

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Демянчук Никита Николаевич

РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВОГО
ИНСТРУМЕНТАРИЯ
СОЦИАЛЬНО-ОРИЕНТИРОВАННОГО
ИНВЕСТИРОВАНИЯ

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Слепнева Татьяна Александровна,
кандидат экономических наук, доцент

Москва - 2022

Оглавление

Введение	3
Глава 1 Теоретические основы социально-ориентированного инвестирования	14
1.1 Финансирование развития и современная теория социально-ориентированного инвестирования	14
1.2 Интегрированные модели социально-ориентированного инвестирования: финансовый аспект.....	30
1.3 Финансовый инструментарий социально-ориентированных инвестиций	42
Глава 2 Анализ финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования	51
2.1 Современный финансовый инструментарий социально-ориентированного инвестирования на зарубежном рынке	51
2.2 Анализ финансового инструментария на российском рынке социально-ориентированного инвестирования	62
2.3 Результативность финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования	73
Глава 3 Совершенствование финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования	81
3.1 Актуальные направления развития финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования	81
3.2 Совершенствование нормативно-правового регулирования в области социально-ориентированного инвестирования	95
3.3 Рекомендации по совершенствованию финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования	107
Заключение	116
Список литературы	123

Введение

Актуальность темы исследования. Уникальность и новаторство социально-ориентированного инвестирования заключается в том, что это – вид инвестиционной деятельности, предполагающий сочетание двух основных составляющих:

- получение финансовой выгоды;
- решение социальных и/или экологических проблем.

Подразумевается одновременное достижение двух целей, выгод, каждая из которых имеет равнозначную важность для инвесторов, акционеров, менеджмента компании или проекта в сфере социально-ориентированного инвестирования.

Применение данного подхода активным образом развивается в западных странах - США, Канаде, Великобритании, а также в Индии, Юго-Восточной Азии, Китае и Японии. На сегодняшний день существует большое количество компаний, проектов и инфраструктурных систем, функционирующих в данной сфере. По оценкам на конец 2020 г. мировой рынок социально-ориентированного инвестирования достиг 1 млрд долл. США.

Вместе с тем уровень исследований социально-ориентированного инвестирования зачастую ограничен общей концепцией, анализом существующих кейсов, и в меньшей степени - проработкой финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования.

Под социально-ориентированным инвестированием подразумевается *impact investing* – новый теоретико-практический подход к инвестированию в компании и проекты, который существует второе десятилетие в западной экономике. Для экономики России данный подход является новым. Также встречаются синонимы, отражающие подход *impact investing*, а именно: социально преобразующее инвестирование, импакт-инвестирование, инвестиции социального воздействия.

Разработка результативной интегрированной модели осуществления социально-ориентированного инвестирования и совершенствование его финансового инструментария является важным направлением исследования для теоретиков и практиков в области корпоративных финансов и инвестиций в связи с ростом запроса со стороны бизнеса и государства на создание социально-ориентированных проектов.

Если на западном рынке социально-ориентированное инвестирование осуществляется разнообразными специализированными в данной сфере стейкхолдерами, то на российском рынке социально-ориентированное инвестирование начало развиваться только в последнее десятилетие. Существует достаточно ограниченное количество инициатив со стороны российских государственных органов, бизнеса и некоммерческих организаций в сфере социально-ориентированного инвестирования, которое обусловлено, в том числе, слабой законодательной базой, необходимой для осуществления данной деятельности. Кроме того, недостаточно методически проработаны подходы к выбору финансового инструментария, существует потребность в его систематизации, приоритизации и дальнейшем развитии.

Небольшой объем отечественных научных исследований в сфере социально-ориентированного инвестирования и его финансового инструментария вызывает необходимость осуществления дальнейших исследований в данном направлении.

Таким образом, актуальность исследования обусловлена:

- отсутствием комплексных исследований по финансовому инструментарию в проектах социально-ориентированного инвестирования и ключевой ролью финансового инструментария в обеспечении социально-ориентированного инвестирования практико-ориентированными методическими инструментами;

- необходимостью уточнения и развития теоретико-методического подхода к финансированию социально-ориентированных инвестиций с учетом российской специфики;

- потребностями российского бизнес-сообщества в развитии теоретико-методического и практического подхода к формированию финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования;
- необходимостью определения особенностей финансового инструментария в проектах социально-ориентированного инвестирования;
- отсутствием модели социально-ориентированного инвестирования и характеристик финансового инструментария, позволяющих результативно осуществлять социально-ориентированное инвестирование.

