС (6,94), Capital research (4,72), Группа Bolloré (1,69), Sumitomo |

| № | Компания | Основные акционеры |
|----|----------------------|--|
| | rec | Metal Industries (1.62), акции в свободном обращении (79.22), сотрудники (4.97), акции в собственности компании (0.83) |
| 67 | Veolia Environnement | KBC (9.21), Группа Industriel Marcel Dassault (6.33), Groupama (5.65), Velo Investissement (Qatari Diar) (4.75), EDF (3.96), Veolia Environnement (2.74), акции в свободном обращении (67.36) |
| 68 | Vinci | Иностранные институциональные инвесторы (43.1): Северная Америка (12.9), Великобритания (8.3), другие европейские страны (17.8), другие страны мира (4.0); французские институциональные инвесторы (22.3), Сотрудники (9.8), акции в собственности компании (4.4), индивидуальные акционеры (12), Qatari Diar (5.6), Artémis (Financière Pinault) (2.8) 2011 |
| 69 | Vivendi | BlackRock (4.90), Группа Société Générale (4.37), KBC и ФСИ (3.74), Amundi (Crédit Agricole/Société Générale) (2.91), PEG Vivendi (2.58), Natixis Asset Management (2.13), группа Vaupost, Llc (2.04), Norges Bank Investment Management (NBIM) (2.01), Qatar Holdings (2), Bank of America/Merrill Lynch (1.5), Crédit Suisse Securities Ltd (1.4), UBS Investment Bank (1.38), группа Bolloré (1.09), HSBC Holdings plc (1.07), BNP Paribas AM (1.01), акции в собственности и под контролем компании (0.11), другие акционеры (65.76) |
| 70 | Volitalia | Volitalia Investissement (62), другие акционеры (38) |

Примечания к таблице: в скобках указана доля акций, принадлежащих данному акционеру. KBC – государственная касса вкладов и сбережений. ФСИ – фонд стратегических инвестиций.

Таблица С. 2. Французские компании – объекты инвестиций ЭОИФ, распределение по секторам и тип компании ЗК/ОК

| Компания | Сектор | Тип |
|------------------------|---|-----|
| ALPHA MOS | Переработка отходов | ЗК |
| AUREA | Переработка масел и отходов | ЗК |
| BUREAU VERITAS | Этический консалтинг | ЗК |
| EDF Energies nouvelles | Производство возобновляемой энергии | ЗК |
| EUROPLASMA | Переработка отходов | ЗК |
| PLASTIC OMNIUM | Переработка пластических материалов | ЗК |
| RECYCLEX SA | Производство и переработка свинца | ЗК |
| Seche Environnement | Переработка отходов | ЗК |
| SECHILIENNE SIDEC | Производство энергии ветра | ЗК |
| Suez Environnement | Управление водными ресурсами и отходами | ЗК |
| Veolia Environnement | Управление водными ресурсами и отходами | ЗК |
| VOLTALIA | Источники возобновляемой энергии | ЗК |
| ACCOR | Гостиничный бизнес | ОК |
| ADP | Аэропорты Парижа | ОК |
| AIR FRANCE | Воздушный транспорт | ОК |
| AIR LIQUIDE | Газ | ОК |
| ALCATEL | Оборудование телекоммуникаций | ОК |
| ALSTOM | Морское и железнодорожное строительство | ОК |
| AREVA | Ядерная энергия | ОК |

| Компания | Сектор | Тип |
|-----------------------------|--|-----|
| ARKEMA | Химия | ОК |
| AXA | Страхование | ОК |
| BIOMERIEUX | Диагностика ин витро | ОК |
| BNP PARIBAS | Финансовые услуги | ОК |
| BOUYGUES | Строительство, недвижимость, телекоммуникации | ОК |
| CAP GEMINI | Информационная инженерия | ОК |
| CARREFOUR | Розничный бизнес | ОК |
| CASINO GUICHARD | Розничный бизнес | ОК |
| CHRISTIAN DIOR | Индустрия люкса | ОК |
| CIE GENERALE DE GEOPHYSIQUE | Геофизические услуги | ОК |
| COLAS | Строительство дорог | ОК |
| CREDIT AGRICOLE | Финансовые услуги | ОК |
| DANONE | Сельское хозяйство | ОК |
| EDENRED | Финансовые услуги | ОК |
| Electricité de France | Производство электрической фурнитуры | ОК |
| Essilor International | Оптика | ОК |
| EXEL INDUSTRIES | Пульверизаторы | ОК |
| FAIVELEY | Железнодорожное оборудование | ОК |
| FAURECIA | Производство автомобильного оборудования | ОК |
| FRANCE TELECOM | Телекоммуникации | ОК |
| GDF SUEZ | Энергия | ОК |
| Groupe Eurotunnel | Железные дороги | ОК |
| IMERYS | Минералы | ОК |
| IPSEN | Биофармацевтика | ОК |
| L'OREAL | Косметика | ОК |
| LAFARGE | Строительство | ОК |
| LAGARDERE | Медиа группа | ОК |
| LEGRAND | Электрические инсталляции, информационные сети | ОК |
| LVMH | Индустрия люкса | ОК |
| Metabolic Explorer | Биохимия | ОК |
| MICHELIN | Пневматика | ОК |
| NEXANS | Производства кабельных систем | ОК |
| ORPEA | Дома для престарелых, больницы, санатории | ОК |
| PEUGEOT | Автомобили | ОК |
| PPR | Индустрия люкса | ОК |
| RENAULT | Автомобили | ОК |
| SAFRAN SA | Аэронавтика, КОСМОС, оборона, безопасность | ОК |
| SAFT GROUPE | Электрические аккумуляторы | ОК |
| SAINT GOBAIN | Производство строительных материалов | ОК |
| SANOFI | Фармацевтика | ОК |
| Schneider Electric | Производство продуктов электропитания | ОК |
| Société Générale | Финансовые услуги | ОК |
| SODEXO | Услуги коллективной реставрации | ОК |

| Компания | Сектор | Тип |
|-----------------|------------------------------|-----|
| TECHNIP SA | Инженерное строительство | ОК |
| TOTAL | Нефть | ОК |
| TOUAX | Вагоны и контейнеры | ОК |
| Unibail–Rodamco | Коммерческая недвижимость | ОК |
| VALEO | Автомобильная промышленность | ОК |
| VALLOUREC | Бурение нефтяных скважин | ОК |
| VINCI | Строительство | ОК |
| VIVENDI | Коммуникации | ОК |

Таблица С. 3. Основные акционеры французских компаний – объектов инвестиций ЭОИФ

| Компания | Основной акционер | Наименование | Тип |
|-------------|--------------------------------------|--|---|
| ACCOR | 21.37 4.99 | Холдинг Legendre Franklin Resources | Компания Обычный ИФ |
| ADP | 52.1 8 8 0.7 | Государство ФСИ Группа Schiphol KBC | Государство ГИФ Компания Общественный фонд |
| AIR Франция | 15.7 4.94 2.32 2.29 | Государство Capital Research & Mgt Natixis Donald Smith & Co | Государство ЧОИФ Обычный ИФ Обычный ИФ |
| AIR LIQUIDE | 36 | Индивидуальные акционеры | Индивидуальные акционеры |
| ALCATEL | 4.81 3.61 3.33 2.65 2.15 | Fidelity Management & Research Company KBC Manning & Napier Advisors BlackRock Fund Advisors Norges Bank Investment Management | Обычный ИФ Общественный фонд Обычный ИФ Обычный ИФ Обычный ИФ |
| ALPHA MOS | 23.1 14.5 10.20 | Жан-Кристоф Мифсуд ЛН Херве Лости де Керор | Частное лицо Хедж фонд Частное лицо |
| ALSTOM | 30.75 5.02 4.92 | Bouygues Franklin Ressources Fidelity Management&Ressources Ltd | Компания Обычный ИФ Обычный ИФ |
| AREVA | 73.03 10.17 4.82 | Комиссариат по атомной энергетике Государство Kuwait Investment Authority | Исследовательский центр Государство Общественный фонд |
| ARKEMA | 10 5.5 | Группа Bruxelles Lambert Greenlight capital | Профессиональный инвестор ОИФ |
| AUREA | 32.44 17.61 5.67 4.62 | Financière 97 Пикар Джоэль Aurea Лорензетти | Компания Частное лицо Компания Частное лицо |
| AXA | 14.54 | Взаимный фонд AXA | Компания |

| Компания | Основной акционер | Наименование | Тип |
|--------------------------------|--------------------------------|---|---|
| | 5.35 | BNP Paribas | Обычный ИФ |
| BIOMERIEUX | 58.90 5.06 | Институт Мерье GIMD | Исследовательский центр |
| BNP PARIBAS | 10.60 5.4 | SFPI/FPIM AXA | ГИФ Обычный ИФ |
| BOUYGUES | 18.11 4.88 | Группа SCDM Alliance Bernstein | Обычный ИФ |
| BUREAU VERITAS | 51.5 5.02 | Wendel Capital Research Management Company | ЧОИФ ЧОИФ |
| CARREFOUR | 11.09 4.77 2.23 | Blue capital Группа Amundi Colony Blue Investor | ЧОИФ |
| CASINO GUICHARD | 49.93 6.49 | Rallye société Kerrous | Компания Компания |
| CHRISTIAN DIOR | 71.72 | Группа Arnault | Холдинг LVMH |
| CIE GENERALE DE GEOPHYSIQUE | 6.5 6.16 5.39 4.18 | ФСИ Manning & Napier BlackRock IFP Energies Nouvelles | ГИФ Обычный ИФ Обычный ИФ Исследовательский институт |
| COLAS | 96.62 | Bouygues | Компания |
| CREDIT AGRICOLE | 55.86 | SAS | Материнская компания |
| DANONE | 2.6 2.1 1.8 | Группа Eurazeo Группа Sofina et Henex KBC | Профессиональный ответственный инвестор Компания Общественный фонд |
| EDENRED | 17.16 10.21 8.83 6.55 | Colony Capital Legendre holding (Eurazeo) Morgan Stanley Investment Management Southeastern Asset Management | Профессиональный инвестор Профессиональный инвестор ОИФ Обычный ИФ Обычный ИФ |
| EDF ENERGIES NOUVELLES | 50 25.11 | Группа EDF Группа Mouratoglou | Компании основатели |
| Electricité de France | 84.44 | Государство | Государство |
| Essilor international | 8.22 | Сотрудники | Сотрудники |
| EUROPLASMA | 28 | Credit Suisse Europlasma SPV | Обычный ИФ |
| EXEL INDUSTRIES | 61.26 15 | Exel Баллу Патрик | Компания Частное лицо |
| FAIVELEY | 53.4 | Семья Фейвелей | Основатели |
| FAURECIA | 57.43 | Peugeot | Компания |
| Франция TELECOM | 13.50 13.47 | ФСИ Государство | ГИФ Государство |
| GDF SUEZ | 36 5.2 4.99 2 1.1 | Государство Группа Bruxelles Lambert Capital research and management company KBC | Государство Профессиональный инвестор ЧОИФ ГИФ |

| Компания | Основной акционер | Наименование | Тип |
|----------------------|-------------------------------|--|---|
| | | CNP | СОИФ |
| GROUPE EUROTUNNEL | 15.64 4.99 4.99 4.86 | Goldman Sachs Group Franklin Resources Norges Bank Prudential | Обычный ИФ Обычный ИФ Обычный ИФ Обычный ИФ |
| IMERYS | 66.78 5.28 3.69 | Société Belgian securities BV Группа Bruxelles Lambert M&G Investment Management Фонд Vanguard Precious Metal and Mining | Профессиональный инвестор Обычный ИФ Обычный ИФ |
| IPSEN | 68.12 | Mayroy | Холдинг |
| L'OREAL | 30.79 29.58 | Беттенкур Nestlé SA | Частное лицо Компания |
| LAFARGE | 20.9 13.9 5.9 5.2 | Группа Bruxelles Lambert NNS Холдинг Sarl Dodge&Cox Southeastern Asset Manage- ment | Профессиональный инвестор Холдинг Обычный ИФ Обычный ИФ |
| LAGARDERE | 12.83 | Холдинг Qatar Llc (Qatar In- vestment Authority) | Профессиональный инвестор (прямые инвестиции) |
| LEGRAND | 5.96 5.84 4.89 | Morgan Stanley Wendel MFS Investment Management | Обычный ИФ Профессиональный инвестор Обычный ИФ |
| LVMH | 46.48 | Группа Arnault | Холдинг |
| METEX | 14 9 7 4 | Seventure (filiale de Natixis) Credit Agricole Private Equity Viveris KBC | Обычный ИФ Обычный ИФ Консалтинговая не- зависимая группа ГИФ |
| NEXANS | 19.9 5.6 5.2 | Группа Madeco ФСИ Manning&Napier | Компания ГИФ Обычный ИФ |
| ORPEA | 23.09 8.04 8.21 7.19 | Семейная компания JC Marian Sempre Neogema Foncière financière et participations | Основатель Обычный ИФ Компания Холдинг (принадле- жит семье Пежо) |
| PEUGEOT | 30.30 4.96 | Пежо BlackRock | Основатель – част- ное лицо Обычный ИФ |
| PLASTIC OMNIUM | 55.10 | Burelle SA | Холдинг Пьера Бю- релля |
| PPR | 40.60 5 | Artemis Baillie& Gifford&Co | Компания Обычный ИФ |
| RECYCLEX SA | 32.10 | Glencore | Компания |
| RENAULT | 15.01 15 3.10 | Государство Nissan Finance Daimler | Государство Компания Компания |
| SAFRAN SA | 30.20 | Государство | Государство |

| Компания | Основной акционер | Наименование | Тип |
|---------------------|--|--|--|
| | 5.98 | Объединение Sagem | Сотрудники |
| SAFT GROUPE | 6.35 4.5 | Ameriprise Financial Carmignac Gestion | Обычный ИФ Обычный ИФ |
| SAINT GOBAIN | 17.1 2.6 1.1 1.9 0.6 | Wendel KBC Cogema Groupama Predica | ЧОИФ ГИФ Компания Компания Страховой фонд |
| SANOFI | 8.82 3.22 | L'Oréal Total | Компания Компания |
| SCHNEIDER ELECTRIC | 9.43 3.71 | Capital research and management company KBC | ЧОИФ ГИФ |
| SECHE ENVIRONNEMENT | 42.8 20 | Семейная группа Джоэль Сеше ФСИ | Основатель ГИФ |
| SECHILIENNE SIDEC | 43.10 6.3 | Financière Helios Pictet Asset Management Ltd | Холдинг Обычный ИФ |
| SOCIETE GENERALE | 3.92 2.52 1.43 1.16 | Groupama KBC Meiji Yasuda Life Insurance Company CNP | Компания ГИФ Страховой фонд ОИФ |
| SODEXO | 37.71 3.97 3.21 | Bellon SA First Eagle Investment Management International Value Advisers | Основатель Обычный ИФ Обычный ИФ |
| TECHNIP SA | 6.2 5.35 5.25 3.2 3 2.9 2.55 2.5 2.35 1.5 1.45 | Blackrock inc. KBC через ФСИ Capital research and management Amundi asset management Natixis Oppenheimer funds inc. IFP Energies nouvelles Norges bank investment management BNP Paribas AXA Investment managers Causeway capital management | Обычный ИФ ГИФ ЧОИФ ЧОИФ Обычный ИФ Обычный ИФ ОИФ Обычный ИФ Обычный ИФ Обычный ИФ Обычный ИФ |
| VALLOUREC | 6.94 4.72 | ФСИ и KBC Capital Research | ГИФ ЧОИФ |
| SUEZ ENVIRONNEMENT | 36 5.2 2 1.1 0.6 | Государство Группа Bruxelles Lambert KBC CNP Assurances Sofina | Государство Профессиональный акционер ГИФ СОИФ Холдинг |
| TOTAL | 4.0 1.5 0.2 | Группа Bruxelles Lambert Compagnie Nationale à Portefeuille BNP Paribas | Профессиональный инвестор Обычный ИФ Обычный ИФ |