Степень разработанности темы исследования Изучением понятия, концепции и финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования занимались иностранные экономисты: Э. Багг-Левин, Д. Эмерсон, Б. Когут, Н. Кулатилака, Дж. Робинсон, Ф. Перрини, К. Вурро, Н. Карканица, Т. Елецких, А. Голод, Б. Дрейтона, Л. Саламон, С. Стрэндберг, О. Виеланд, Дж. Кларкин, С. Канджиони, М. Мартин, Н. О’Донохо, К. Лейонхувуд, Ю. Салтук, М. Брандербург, Дж. Кахилл, С. Алиджания, К. Кариотис, М. Ди Доменико, Х. Хау, П. Трейси, А.-М. Передо, М. Маклин, Г. Реджепи, Е. Ховард, К. Майерс, Т. Конте, С. Шах, К. Коста, Х. Аземати, М. Белинский, Р. Джиллет, Дж. Либман, А. Селлман, А. Вайс, К. Вилсон, М. Келли, Дж. Майр, К. Хокертс, К. Гантли, К. Харджи, А. Кьервен, С. Гобей. Однако в данных работах финансовый инструментарий слабо проработан и его исследования, главным образом, включают теоретические построения и выборочный анализ данных. Проблемы социально-ориентированного инвестирования и финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования изучались в трудах российских авторов: С.А. Денисова, И.Н. Джазовской, А.В. Дудченко, Д.А. Филиппова, Д.В. Саврасова, А.И. Ураева, Н.Л. Полтораднева, С.Э. Калатурова, Г.В. Максименко, А.В. Кривко, М.А. Трошина, Г.К. Сугаков.

На систематической основе понятия, концепция и прикладной финансовый инструментарий социально-ориентированного инвестирования исследуются и дополняются Глобальной сетью преобразующего

инвестирования - Global Impact Investing Network, GIIN, - а также крупнейшими мировыми инвестиционными банками: Credit Suisse, Goldman Sachs, Morgan Stanley, UBS. Но результаты отчетов перечисленных организаций имеют недостаток в виде ограниченности выборки для исследования.

В исследованиях зарубежных ученых не учитывается специфика российского рынка социально-ориентированного инвестирования. Большая работа по изучению, анализу, внедрению, развитию и реализации финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования проведена в России Фондом региональных социальных программ «Наше будущее» и государственной корпорацией развития ВЭБ.РФ. При этом, многие вопросы, касающиеся финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования, недостаточно проработаны для российского финансового рынка, а практическая реализация социально-ориентированного инвестирования носит экспериментальный характер.

Целью исследования является разработка теоретико-методических положений по совершенствованию финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования и практических рекомендаций по его результативному использованию.

Для достижения цели поставлены и решены **задачи**:

- сформулированы принципиальные отличия социально-ориентированного инвестирования от других видов инвестирования;
- разработана система принципов социально-ориентированного инвестирования;
- определен финансовый инструментарий и его характеристики, позволяющие результативно осуществлять социально-ориентированное инвестирование; предложена классификация финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования;

- разработана интегрированная структурная модель социально-ориентированного инвестирования;
- предложены практические рекомендации по совершенствованию финансового инструментария проектов в сфере социально-ориентированного инвестирования в России.

Объектом исследования является финансовый инструментарий социально-ориентированного инвестирования организаций.

Предметом исследования являются финансово-экономические отношения в процессе обоснования и результативного использования финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования.

Область исследования. Исследование выполнено в соответствии с пунктами 3.2. «Организационно-экономические аспекты финансов предприятий и организаций», 3.25. «Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования» Паспорта научной специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки).

Методология и методы исследования. Методологической основой исследования послужили труды зарубежных и отечественных ученых и практиков в области корпоративных финансов, социально-ориентированного инвестирования, финансового инструментария.

Исследование базируется на фундаментальных положениях экономической науки, а также на трудах зарубежных и отечественных ученых и специалистов по вопросам финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования, что позволяет реализовать принцип преемственности в развитии и приращении научного знания.

Поставленные задачи, а также системный подход к их решению обусловили применение методов научной абстракции, сравнения, классификации, научного обобщения, группировки, статистического и графического анализа, экспертных оценок и др.

Информационной базой исследования являются материалы Глобальной сети преобразующего инвестирования - Global Impact Investing Network, GIIN, - Фонда региональных социальных программ «Наше будущее», государственной корпорации развития ВЭБ.РФ, законы и нормативные акты, тексты международных стандартов и рекомендаций, материалы международных научно-практических конференций, научная литература, публикации в периодических изданиях, справочные и аналитические ресурсы сети Интернет, результаты собственных расчетов и исследований.

Научная новизна исследования заключается в развитии комплекса теоретико-методических положений и разработке практических рекомендаций по совершенствованию финансового инструментария для обеспечения результативности деятельности организаций в сфере социально-ориентированного инвестирования.