| Компания | Основной акционер | Наименование | Тип |
|----------------------|---|--|--|
| TOUAX | 31.18 6.30 13.79 | Alexandre Walewski + SHGL (семейная компания – холдинг) + SHGP (семейная компания – холдинг) Salvepar Sofina | Основатель Обычный ИФ Холдинг |
| UNIBAIL-RODAMCO | 9.03 5.13 3.73 3.46 3.09 | APG AM Amundi AM Cohen&Steers Nothern Cross BNP Paribas | Пенсионный фонд ЧОИФ Обычный ИФ Обычный ИФ Обычный ИФ |
| VIVENDI | 4.90 4.37 3.74 2.91 2.13 2.04 2.01 2 1.5 1.4 1.38 1.09 1.07 1.01 | BlackRock Группа Société Générale KBC и ФСИ Amundi Natixis Asset Management The Baupost Group, Llc Norges Bank Investment Management (NBIM) Qatar Holdings Bank of America/Merrill Lynch Crédit Suisse Securities Ltd UBS Investment Bank Группа Bolloré HSBC Holdings plc BNP Paribas AM | Обычный ИФ Обычный ИФ ГИФ ЧОИФ Обычный ИФ Хедж Фонд Обычный ИФ Профессиональный инвестор Обычный ИФ Обычный ИФ Обычный ИФ Профессиональный инвестор Обычный ИФ Обычный ИФ |
| VALEO | 5.83 4.97 3.04 | ФСИ Blackrock KBC | ГИФ Обычный ИФ ГИФ |
| VEOLIA ENVIRONNEMENT | 9.21 6.33 5.65 4.75 3.96 | KBC Группа Industriel Marcel Dassault Группа Groupama Velo Investissement EDF | ГИФ Холдинг Компания Обычный ИФ Компания |
| VOLTALIA | 62 | Voltavia Investissement | Основатель |
| VINCI | 5.6 2.8 | Qatari Diar Artémis (Financière Pinault) | Компания Холдинг |

Примечания к таблице: ФСИ – фонд стратегических инвестиций, ИФ – инвестиционный фонд, ОИФ – ответственный инвестиционный фонд, ГИФ – государственный инвестиционный фонд, ЧОИФ – частично-ответственный инвестиционный фонд. KBC – общественная касса вкладов и сбережений (государственный фонд).

Таблица С. 4. Распределение по группам акционеров французских компаний – объектов инвестиций ЭОИФ

| Компания | Частные лица | Иностранные ИИ | Французские ИИ | Основатели / Руководство | Сотрудники | Акции в свободном обращении | Основной акционер | Наименование | ОИФ | Госво |
|-----------------------------|--------------|----------------|----------------|--------------------------|------------|-----------------------------|-------------------|--|-----|-------|
| Accor | | | | 1.99 | | 66.73 | 21.37 | Холдинг Legendre | | |
| ADP | 7.6 | 9.9 | 11.5 | | 2.2 | | 52.1 | Государство | | 52.1 |
| Air France | 15.2 | 34.8 | 24.5 | | 9.8 | | 15.7 | Государство | | 15.7 |
| Air Liquide | | 40 | 23 | | | | | | | |
| Alcatel Lucent | 31 | | | 1.09 / 1.41 | 4 | | 4.81 | Fidelity Management & Research Company | | |
| Alpha Mos | 34.5 | | | 2.9 | | | 23.1 | Жан-Кристоф Мифсуд | | |
| Alstom | | | | | 1.32 | | 30.75 | Bouygues | | |
| Areva | | | | 0.22 | | | 73.03 | Комиссариат атомной энергетики | | 10.17 |
| Arkema | 9.4 | | | 0.3 | 4.8 | | 10 | Группа Bruxelles Lambert | 5.5 | |
| Aurea | 22.2 | | | 5.67 | | | 32.44 | Financière 97 | | |
| AXA | | | | 14.54 / 0.74 | 7.34 | | 14.54 | Взаимный фонд AXA | | |
| Biomerieux | | | | 58.90 / 0.10 | 1.18 | | 58.90 | Институт Мерье | | |
| BNP Paribas | | | 65.30 | 1.4 | 6.2 | | 10.60 | SFPI/FPIM | | |
| Bouygues | | | | 1.32 | 18.99 | | 18.99 18.11 | Группа сотрудников Groupe SCDM | | |
| Bureau Veritas | | | | 1 | 0.8 | | 51.5 | Wendel | | |
| CAP Gemini | | 56 | 27 | 0.54 | 7 | | | | | |
| Carrefour | | | | | 1.04 | | 11.09 | Blue capital | | |
| Casino Guichard | | | | 0.10 | | | 49.93 | Rallye | | |
| Christian Dior | | | | | | | 71.72 | Группа Arnault | | |
| CIE Generale de Geophysique | | | | | 0.05 | 77.19 | 6.5 | ФСИ | | |

| Компания | Частные лица | Иностранные ИИ | Французские ИИ | Основатели / Руководство | Сотрудники | Акции в свободном обращении | Основной акционер | Наименование | ОИФ | Госво |
|------------------------|--------------|----------------|----------------|--------------------------|------------|-----------------------------|-------------------|-----------------------------------|-----|-------|
| Colas | | | | | | | 96.62 | Bouygues | | |
| Credit Agricole | | | 30.90 | 0.39 | 4.6 | | 55.86 | SAS | | |
| Danone | | | | 5.6 / 0.9 | 1.4 | 85.6 | 5.7 | Danone | | |
| Edenred | | | | | | | 27.38 | Colony capital + Холдинг Legendre | | |
| EDF Energies nouvelles | | | | 50 | | 24.89 | 50 | Группа EDF | | |
| Electricité de France | 2.82 | 7.76 | 3.07 | 0.07 | 1.84 | | 84.44 | Государство | | 84.4 |
| Essilor International | | | | 1.37 | 8.22 | 89.11 | 8.22 | Сотрудники | | |
| Europlasma | | | | | 4 | | 28 | Credit Suisse Europlasma | | |
| Exel Industries | 15 | | | 61.26 / 0.13 | | | 61.26 | Exel | | |
| Faiveley | 53.4 | | | 53.4 / 3.2 | | 41.3 | 53.4 | Семья Фейвелей | | |
| Faurecia | | | | 0.24 | 0.15 | | 57.43 | Peugeot | | |
| France Telecom | | | | | 4.61 | 68.42 | 13.50 | ФСИ | | 13.5 |
| GDF Suez | | | | 1.1 | 2.8 | | 36 | Государство | 1.1 | 36 |
| Groupe Eurotunnel | 16.6 | | | 1.6 | | | 15.64 | Группа Goldman Sachs | | |
| Imerys | | | | 0.06 | 0.40 | 23.79 | 66.78 | Belgian securities | | |
| Ipsen | | | | 1.39 / 0.05 | | | 68.12 | Mauroy | | |
| L'Oreal | 30.8 | 23.02 | 9.11 | 1.43 | 0.74 | 38.01 | 30.79 | Беттенкур | | |
| Lafarge | 11.6 | 72.6 | 15.70 | 0.10 | | | 20.9 | Группа Bruxelles Lambert | | |
| Lagardere | | | 18.61 | 2.87 / 9.62 | 1.49 | | 12.83 | Холдинг Qatar Llc | | |
| Legrand | | | | | 4.9 | | 5.96 | Morgan Stanley | | |
| LVMH | | | | | | 53.52 | 46.48 | Группа Arnault | | |
| Metex | 7.39 | | | 6 | | 53 | 14 | Seventure (филиал Natixis) | | |

| Компания | Частные лица | Иностранные ИИ | Французские ИИ | Основатели / Руководство | Сотрудники | Акции в свободном обращении | Основной акционер | Наименование | ОИФ | Госво |
|--------------------|--------------|----------------|----------------|--------------------------|------------|-----------------------------|-------------------|---|------|-------|
| Michelin | | 55.5 | 30.20 | | 1.6 | | | | | |
| Nexans | | 60.7 | 24.7 | | 12.6 | | 19.9 | Группа Madeco | | |
| Orpea | | | | 23.09 / 0.04 | | 53.43 | 23.09 | Семейная компания JC Marian | | |
| Peugeot | 30.3 | | 17.61 | 3.07 | 2.79 | | 30.30 | Пежо | | |
| Plastic Omnium | | 16.50 | 9.60 | 7.54 | 1.8 | | 55.10 | Burelle | | |
| PPR | 6.3 | 40.5 | 11.5 | 0.80 | 0.3 | | 40.60 | Artemis | | |
| Receclex SA | | 15.7 | 8.7 | 0.2 | | 67.7 | 32.1 | Glencore | | |
| Renault | | | | 1.37 | 3.06 | 62.46 | 15.01 | Государство | | 15 |
| Safran SA | | | | 1.86 | 6.61 | 51.96 | 30.20 | Государство | | 30.2 |
| Saft Groupe | | | | | | | 6.35 | Ameriprise Financial | | |
| Saint Gobain | | | | | | 67 | 17.1 | Wendel | | |
| Sanofi | | | | 1.28 | 1.28 | 85.3 | 8.82 | L'Oréal | | |
| Schneider Electric | | | | 1.67 | 4.55 | 80.64 | 9.43 | Capital research and management company | | |
| Seche Environment | 41.5 | | | 42.8 | | 36.4 | 42.8 | Семейная компания Джоэль Сеше | | |
| Sechilienne Sidec | | | | 0.01 | 0.39 | 50.1 | 43.10 | Financière Helios | | |
| Société Generale | | | | 2.75 / 1.16 | 7.55 | 79.52 | 7.55 | Сотрудники | | |
| Sodexo | 3.2 | 37.2 | 16.7 | 37.71 / 4.07 | 1.07 | 49.97 | 37.71 | Bellon SA | | |
| Suez Environnement | | | | 35.7 | 2 | 42 | 35.7 | GDF Suez | | 36 |
| Technip SA | | | | 2 | 2 | 55.25 | 6.2 | Blackrock inc. | 2.55 | |
| Total | | 65 | 23 | 4.6 | 4.4 | 83.6 | 4.6 | Total | | |
| Touax | 9.37 | | | | | | 31.19 | Валевски | | |
| Unibail-Rodamco | | | | | | 75.56 | 9.03 | APG AM | | |
| Valeo | | | | | | 86.16 | 5.88 | ФСИ | | |