Положения, выносимые на защиту:

1) сформулированы принципиальные отличия социально-ориентированного инвестирования от других видов инвестирования: стремление к достижению равнозначных целей - финансовой и социальной; создание интегрированной стоимости, учитывающей как цели инвестора, так и социальный эффект от реализации инвестиционных проектов; активная роль заинтересованных хозяйствующих субъектов в данном процессе, в том числе государства; подготовка специализированного персонала, обладающего соответствующими компетенциями: опыт в решении социальных и экологических проблем, наличие профессиональных знаний в области корпоративных финансов, способность оценивать социальный и финансовый результат проекта; развитие специализированной системы оценки результативности инвестиций; новые формы взаимодействия инвесторов и предпринимателей: совместное взаимодействие благотворителей и инвесторов, благотворителей и предпринимателей; новые виды финансового инструментария: социальные облигации, облигации развития; выявленные отличия сформировали теоретическую базу развития

финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования (С. 29-30);

2) разработана система принципов социально-ориентированного инвестирования: финансовые принципы (окупаемости инвестиций, оплаты за результат, достигнутый и выраженный в социальных метриках, результативности инвестиционных вложений); и нефинансовые принципы (нацеленности на достижение социального результата; измерения воздействия, то есть оценки достигнутых социальных результатов; принцип «дополнения» - нивелирования неспособности и инвестиционной непривлекательности проектов к получению финансовых ресурсов; новаторства в комбинировании экономических и социальных ресурсов для решения социальных проблем); данная система принципов ориентирована на развитие финансового инструментария и на обеспечение результативности деятельности организаций в сфере социально-ориентированного инвестирования (С. 41);

3) предложен финансовый инструментарий и его характеристики, позволяющие осуществлять социально-ориентированное инвестирование: смешанное финансирование - использование различных финансовых инструментов, финансовое структурирование - предложение различных рисков и доходов для разных типов благотворителей и инвесторов, финансовый инжиниринг - комбинирование финансовых инструментов с различными параметрами риска и доходности для реализации инвестиционной стратегии бизнеса, финансовое посредничество - создание платформ для связи инвесторов и иных заинтересованных лиц. Раскрыта классификация финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования: по видам, ожидаемым результатам, источникам финансирования, позволяющая осуществлять оптимальный выбор финансовых инструментов для такого инвестирования (С. 49-50);

4) разработана интегрированная модель социально-ориентированного инвестирования, включающая в себя

следующие элементы: субъекты - государство, финансовые посредники, инвесторы, благотворители, социальные предприниматели; объекты - социально-ориентированные инвестиционные проекты, социальные предприятия; цели - достижение положительного социального эффекта, получение прибыли; средства - финансовый инструментарий; результаты - измерение и оценка достигнутых социальных и финансовых результатов. Отличие разработанной интегрированной модели заключается во включении в периметр модели финансового инструментария как средства достижения результативности социально-ориентированного инвестирования. Данная модель является основой для совершенствования финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования (С. 92-93);

5) предложены практические рекомендации по совершенствованию финансового инструментария проектов в сфере социально-ориентированного инвестирования, включающие в себя: создание социального предприятия, которое сочетает в себе коммерческий и некоммерческий цели; создание специальной системы налогообложения для социальных предприятий; использование нового финансового инструментария: социальные облигации, облигации развития; применение структурных финансовых инструментов; создание единого реестра российских проектов и компаний в сфере социально-ориентированного инвестирования (С. 112-113).

Теоретическая значимость работы заключается в развитии подхода социально-ориентированного инвестирования, в том числе, выявлении ключевых отличий и определении принципов социально-ориентированного инвестирования, а также предложении рекомендаций по развитию финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования с целью повышения его результативности. Полученные результаты могут быть использованы в дальнейшем для развития теоретических и практических исследований в области социально-ориентированного инвестирования и финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования.

Практическая значимость работы заключается в том, что разработанные предложения, методы и качественные модели могут быть использованы государственными органами, финансовыми директорами социальных предприятий, социально-ориентированными инвесторами, в том числе, социальными инвесторами, импакт-инвесторами. Разработанные рекомендации по развитию финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования, направленные на повышение результативности деятельности субъектов социально-ориентированного инвестирования, могут быть применены в деятельности российских коммерческих и некоммерческих организаций.

Самостоятельную практическую значимость имеют:

- интегрированная модель социально-ориентированного инвестирования;
- шкала оценки результативности социально-ориентированных инвестиций;
- практические рекомендации по совершенствованию финансового инструментария проектов в сфере социально-ориентированного инвестирования.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность научных положений, выводов и практических рекомендаций обеспечивается их корреспондированием с используемыми научными подходами зарубежными и российскими исследователями в области социально-ориентированного инвестирования, финансового инструментария, с зарубежными и отечественными отчетами по социально-ориентированному инвестированию, а также обусловлена корректным применением методов статистического исследования и экспертных оценок.

Основные положения и выводы исследования докладывались и обсуждались на научных конференциях различного уровня: на X Международной научно-практической конференции «Фундаментальные

научные исследования: теоретические и практические аспекты» (г. Кемерово, Западно-Сибирский научный центр, 30 мая 2019 г.), на Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», 3 декабря 2019 г.), на II Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», 29 сентября 2020 г.).

Материалы исследования используются в практической деятельности ООО «Сетес Косметикс», в частности используются рекомендации по совершенствованию финансового инструментария проектов в сфере социально-ориентированного инвестирования. По материалам исследования внедрена разработанная интегрированная модель социально-ориентированного инвестирования, позволяющая существенно увеличить результативность социально-ориентированного инвестирования. Используется классификация финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования. Выводы и основные положения исследования используются в практической работе ООО «Сетес Косметикс» и способствуют увеличению результативности проектов в сфере социально-ориентированного инвестирования.

Материалы исследования используются Департаментом корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса Финансового университета в рабочей программе дисциплины «Финансовые корпоративные стратегии» для направления подготовки магистратуры 38.04.01 – «Экономика», направленность программы магистратуры «Корпоративные финансы и корпоративное управление».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения исследования отражены в 4 публикациях общим объемом 2,55 п.л. (весь объем авторский) в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации обусловлены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 124 наименований. Текст работы изложен на 140 страницах, содержит 19 рисунков и 10 таблиц.

Глава 1

Теоретические основы социально-ориентированного инвестирования

1.1 Финансирование развития и современная теория социально-ориентированного инвестирования

Как явление экономической жизни общества, социально-ориентированное инвестирование существовало со времен формирования рыночной экономики, что связано со следующим фактом: экономическая жизнь общества осуществляется в контексте социальной, культурной и религиозной жизни.

Современная концепция социально-ориентированного инвестирования имеет корни в раннем средневековье.

Многие элементы данной концепции предложены и использованы в исламской финансовой системе, а также священным орденом Тамплиеров (Бедными соратниками Христа и Храма Соломона), основанном в контексте крестовых походов в 1119 г. [48].

Рост организаций с элементами социально-ориентированного инвестирования наблюдается начиная со времен эпохи первоначального накопления капитала, непосредственно связанной с эпохой великих географических открытий XV в., способствовавшей накоплению значительного объема ресурсов для перераспределения в процессе формирования рыночной экономики.

Среди ученых-экономистов распространено мнение, что христианский контекст начиная со средних веков сформировал предпосылки для направления экономического потенциала на улучшение жизни общества. Особым образом это проявилось в Западной Европе начиная с эпохи

Реформации XVI в. с возникновением протестантских деноминаций в христианстве.

В Западной Европе состоятельные купцы воспринимали свое материальное положение как ресурс для решения социальных проблем и в своей деятельности ориентировались не только на прирост капитала.

Краткий анализ исторического материала показал, что вышеуказанный подход также применялся состоятельными людьми Восточной Европы, Российской империи, Средней Азии, испытывающих влияние развития культурного и религиозного человеко-ориентированного контекста.

С XVIII в. начался процесс известный как «промышленная революция», а во второй половине XX в. – «научно-техническая революция». В научно-технической и промышленной сфере происходит переход от механистического понимания процессов жизнедеятельности общества к развитию понимания необходимости учета потребностей общества и решения социальных проблем.

Предпосылки формирования концепции социально-ориентированного инвестирования возникли после Второй мировой войны в результате осознания правительствами государств, что только методом безвозмездной помощи невозможно решить проблемы роста экономики и сокращения бедности [30].

Во второй половине XX в. начался процесс создания международных финансовых организаций, которые на межгосударственном уровне способствовали дальнейшему развитию социально-ориентированного инвестирования. В таблице 1 представлены крупнейшие организации финансирования развития.

Таблица 1 - Крупнейшие организации финансирования развития

Организация	Страна	Год основания
1	2	3
Международная финансовая корпорация	Международная организация	1956

Продолжение таблицы 1

1	2	3
Банк развития Королевства Нидерландов	Королевство Нидерландов	1970
Немецкая инвестиционная корпорация	Германия	1962
Корпорация частных зарубежных инвестиций	США	1971
Корпорация по развитию стран Содружества	Великобритания	1948

Источник: составлено автором по материалам [30].

В результате элементы социально-ориентированного инвестирования начали возникать в европейских странах. Например, во Франции в 1950-х и начале 1970-х годов осуществлялись существенные инвестиции в социальное жилье.