| Компания | Частные лица | Иностранные ИИ | Французские ИИ | Основатели / Руководство | Сотрудники | Акции в свободном обращении | Основной акционер | Наименование | ОИФ | Госво |
|--------------------|--------------|----------------|----------------|--------------------------|------------|-----------------------------|-------------------|-------------------------|-----|-------|
| Vallourec | | | | 0.47 | 4.97 | 79.22 | 6.94 | ФСИ | | |
| Veolia Environment | | | | 2.74 | | 67.36 | 9.21 | КВС | | |
| Vinci | 12 | 43.1 | 22.3 | 4.4 | 9.8 | | 9.8 | Сотрудники | | |
| Vivendi | | | | 0.11 | | 65.76 | 4.90 | Blackrock Inc. | | |
| Voltaia | | | | 62 | | 38 | 62 | Voltavia Investissement | | |

Примечания к таблице: ИИ – институциональные инвесторы. ФСИ – фонд стратегических инвестиций, КВС – касса вкладов и сбережений (государственный фонд)

Таблица С. 5. Динамика акционерного капитала и дивидендов зеленых компаний – объектов инвестиций ЭОИФ

| Компания | Дата | Акционерный капитал | Общее количество акций | Номинал | Дивиденд на акцию | Дивиденды |
|-------------------------------|----------|---------------------|------------------------|---------|-------------------|-----------|
| Alpha Mos | 30.09.11 | 781029.4 | 3905147 | 0.2 | 0 | 0 |
| | 30.09.10 | 678262.4 | 3391312 | 0.2 | 0 | 0 |
| | 30.09.09 | 675362.4 | 3376812 | 0.2 | 0 | 0 |
| | 30.09.08 | 670662.4 | 3353312 | 0.2 | 0 | 0 |
| | 30.09.07 | 670362.4 | 3351812 | 0.2 | 0 | 0 |
| Aurea | 30.09.10 | 14523296 | 12102747 | 1.2 | 0.1 | |
| | 30.09.09 | 14389398 | 11991165 | 1.2 | 0.1 | |
| | 30.09.08 | 14389398 | 11991165 | 1.2 | 0.1 | |
| | 30.09.07 | 14389398 | 11991165 | 1.2 | 0 | 0 |
| Bureau Veritas | 30.09.06 | 14389398 | 11991165 | 1.2 | 0 | 0 |
| | 29.02.12 | 13277122.32 | 110642686 | 0.12 | | |
| | 31.12.11 | 13263154 | 110526286 | 0.12 | 1.15 | 124952000 |
| | 31.12.10 | 13112232 | 109268601 | 0.12 | 0.84 | 90995000 |
| | 31.12.09 | 13091569 | 109096410 | 0.12 | 0.72 | 77630000 |
| | 31.12.08 | 13032090 | 108600755 | 0.12 | 0.6 | 64332000 |
| | 31.12.07 | 13939173 | 116159775 | 0.12 | 1 | 99998000 |
| EDF Energies Nouvelles | 31.12.06 | 13010228 | 10841857 | 0.12 | | |
| | 31.12.10 | 124109466 | 77568416 | 1.6 | 0.42 | 32578735 |
| | 31.12.09 | 124109466 | 77568416 | 1.6 | 0.38 | 29475998 |
| | 31.12.08 | 124109466 | 77568416 | 1.6 | 0.27 | 20943472 |
| | 31.12.07 | 99287574 | 62054734 | 1.6 | 0.26 | 16134231 |
| | 31.12.06 | 99287574.4 | 62054734 | 1.6 | 0.11 | 6826020 |
| Europlasma | 19.10.05 | 68972608 | 4310788 | 1.6 | | |
| | 31.12.10 | 15285047 | 15285047 | 1 | 0 | 0 |
| | 31.12.09 | 11383752 | 11383752 | 1 | 0 | 0 |
| | 31.12.08 | 11370752 | 11370752 | 1 | 0 | 0 |
| | 31.12.07 | 11129752 | 11129752 | 1 | 0 | 0 |
| Plastic Omnium | 31.12.06 | 9127252 | 9127252 | 1 | 0 | 0 |
| | 31.12.11 | 8939000 | 52583797 | 0.17 | 0.69 | 36283000 |
| | 31.12.10 | 8822000 | 17644599 | 0.5 | 1.4 | 24702000 |
| | 31.12.09 | 8822000 | 17646599 | 0.5 | 0.7 | 12351000 |
| | 31.12.08 | 9073000 | 18146794 | 0.5 | 0.35 | 6351000 |
| Recyclax | 31.12.07 | 9336000 | 18671332 | 0.5 | 0.7 | 13070000 |
| | 31.12.11 | 47949964 | 23974982 | 2 | 0 | 0 |
| | 31.12.10 | 47949964 | 23974982 | 2 | 0 | 0 |
| | 31.12.09 | 47919964 | 23959982 | 2 | 0 | 0 |
| | 31.12.08 | 47915964 | 23957982 | 2 | 0 | 0 |
| Seche Environment | 31.12.07 | 47823964 | 23911982 | 2 | 0 | 0 |
| | 31.12.10 | 1726974 | 8634870 | 0.2 | 1.3 | 11225331 |
| | 31.12.09 | 1726974 | 8634870 | 0.2 | 1.3 | 11225331 |
| | 31.12.08 | 1726974 | 8634870 | 0.2 | 1.3 | 11225331 |
| | 31.12.07 | 1726974 | 8634870 | 0.2 | 1.3 | 11225331 |
| Sechilienne Sidec | 31.12.06 | 1607692 | 8038462 | 0.2 | 1.3 | 11225331 |
| | 31.12.10 | 1095195.83 | 28446645 | 0.0385 | 0.7 | |
| | 31.12.09 | 1095003.33 | 28441645 | 0.0385 | 0.7 | 19912652 |
| | 31.12.08 | 1070852.86 | 27814360 | 0.0385 | 1.21 | 33655376 |

| Компания | Дата | Акционерный капитал | Общее количество акций | Номинал | Дивиденд на акцию | Дивиденды |
|---------------------------|----------|---------------------|------------------------|---------|-------------------|-----------|
| | 31.12.07 | 1070852.86 | 27814360 | 0.0385 | 1.21 | 33655376 |
| | 31.12.06 | 1061381.86 | 27568360 | 0.0385 | | |
| Suez Environment | 31.12.11 | 2040935316 | 510233829 | 4 | 0.65 | 318304.4 |
| | 31.12.10 | 1958796240 | 489699060 | 4 | 0.65 | 317426.9 |
| | 31.12.09 | 1958796240 | 489699060 | 4 | 0.65 | 317621.9 |
| | 31.12.08 | 1958796240 | 489699060 | 4 | 0 | 0 |
| | 31.12.07 | 40000 | 10000 | 4 | 0 | 0 |
| Veolia Environment | 31.12.11 | 2598265000 | 519652960 | 5 | 0.7 | 353791000 |
| | 31.12.10 | 2495632000 | 499126367 | 5 | 1.21 | 586792691 |
| | 31.12.09 | 2468152000 | 493630374 | 5 | 1.21 | 579538650 |
| | 31.12.08 | 2362883000 | 472576666 | 5 | 1.21 | 553824460 |
| | 31.12.07 | 2358814000 | 471762756 | 5 | 1.21 | 553459872 |
| | 15.12.06 | 2053979200 | 410765840 | 5 | 1.05 | 419701966 |
| | 06.12.05 | 2038993415 | 407798683 | 5 | | |
| Volitalia | 31.12.10 | 33325734 | 16662867 | 2 | 0 | 0 |
| | 31.12.09 | 33309734 | 16654867 | 2 | 0 | 0 |
| | 31.12.08 | 22041734 | 11020867 | 2 | 0 | 0 |
| | 31.12.07 | 21066554 | 10533277 | 2 | 0 | 0 |
| | 31.12.06 | 3450768 | 6901535 | 0.5 | 0 | 0 |