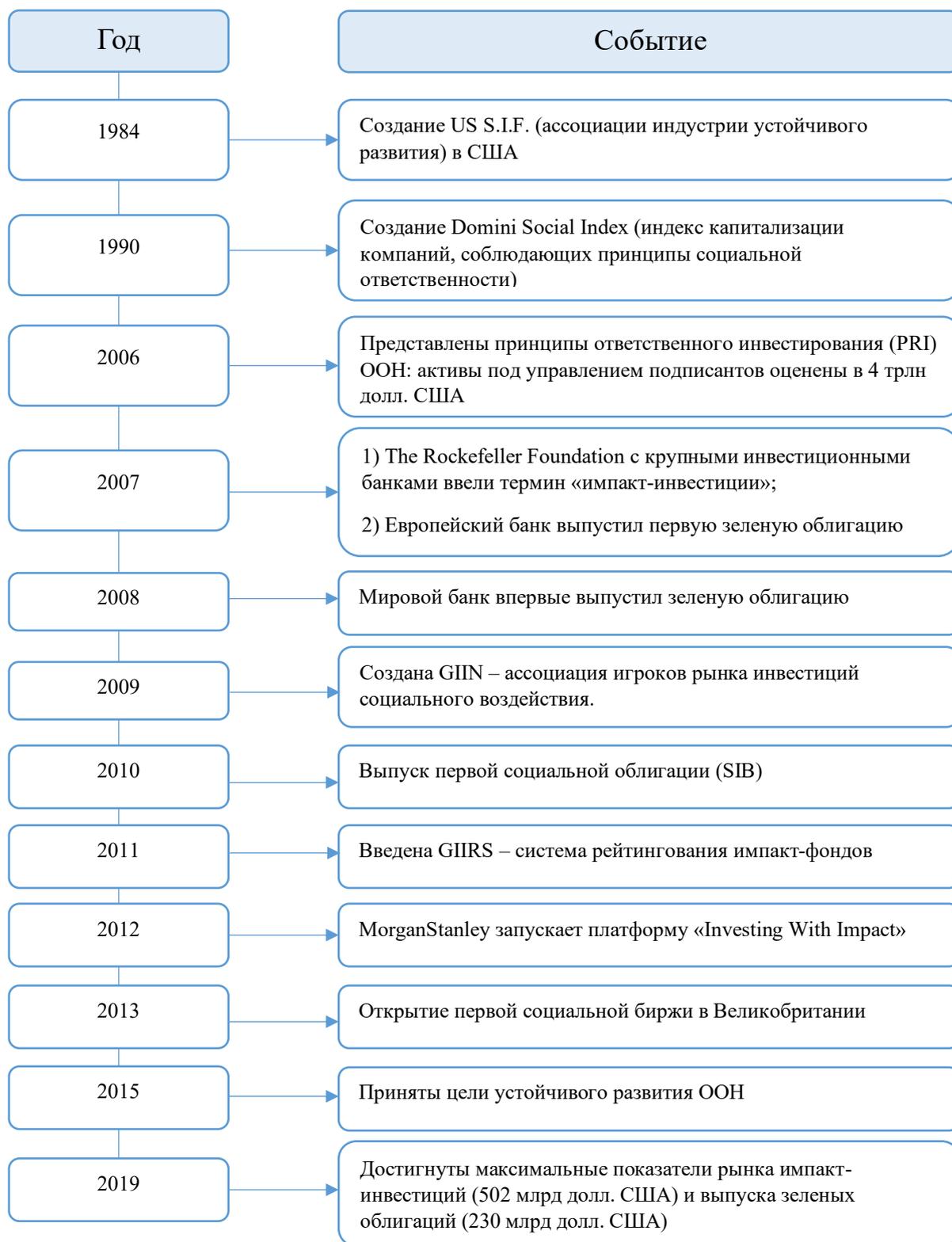
Это связано с тем, что в течение 1950-1970 годов на экономику европейских стран имел влияние кейнсианский подход, что подразумевало использование модели «государства всеобщего благосостояния» [48]. В ходе проведенного анализа выявлено, что методология социально-ориентированного инвестирования активно развивается после финансового кризиса 2008 г.

Для решения проблем сохранения рабочих мест и социальной нестабильности вложено несколько десятков млрд долл. США посредством следующих инструментов финансирования социально-ориентированных инвесторов:

- кредиты;
- акционерный капитал;
- гарантии.

Таким образом, в историческом процессе наблюдается оформление социально-ориентированного инвестирования не просто как набора «практик вложения ресурсов с целью достижения положительного социального эффекта» [30], но как более конкретной концепции и сферы деятельности. На

рисунке 1 показаны основные вехи развития социально-ориентированного инвестирования.



Источник: составлено автором по материалам [33].

Рисунок 1 – Основные вехи развития социально-ориентированного инвестирования

Э. Багг-Левин и Д. Эмерсон выделяют особенности, свидетельствующие о развитии социально-ориентированного инвестирования на современном этапе [30]:

- в инвестиционных компаниях консультанты осуществляют взаимодействие с клиентами, инвестирующими с целью получения финансовой и социального выгоды;

- компании и частные предприниматели способствуют созданию фондов и интегрированных моделей с ориентацией на достижение социальных целей и на получение прибыли в условиях большого количества сложностей процедурного и административного характера в финансовой системе и законодательной базе в развитых и развивающихся странах;

- профессионалы и специалисты чаще делают выбор в пользу трудоустройства в социально-ориентированных компаниях и проектах, ориентированных на создание «смешанной» («комбинированной») стоимости как сочетания финансовой и социальной стоимости проектов и компаний;

- правительства развитых стран осуществляют шаги по адаптации существующей системы регулирования и нормативно-правовой базы в сфере инвестиций и проектного финансирования;

- правительства реагируют на изменения в инвестиционной среде, рынках капитала и иных элементах финансово-экономической системы в контексте новой для данных стран реальности «комбинированной» стоимости, которая будет рассмотрена далее, и социально-ориентированного инвестирования.

Кроме того, социально-ориентированное инвестирование приобрело значительных интерес со стороны научного сообщества как тема, обсуждаемая на семинарах и конференциях в университетах, публикуемая в научных журналах, обсуждаемая на уровне правительств и муниципалитетов.

Социально-ориентированное инвестирование способствует созданию системы социально-ориентированной финансовой деятельности [49; 48]:

- благотворительный банкинг (charitable banking) - банковское дело с особым акцентом на потребности благотворительных организаций;
- преобразующие инвестиции (impact investing) – инвестиции с целью получения финансовой и социальной выгоды;
- социальный банкинг (social banking) – вложения со стороны банков в социальные предприятия;
- предоставление банковских услуг и консультаций финансово необеспеченным лицам;
- краудфандинговые платформы для финансирования социальных предприятий.

Анализ показал, что понятие «преобразующего инвестирования» («impact investing», «импакт-инвестирование») - центральное в концепции социально-ориентированного инвестирования.

Оно заключается в том, что инвестиции могут преследовать цель получения прибыли и при этом направляться на решение социальных и экологических проблем.

Концепция преобразующего инвестирования известна также как социально преобразующее инвестирование, инвестирование на основе комбинированной стоимости, инвестиции социального воздействия и т. п. [38].

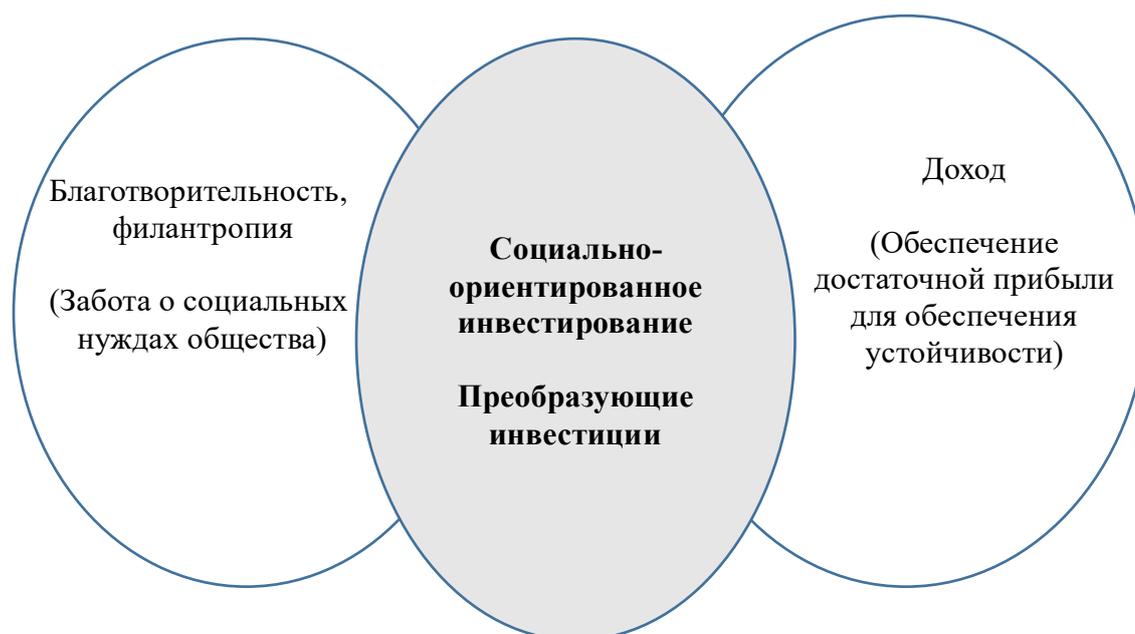
Хотя социально-ориентированное инвестирование похоже на социально ответственное инвестирование, оно отличается на следующую характеристику: социально ответственное инвестирование часто осуществляется для минимизации негативного влияния, в то время как социально-ориентированное инвестирование обычно сфокусировано на создании позитивного социального или экологического эффекта [39].

В процессе анализа источников установлено, что термин «преобразующее инвестирование» появился в процессе обсуждения с группой инвесторов, связанных с фондом Рокфеллера (Rockefeller Foundation), которое проводилось в 2007 г. под руководством Э. Багг-Левина [30]. Также обсуждение данного подхода происходило среди группы инвесторов в Белладжио, Италия в 2008 г. [40].

Таким образом, преобразующее инвестирование – подход к инвестиционной деятельности, предполагающий сочетание двух установок:

- 1) преследование финансовой выгоды;
- 2) решение социальных и/или экологических проблем.