Таблица С. 6. Динамика акционерного капитала и дивидендов ответственных компаний – объектов инвестиций ЭОИФ

| Компания | Дата | Акционерный капитал | Общее количество акций | Номинал | Дивиденд на акцию | Дивиденды |
|--------------------|----------|---------------------|------------------------|---------|-------------------|-----------|
| Accor | 31.12.11 | 681754338 | 227251446 | 3 | 1.15 | 261000000 |
| | 31.12.10 | 680381847 | 226793949 | 3 | 0.62 | 141000000 |
| | 31.12.09 | 676374597 | 225458199 | 3 | 1.05 | 237000000 |
| | 31.12.08 | 659683569 | 219894523 | 3 | 1.65 | 363000000 |
| | 31.12.07 | 689753382 | 229917794 | 3 | 3.15 | 724000000 |
| ADP | 31.12.11 | 296881806 | 98960602 | 3 | 1.52 | 10262 |
| | 31.12.10 | 296881806 | 98960602 | 3 | | 15099 |
| | 31.12.09 | 256084500 | 85361500 | 3 | | |
| | 31.12.08 | 256084500 | 85361500 | 3 | | |
| | 31.12.07 | 256084500 | 85361500 | 3 | | |
| | 31.12.06 | 256084500 | 85361500 | 3 | | |
| | 31.12.05 | 256084500 | 85361500 | 3 | | |
| Air France | 31.03.11 | 300219278 | 300219278 | 1 | 0 | 0 |
| | 31.03.10 | 2551863863 | 300219278 | 8.5 | 0 | 0 |
| | 31.03.09 | 2551863863 | 300219278 | 8.5 | 0 | 0 |
| | 31.03.08 | 2551863863 | 300219278 | 8.5 | 0.58 | 171835 |
| Air liquide | 31.12.11 | 1560971176 | 283812941 | 5.5 | 2.5 | 729100000 |
| | 31.12.10 | 1562523012 | 284095093 | 5.5 | 2.35 | 684200000 |
| | 31.12.09 | 1453398947 | 264254354 | 5.5 | 2.25 | 609200000 |
| | 31.12.08 | 1435072914 | 260922348 | 5.5 | 2.25 | 602000000 |
| | 31.12.07 | 1313645905 | 238844710 | 5.5 | 2.25 | 551000000 |
| | 31.12.06 | 5930500000 | 109538475 | 5.5 | 3.85 | |
| | 31.12.05 | 4916300000 | 109180823 | 5.5 | 3.5 | |

| Компания | Дата | Акционер- ный капи- тал | Общее ко- личество акций | Но- ми- нал | Диви- денд на акцию | Дивиденды |
|----------------------------|----------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------|---------------------------|-------------|
| | 31.12.04 | 5373600000 | 109180823 | 5.5 | 3.5 | |
| | 31.12.03 | 5079200000 | 99912917 | 5.5 | 3.2 | |
| | 31.12.02 | 5219300000 | 100818441 | 5.5 | 3.2 | |
| Alcatel- Lucent | 31.12.11 | 4650766656 | 2325383328 | 2 | 0 | 0 |
| | 31.12.10 | 4636771096 | 2318385548 | 2 | 0 | 0 |
| | 31.12.09 | 4636121636 | 2318060818 | 2 | 0 | 0 |
| | 31.12.08 | 4636083522 | 2318041761 | 2 | 0 | 0 |
| | 31.12.07 | 4634880840 | 2317441420 | 2 | 0 | 0 |
| | 31.12.06 | 4619358282 | 2309679141 | 2 | 0 | 0 |
| Alstom | 31.12.11 | 2060935128 | 294419304 | 7 | 0.62 | 183000000 |
| | 31.12.10 | 2056893972 | 293841996 | 7 | 1.24 | 364000000 |
| | 31.12.09 | 2013575921 | 287653703 | 7 | 1.12 | 323000000 |
| | 31.12.08 | 1982430000 | 141602127 | 14 | 1.6 | 227000000 |
| | 31.12.07 | 1940641000 | 138617201 | 14 | 0.8 | 111000000 |
| Areva | 31.12.11 | 1456178000 | 383204852 | 3.8 | 0 | 0 |
| | 31.12.10 | 1452053000 | 367828237 | 3.8 | 0 | 0 |
| | 31.12.09 | 1346823000 | 34013593 | 40 | 7.06 | 249730000 |
| | 31.12.08 | 1346823000 | 34013593 | 40 | 7.05 | 249871000 |
| | 31.12.07 | 1346823000 | 34013593 | 40 | 6.77 | 239947000 |
| Arkema | 31.03.11 | 618645770 | 61864577 | 10 | | |
| | 31.03.10 | 614937940 | 61493794 | 10 | 1 | 61000000 |
| | 31.03.09 | 604549730 | 60454973 | 10 | 0.6 | 37000000 |
| | 31.03.08 | 604549730 | 60454973 | 10 | 0.6 | 36000000 |
| | 31.12.07 | 604538230 | 60453823 | 10 | 0.75 | 40000000 |
| AXA | 31.12.11 | 5397982321 | 2357197520 | 2.29 | 0.69 | 1626000000 |
| | 31.12.10 | 5313040993 | 2320105237 | 2.29 | 0.69 | 1601000000 |
| | 31.12.09 | 5244020134 | 2289965124 | 2.29 | 0.56 | 1259000000 |
| | 31.12.08 | 4784000000 | 2089000000 | 2.29 | 0.40 | 836000000 |
| | 31.12.07 | 4719000000 | 2061000000 | 2.29 | 1.20 | 2473000000 |
| Biomerieux | 15.06.11 | | | | 0.98 | 38700000 |
| | 31.12.10 | 12029370 | 39453740 | 0.3 | 0.98 | 38664665 |
| | 31.12.09 | 12029370 | 39453740 | 0.3 | 0.92 | 36297440.80 |
| | 31.12.08 | 12029370 | 39453740 | 0.3 | 0.81 | 31957529.40 |
| | 31.12.07 | 12029370 | 39453740 | 0.3 | 0.76 | 29984842.40 |
| | 31.12.06 | 12029370 | 39453740 | 0.3 | 0.76 | 29984842.40 |
| BNP Paribas | 31.12.11 | 2415491972 | 1207745986 | 2 | 1.2 | 1449000000 |
| | 31.12.10 | 2397320312 | 1198660156 | 2 | 2.1 | 2518000000 |
| | 31.12.09 | 2370563528 | 1185281764 | 2 | 1.5 | 1778000000 |
| | 31.12.08 | 1824192214 | 912096107 | 2 | 1 | 912000000 |
| | 31.12.07 | 1810520616 | 905260308 | 2 | 3.35 | 3034000000 |
| Bouygues | 31.12.11 | 314869079 | 314869079 | 1 | 1.6 | 504000000 |
| | 31.12.10 | 365862523 | 365862523 | 1 | 1.6 | 570000000 |
| | 31.12.09 | 354267911 | 354267911 | 1 | 1.6 | 566000000 |
| | 31.12.08 | 342818079 | 342818079 | 1 | 1.6 | 545000000 |
| | 31.12.07 | 347502578 | 347502578 | 1 | 1.5 | 510000000 |
| Capgemini | 31.12.11 | 1246163000 | 155770362 | 8 | 1 | 155770362 |
| | 31.12.10 | 1246163000 | 155770362 | 8 | 1 | 155770362 |
| | 31.12.09 | 1233419000 | 154177396 | 8 | 0.8 | 123341917 |
| | 31.12.08 | 1166760000 | 145844938 | 8 | 1 | 145844938 |
| | 31.12.07 | 1163404000 | 145425510 | 8 | 1 | 145425510 |
| Carrefour | 31.12.11 | 1698340000 | 679336000 | 2.5 | 0.52 | 353000000 |
| | 31.12.10 | 1698340000 | 679336000 | 2.5 | 1.08 | 734000000 |