Понимание данной концепции представлено на рисунке 2.



Источник: составлено автором по материалам [48].

Рисунок 2 – Социально-ориентированное инвестирование как сочетание двух установок

Анализ источников показал, что в литературе встречаются другие определения социально-ориентированного инвестирования:

«Социальные значимые инвестиции – новые финансовые инструменты, адаптированные к финансовым инновациям развитых стран, которые помогают решать социальные вопросы. Эта новая концепция вызывает

интерес и споры о достоинствах, рисках, эффективности и результативности» [36].

«Социальное финансирование — это целенаправленное применение инструментов и стратегий, позволяющих капиталу достичь социальной, экологической и финансовой отдачи» [48].

«Социальные инвестиции — это предоставление и использование капитала для получения социальной, а также финансовой прибыли» [48].

Глобальная сеть преобразующих инвесторов (GIIN) дает следующее определение: «Инвестиции социального воздействия – инвестиции в компании, организации и фонды с целью получения как социального, экологического эффекта, так и финансовой отдачи» [31].

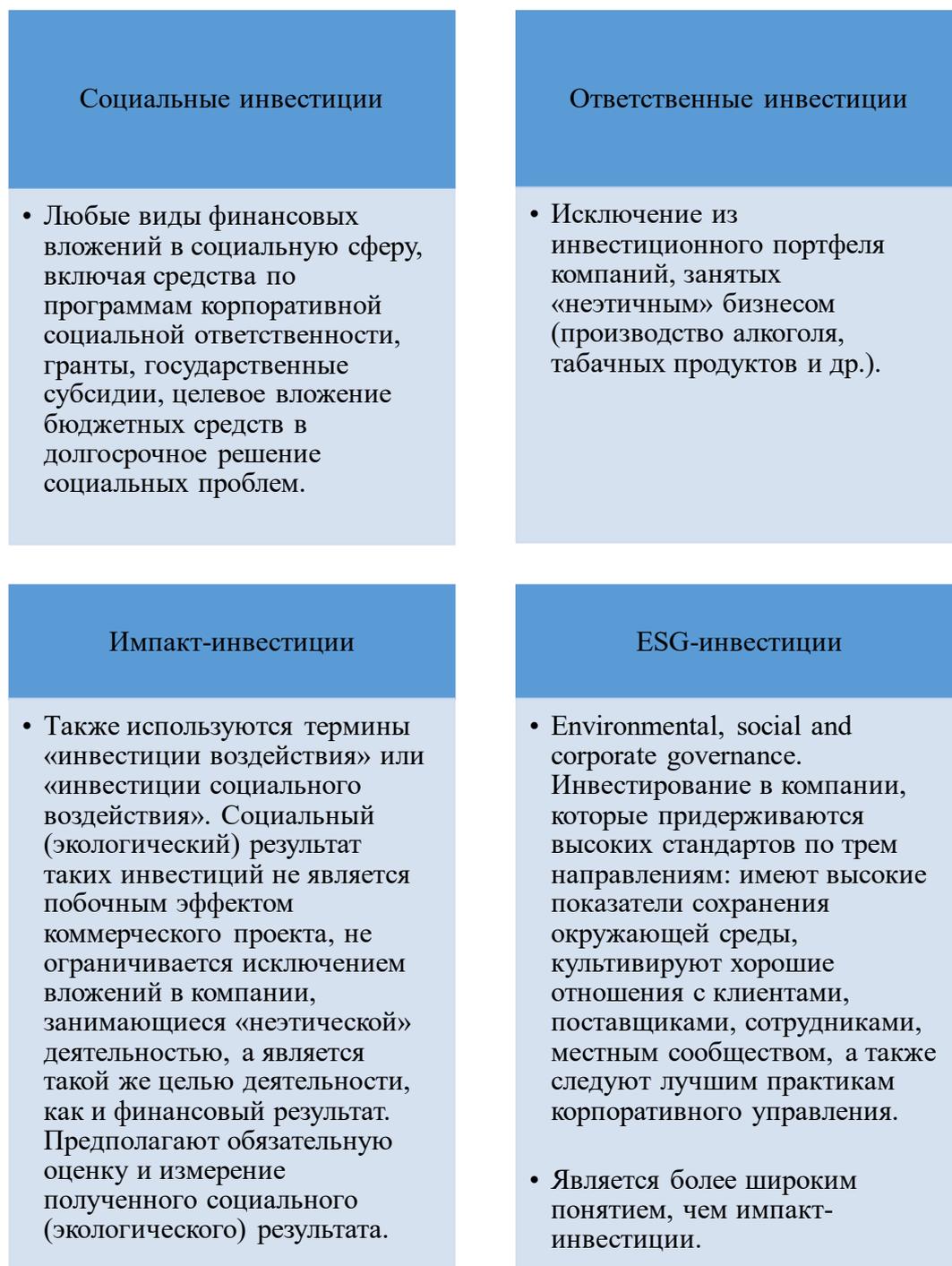
Исполнительный директор Social Investment Intermediation Social Finance Ltd. Д. Хатчисон определяет социально-ориентированное инвестирование как «инвестирование капитала для создания социальных изменений» [49].