| Компания | Дата | Акционер- ный капи- тал | Общее ко- личество акций | Но- ми- нал | Диви- денд на акцию | Дивиденды |
|---|----------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------|---------------------------|------------|
| | 31.12.09 | 1762000000 | 704902716 | 2.5 | 1.08 | 761000000 |
| | 31.12.08 | 1762000000 | 704902716 | 2.5 | 1.08 | 761000000 |
| | 31.12.07 | 1762000000 | 704902716 | 2.5 | 1.08 | 762000000 |
| Casino Guichard | 31.01.11 | 169326980.4 | 110671229 | 1.53 | | |
| | 31.12.10 | 169323360.4 | 110668863 | 1.53 | 2.78 | 307700000 |
| | 31.12.09 | 168900000 | 110360987 | 1.53 | 2.65 | 292500000 |
| | 31.12.08 | 171900000 | 97769191 | 1.53 | 2.53 | 284900000 |
| | 31.12.07 | 171500000 | 96992416 | 1.53 | 2.30 | 258500000 |
| | 31.12.06 | 171200000 | 96796396 | 1.53 | 2.15 | 241200000 |
| Christian Dior | 31.12.11 | 363454096 | 181727048 | 2 | 2.61 | 474308000 |
| | 31.12.10 | 363454096 | 181727048 | 2 | 2.11 | 383444000 |
| | 31.12.09 | 363454096 | 181727048 | 2 | 1.66 | 301667000 |
| | 31.12.08 | 363454096 | 181727048 | 2 | 1.61 | 292581000 |
| | 31.12.07 | 363454096 | 181727048 | 2 | 1.61 | 292581000 |
| Cie Générale de Geophysiqu e | 31.12.11 | 60744773 | 151861932 | 0.4 | 0 | 0 |
| | 31.12.10 | 60602443 | 151506109 | 0.4 | 0 | 0 |
| | 31.12.09 | 60458638 | 151146594 | 0.4 | 0 | 0 |
| | 31.12.08 | 60247083 | 150617709 | 0.4 | 0 | 0 |
| | 31.12.07 | 54901516 | 27450758 | 0.4 | 0 | 0 |
| Colas | 31.12.11 | 48981748.50 | 32654499 | 1.5 | 7.26 | 237072000 |
| | 31.12.10 | 48937000 | 32624790 | 1.5 | 6.30 | 205536000 |
| | 31.12.09 | 48903000 | 32601789 | 1.5 | 6.75 | 220062000 |
| | 31.12.08 | 48820000 | 32546671 | 1.5 | 8.75 | 284783000 |
| | 31.12.07 | 48575000 | 32516685 | 1.5 | 8.50 | 276392000 |
| Credit Agricole | 31.12.11 | 7494061611 | 2498020537 | 3 | | |
| | 31.12.10 | 7204980873 | 2401660291 | 3 | 0.45 | 1081000000 |
| | 31.12.09 | 6958739811 | 2319579937 | 3 | 0.45 | 1044000000 |
| | 31.12.08 | 6679027488 | 2226342496 | 3 | 0.45 | 1002000000 |
| | 31.12.07 | 5009270616 | 1669756872 | 3 | 1.2 | 2004000000 |
| | 31.12.06 | 4491966903 | 1497322301 | 3 | 1.06 | |
| Danone | 31.12.11 | 160561643.3 | 642246573 | 0.25 | 1.39 | 893000000 |
| | 31.12.10 | 161980460 | 647921840 | 0.25 | 1.30 | 842000000 |
| | 31.12.09 | 161747713 | 646990850 | 0.25 | 1.20 | 776000000 |
| | 31.12.08 | 128450536 | 513802144 | 0.25 | 1.20 | 617000000 |
| | 31.12.07 | 128212865 | 512851460 | 0.25 | 1.10 | 564000000 |
| Edenred | 31.12.11 | 451794792 | 225897396 | 2 | 0.7 | 158000000 |
| | 31.12.10 | 451794792 | 225897396 | 2 | 0.5 | 113000000 |
| | 31.12.09 | | 370 | | | |
| | 31.12.08 | | 370 | | | |
| | 31.12.07 | | 370 | | | |
| Electricité de France | 31.12.11 | 924433331 | 1848866662 | 0.5 | | |
| | 31.12.10 | 924433331 | 1848866662 | 0.5 | 1.15 | |
| | 31.12.09 | 924433331 | 1848866662 | 0.5 | 1.15 | |
| | 2008 | 911085545 | 1822171090 | 0.5 | 1.28 | |
| | 2007 | 911085545 | 1822171090 | 0.5 | 1.28 | |
| | 2006 | 911085545 | 1822171090 | 0.5 | 1.16 | |
| | 2005 | 911085545 | 1822171090 | 0.5 | 0.79 | |

| Компания | Дата | Акционер- ный капи- тал | Общее ко- личество акций | Но- ми- нал | Диви- денд на акцию | Дивиденды |
|------------------------------|----------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------|---------------------------|------------|
| | 20.11.04 | 8129000000 | 1625800000 | 5 | | |
| Essilor International | 31.12.11 | 38526893.28 | 214038296 | 0.18 | 0.85 | 171374000 |
| | 31.12.10 | 38098000 | 211655342 | 0.18 | 0.83 | 173272000 |
| | 31.12.09 | 38792000 | 215509972 | 0.18 | 0.70 | 147616000 |
| | 31.12.08 | 37984000 | 211019922 | 0.18 | 0.66 | 136629000 |
| | 31.12.07 | 38030000 | 211279315 | 0.18 | 0.62 | 129344000 |
| | 31.12.06 | 36347000 | 207696872 | 0.18 | | |
| Exel Industries | 31.08.11 | 16969750 | 6787900 | 2.5 | | |
| | 31.08.10 | 16969750 | 6787900 | 2.5 | 0.64 | 4344256 |
| | 31.08.09 | 16969750 | 6787900 | 2.5 | 0.37 | 2511523 |
| | 31.08.08 | 16969750 | 6787900 | 2.5 | 0.75 | 5090925 |
| | 31.08.07 | 16969750 | 3393950 | 5 | 1.50 | 5090925 |
| Faiveley | 31.03.11 | 14404711 | 14404711 | 1 | | 17024000 |
| | 31.08.10 | 14404711 | 14404711 | 1 | 1.2 | 17285653 |
| | 31.08.09 | 14404711 | 14404711 | 1 | 1 | 14404711 |
| | 31.08.08 | 12529585 | 12529585 | 1 | 0.35 | 4385355 |
| | 31.08.07 | 12529585 | 12529585 | 1 | 0.80 | 10023668 |
| Faurecia | 31.12.11 | 772578415 | 110368345 | 7 | 0.35 | 38628921 |
| | 31.12.10 | 772567096 | 110366728 | 7 | 0.25 | 27591682 |
| | 31.12.09 | 626139528 | 89448504 | 7 | 0 | 0 |
| | 31.12.08 | 170765336 | 24395048 | 7 | 0 | 0 |
| | 31.12.07 | 170765336 | 24395048 | 7 | 0 | 0 |
| | 31.12.06 | 169814652 | 24259236 | 7 | 0 | 0 |
| France Telecom | 31.12.11 | 10595541532 | 2648885383 | 4 | | |
| | 31.12.10 | 10595434424 | 2648858606 | 4 | 1.4 | 3707000000 |
| | 31.12.09 | 10594839096 | 2648709774 | 4 | 1.4 | 3705000000 |
| | 31.12.08 | 10459964944 | 2614991236 | 4 | 1.4 | 3654000000 |
| | 31.12.07 | 10457395644 | 2614348911 | 4 | 1.3 | 3386000000 |
| GDF Suez | 31.12.11 | 2252636208 | 2252636208 | 1 | 1.5 | 3347000000 |
| | 31.12.10 | 2250295757 | 2250295757 | 1 | 1.5 | 3336000000 |
| | 31.12.09 | 2260976267 | 2260976267 | 1 | 1.47 | 3257000000 |
| | 31.12.08 | 2193643820 | 2193643820 | 1 | 2.20 | 4729000000 |
| | 31.12.07 | 983871988 | 983871988 | 1 | 1.26 | 1240000000 |
| Groupe Eurotunnel | 31.12.11 | 224228851.6 | 560572129 | 0.4 | 0.08 | 44140000 |
| | 31.12.10 | 213684473 | 534211182 | 0.4 | 0.04 | 21368000 |
| | 31.12.09 | 190825292 | 477063229 | 0.4 | 0.04 | 19231000 |
| | 31.12.08 | 75936766 | 189841915 | 0.4 | 0.04 | 7594000 |
| | 31.12.07 | 23913644 | 59784111 | 0.4 | 0 | 0 |
| Imerys | 31.12.11 | 150285032 | 75142516 | 2 | 1.5 | 90597541 |
| | 31.12.10 | 150948310 | 75474155 | 2 | 1.2 | 75505458 |
| | 31.12.09 | 150778992 | 75389496 | 2 | 1 | 62787810 |
| | 31.12.08 | 125573180 | 62786590 | 2 | 1 | 118974880 |
| | 31.12.07 | 126253712 | 63126856 | 2 | 1.9 | 114185084 |
| Ipsen | 31.12.11 | 84226573 | 84226573 | 1 | 0.8 | 66518000 |
| | 31.12.10 | 84196213 | 84196213 | 1 | 0.75 | 62273000 |
| | 31.12.09 | 84127760 | 84127760 | 1 | 0.7 | 58033000 |
| | 31.12.08 | 84059683 | 84059683 | 1 | 0.66 | 55027000 |
| | 31.12.07 | 84043183 | 84043183 | 1 | 0.6 | 50389000 |
| L'Oréal | 31.12.11 | 120596816.4 | 602984082 | 0.2 | 2 | 1212400000 |

| Компания | Дата | Акционер- ный капи- тал | Общее ко- личество акций | Но- ми- нал | Диви- денд на акцию | Дивиденды |
|------------------|----------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------|---------------------------|------------|
| | 31.12.10 | 120200000 | 600992585 | 0.2 | 1.8 | 1082500000 |
| | 31.12.09 | 119800000 | 598972410 | 0.2 | 1.5 | 898900000 |
| | 31.12.08 | 120500000 | 602415810 | 0.2 | 1.44 | 861800000 |
| | 31.12.07 | 123600000 | 617975610 | 0.2 | 1.38 | 842900000 |
| Lafarge | 31.12.11 | 1148990072 | 287247518 | 4 | 0.5 | 144559000 |
| | 31.12.10 | 1145815116 | 286453779 | 4 | 1 | 287903000 |
| | 31.12.09 | 1145813264 | 286453316 | 4 | 2 | 575207000 |
| | 31.12.08 | 780946136 | 195236534 | 4 | 2 | 392654000 |
| | 31.12.07 | 690258300 | 172564575 | 4 | 4 | 784026000 |
| Lagardere | 31.12.11 | 799913045 | 131133286 | 6.1 | | |
| | 31.12.10 | 799913045 | 131133286 | 6.1 | 1.3 | 165097000 |
| | 31.12.09 | 799913045 | 131133286 | 6.1 | 1.3 | 165142000 |
| | 31.12.08 | 799913045 | 131133286 | 6.1 | 1.3 | 164856000 |
| | 31.12.07 | 818213044 | 131133286 | 6.1 | 1.3 | 169167000 |
| | 10.05.06 | | 139648467 | | 1.1 | 153613000 |
| | 06.07.05 | | 136898627 | | 2 | 273797000 |
| | 19.05.05 | | 136720742 | | 1 | 136720000 |
| | 19.05.04 | | 136461217 | | 0.9 | 122815000 |
| | 20.05.03 | | 135642097 | | 0.82 | 111227000 |
| | 29.05.02 | | 135169410 | | 0.82 | 110839000 |
| | 25.05.01 | | 137164803 | | 0.78 | 106989000 |
| Legrand | 31.12.11 | 1053555980 | 263388995 | 4 | 0.88 | 231400000 |
| | 31.12.10 | 1052645384 | 263161346 | 4 | 0.7 | 183700000 |
| | 31.12.09 | 1052400000 | 263096679 | 4 | 0.7 | 182800000 |
| | 31.12.08 | 1051300000 | 262815128 | 4 | 0.7 | 180000000 |
| | 31.12.07 | 1083900000 | 270975739 | 4 | 0.5 | 133100000 |
| LVMH | 31.12.11 | 152344687.2 | 507815624 | 0.3 | 2.6 | 1320300000 |
| | 31.12.10 | 147192669.6 | 490642232 | 0.3 | 2.1 | 1030300000 |
| | 31.12.09 | 147121696.2 | 490405654 | 0.3 | 1.65 | 809200000 |
| | 31.12.08 | 146981223 | 489937410 | 0.3 | 1.6 | 783900000 |
| | 31.12.07 | 146981223 | 489937410 | 0.3 | 1.6 | 783900000 |
| Metex | 31.12.10 | 2122320 | 21223200 | 10 | 0 | 0 |
| | 31.12.09 | 2119953.3 | 21199533 | 10 | 0 | 0 |
| | 31.12.08 | 2034949.7 | 20349497 | 10 | 0 | 0 |
| | 31.12.07 | 2024949.7 | 20249497 | 10 | 0 | 0 |
| | 31.12.06 | 1311130 | 131113 | 10 | 0 | 0 |
| Michelin | 31.12.11 | 360037794 | 180018897 | 2 | 2.1 | |
| | 31.12.10 | 353215690 | 176607845 | 2 | 1.78 | |
| | 31.12.09 | 294872714 | 147436357 | 2 | 1 | |
| | 31.12.08 | 289994844 | 144997422 | 2 | 1 | |
| | 31.12.07 | 287998338 | 143999169 | 2 | 1.6 | |
| Nexans | 31.12.11 | 28723080 | 28723080 | 1 | 1.1 | 31600000 |
| | 31.12.10 | 28604391 | 28604391 | 1 | 1.1 | 31581000 |
| | 31.12.09 | 28012928 | 28012928 | 1 | 1 | 28101000 |
| | 31.12.08 | 27936953 | 27936953 | 1 | 2 | 55942000 |
| | 31.12.07 | 25678355 | 25678355 | 1 | 2 | 50744000 |
| Orpea | 31.12.10 | 52940993.75 | 42352795 | 1.25 | 0.23 | 9741143 |
| | 31.12.09 | 48558965 | 38847172 | 1.25 | 0.15 | 5827076 |
| | 31.12.08 | 46128465 | 36902772 | 1.25 | 0.1 | 3690278 |
| | 31.12.07 | 46029669 | 36823735 | 1.25 | 0 | 0 |
| | 31.12.06 | 45685898 | 18274359 | 2.5 | 0 | 0 |
| Peugeot | 31.12.11 | 234049344 | 234049344 | 1 | | |
| | 31.12.10 | 234049225 | 234049225 | 1 | 1.07 | 249547952 |

| Компания | Дата | Акционер- ный капи- тал | Общее ко- личество акций | Но- ми- нал | Диви- денд на акцию | Дивиденды |
|-------------------------------|----------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------|---------------------------|------------|
| | 31.12.09 | 234049142 | 234049142 | 1 | 0 | 0 |
| | 31.12.08 | 234048798 | 234048798 | 1 | 0 | 0 |
| | 31.12.07 | 234280298 | 234280298 | 1 | 1.5 | 351420447 |
| PPR | 31.12.11 | 508003556 | 127000889 | 4 | 3.5 | 440895 |
| | 31.12.10 | 507316736 | 126829184 | 4 | 3.5 | 443902 |
| | 31.12.09 | 506314352 | 126578588 | 4 | 3.3 | 417709 |
| | 31.12.08 | 506221508 | 126555377 | 4 | 3.3 | 417633 |
| | 31.12.07 | 512327756 | 128081939 | 4 | 3.45 | 441883 |
| Renault | 31.12.11 | 1126701902 | 295722284 | 3.81 | | |
| | 31.12.10 | 1126701902 | 295722284 | 3.81 | 0.3 | 87000000 |
| | 31.12.09 | 1085610420 | 284937118 | 3.81 | 0 | 0 |
| | 31.12.08 | 1085610420 | 284937118 | 3.81 | 0 | 0 |
| | 31.12.07 | 1085610420 | 284937118 | 3.81 | 3.8 | 1049000000 |
| | 2006 | 1085610420 | 284937118 | 3.81 | | |
| | 2005 | 1085610420 | 284937118 | 3.81 | | |
| | 2004 | 1085610420 | 284937118 | 3.81 | | |
| | 2003 | 1085610420 | 284937118 | 3.81 | | |
| | 2002 | 1085610420 | 284937118 | 3.81 | | |
| | 2001 | 922768855.5 | 242196550 | 3.81 | | |
| | 2000 | 913632540.3 | 239798567 | 3.81 | | |
| Safran | 31.12.11 | 83405917 | 417029585 | 0.2 | 0.62 | 258558343 |
| | 31.12.10 | 83405917 | 417029585 | 0.2 | 0.5 | 208514793 |
| | 31.12.09 | 83405917 | 417029585 | 0.2 | 0.38 | 158471242 |
| | 31.12.08 | 83405917 | 417029585 | 0.2 | 0.25 | 100087100 |
| | 31.12.07 | 83405917 | 417029585 | 0.2 | 0.4 | 166811834 |
| SAFT Groupe | 31.12.11 | 25174845 | 25174845 | 1 | | |
| | 31.12.10 | 25125840 | 25125840 | 1 | 0.7 | 17586357 |
| | 31.12.09 | 24684093 | 24684093 | 1 | 0.68 | 16750647 |
| | 31.12.08 | 18514086 | 18514086 | 1 | 0.68 | 12553998 |
| | 31.12.07 | 18514086 | 18514086 | 1 | 0.68 | 12563036 |
| Saint- Gobain | 31.12.11 | 2142254892 | 535563723 | 4 | 1.24 | 653135000 |
| | 31.12.10 | 2123346000 | 530836441 | 4 | 1.15 | 603165000 |
| | 31.12.09 | 2051724000 | 512931016 | 4 | 1 | 508701000 |
| | 31.12.08 | 1530288000 | 382571985 | 4 | 1 | 486009000 |
| | 31.12.07 | 1496865000 | 376216152 | 4 | 2.05 | 766732000 |
| Sanofi | 31.12.11 | 2681837622 | 1340918811 | 2 | | |
| | 31.12.10 | 2621995570 | 1310997785 | 2 | 2.5 | 3262000000 |
| | 31.12.09 | 2636958104 | 1318479052 | 2 | 2.4 | 3131000000 |
| | 31.12.08 | 2631050926 | 1315525463 | 2 | 2.2 | 2872000000 |
| | 31.12.07 | 2731833288 | 1365916644 | 2 | 2.07 | 2702000000 |
| Schneider Electric | 31.12.11 | 2195772096 | 548943024 | 4 | 1.7 | 933203000 |
| | 31.12.10 | 2175672728 | 271959091 | 8 | 3.2 | 870269000 |
| | 31.12.09 | 2102016000 | 262752025 | 8 | 2.05 | 538642000 |
| | 31.12.08 | 1979405000 | 247425629 | 8 | 3.45 | 853618000 |
| | 31.12.07 | 1962395000 | 245299366 | 8 | 3.3 | 809488000 |
| Société Générale | 31.12.11 | 970099988.8 | 776079991 | 1.25 | | |
| | 31.12.10 | 933027038.8 | 746421631 | 1.25 | 1.75 | 1306000000 |
| | 31.12.09 | 924757831.3 | 739806265 | 1.25 | 0.25 | 185000000 |
| | 31.12.08 | 725909055 | 580727244 | 1.25 | 1.2 | 697000000 |
| | 31.12.07 | 583228241.3 | 466582593 | 1.25 | 0.9 | 420000000 |

| Компания | Дата | Акционер- ный капи- тал | Общее ко- личество акций | Но- ми- нал | Диви- денд на акцию | Дивиденды |
|-----------------------------|----------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------|---------------------------|-------------------------------|
| Sodexo | 31.12.11 | 628528100 | 157132025 | 4 | 1.46 | 229412757 |
| | 31.12.10 | 628528100 | 157132025 | 4 | 1.35 | 212128234 |
| | 31.12.09 | 628528100 | 157132025 | 4 | 1.27 | 199557672 |
| | 31.12.08 | 629437128 | 157359282 | 4 | 1.27 | 199557671 |
| | 31.12.07 | 636105652 | 159026413 | 4 | 1.15 | 182880375 |
| Technip SA | 29.02.12 | 84866591.6 | 111300448 | 0.76 | | |
| | 31.12.11 | 84105392.43 | 110302154 | 0.76 | 1.58 | 171800000 |
| | 31.12.10 | 84065130.9 | 110249352 | 0.76 | 1.45 | 156100000 |
| | 31.12.09 | 83374261.68 | 109343294 | 0.76 | 1.35 | 143600000 |
| | 31.12.08 | 83627936.46 | 109317564 | 0.76 | 1.2 | 127500000 |
| | 31.12.07 | 81857252.68 | 107353774 | 0.76 | 1.2 | 125100000 |
| Total | 31.12.11 | 5909418000 | 2363767313 | 2.5 | 2.28 | 5392829 |
| | 31.12.10 | 5874102000 | 2349640931 | 2.5 | 2.28 | 5384541 |
| | 31.12.09 | 5871057000 | 2348422884 | 2.5 | 2.28 | 5354404 |
| | 31.12.08 | 5929520000 | 2371808074 | 2.5 | 2.28 | 5407722 |
| | 31.12.07 | 5988830000 | 2395532097 | 2.5 | 2.07 | 4983591 |
| Touax | 31.12.10 | 45565208000 | 5695651 | 8 | 1 | 4158030000 |
| | 31.12.09 | 45502608000 | 5687826 | 8 | 1 | 5687826000 |
| | 31.12.08 | 37463768000 | 4682971 | 8 | 1 | 4682971000 |
| | 31.12.07 | 31181632000 | 3897704 | 8 | 1 | 3897704000 |
| | 31.12.06 | 31084152000 | 3885519 | 8 | 0.75 | 2914139000 |
| Unibail- Rodamco | 31.12.11 | 459034000 | 91806889 | 5 | 8 | 734455000 |
| | 31.12.10 | 458730000 | 91745924 | 5 | 5.3+2.7 (exc) | 486253000+247714 000 (exc) |
| | 31.12.09 | 456323000 | 91264549 | 5 | 0+28 (exc) | 0+2565571000 (exc) |
| | 31.12.08 | 407223000 | 81444653 | 5 | 5.5+2 (exc) | 451113000+169413 000 (exc) |
| | 31.12.07 | 408810000 | 81761974 | 5 | 7 | 573637000 |
| Valeo | 31.12.11 | 237808188 | 79269596 | 3 | 1.4 | 111000000 |
| | 31.12.10 | 235886394 | 78628798 | 3 | 1.2 | 91000000 |
| | 31.12.09 | 234628851 | 78209617 | 3 | 0 | 0 |
| | 31.12.08 | 234628851 | 78209617 | 3 | 0 | 0 |
| | 31.12.07 | 234628851 | 78209617 | 3 | 1.2 | 94000000 |
| Vallou-rec | 31.12.11 | 242868818 | 121434409 | 2 | 1.3 | 157864732 |
| | 31.12.10 | 235888164 | 117944082 | 2 | 1.3 | 153327307 |
| | 31.12.09 | 229123156 | 57280789 | 4 | 3.5 | 200482762 |
| | 31.12.08 | 215154864 | 53788716 | 4 | 6 | 322732296 |
| | 31.12.07 | 212154880 | 53038720 | 4 | 11 | 583425920 |
| Vinci | 31.12.11 | 1413191700 | 565276672 | 2.5 | 1.77 | 958848500 |
| | 31.12.10 | 1381551100 | 552620447 | 2.5 | 1.67 | 900050500 |
| | 31.12.09 | 1302393900 | 520957550 | 2.5 | 1.62 | 849927300 |
| | 31.12.08 | 1240406200 | 496162480 | 2.5 | 1.62 | 770293100 |
| | 31.12.07 | 1214942000 | 485976788 | 2.5 | 1.52 | 714001400 |
| Vivendi | 31.12.11 | 6859900000 | 1247263060 | 5.5 | 1 | 1245900000 |
| | 31.12.10 | 6805400000 | 1237337108 | 5.5 | 1.4 | 1730700000 |
| | 31.12.09 | 6758700000 | 1228859491 | 5.5 | 1.4 | 1721000000 |
| | 31.12.08 | 6436100000 | 1170197438 | 5.5 | 1.4 | 1639000000 |
| | 31.12.07 | 6406100000 | 1164743220 | 5.5 | 1.3 | 1514800000 |