Несмотря на то, что в исследованиях существуют различия относительно определения понятия и концепции социально-ориентированного инвестирования, Г. Реджепи сформулировал общую черту следующим образом: «инновационное использование и сочетание финансовых ресурсов для реализации возможностей по стимулированию социальных изменений» [48].

Применение данного подхода активным образом развивается в западных странах - США, Канада, Великобритания, - а также в Индии, Юго-Восточной Азии, Китае и Японии.

На сегодняшний день существует большое количество компаний, проектов и инфраструктурных систем, функционирующих в данной сфере. По оценкам, на конец 2020 г. мировой рынок социально-ориентированного инвестирования достиг 1 млрд долл. США.

Фонд «Наше будущее» предлагает следующую характеристику социально-ориентированного инвестирования (импакт-инвестирования) в системе социальных инвестиций, представленную на рисунке 3.



Источник: составлено автором по материалам [33].
Рисунок 3 – Место импакт-инвестиций в системе понятий

Движущая сила социально-ориентированного инвестирования на современном этапе – согласие и взаимодействие субъектов-стейкхолдеров с целью получения финансовых и социальных результатов:

- государства и правительства стран;
- межправительственные организации;
- международные организации развития;
- международные банки;
- транснациональные корпорации;
- институциональные инвесторы;
- инвестиционные банки;
- коммерческие организации;
- некоммерческие организации;
- паевые фонды;
- благотворители;
- частные лица и др.

Сопряженное социально-ориентированному инвестированию понятие - «комбинированная стоимость» («blended value»).

В контексте социально-ориентированного инвестирования понятие сформулировано Д. Эмерсоном в 2000 г. [30].

Э. Багг-Левин и Д. Эмерсон приводят пример квакеров, которые сформулировали представление о комбинированной стоимости, близкое к текущему определению, в результате «соединения религии, коммерции и жизни общины» [30].

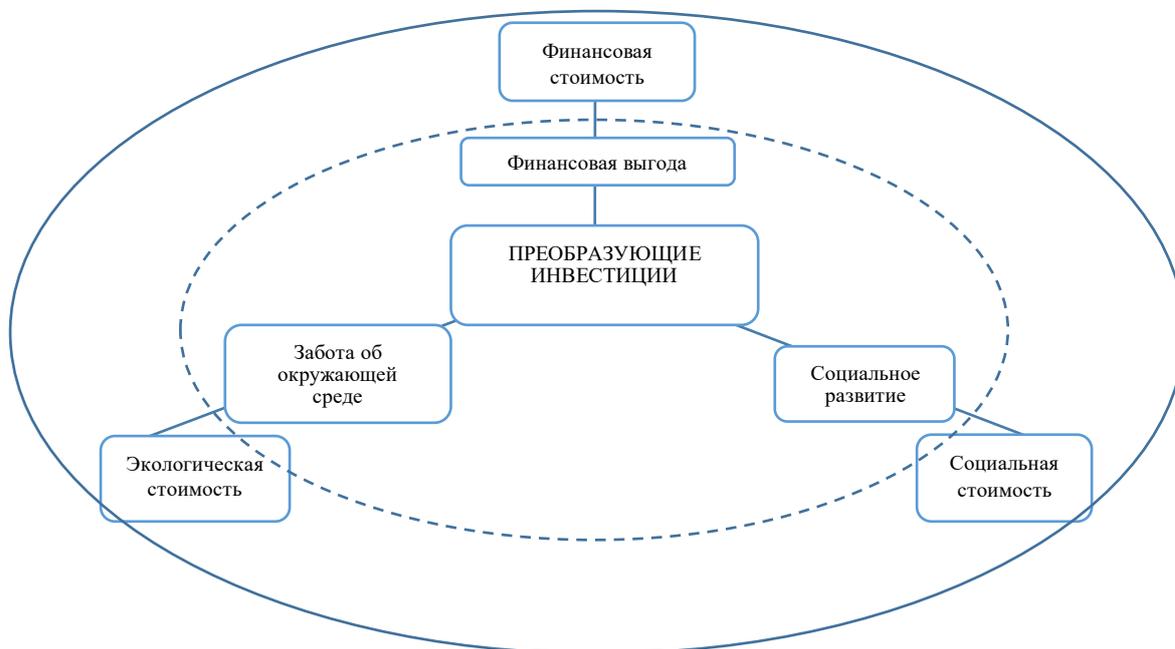
Комбинированная стоимость создается в результате инвестиционной деятельности социально-ориентированных инвесторов и уставной деятельности социальных предприятий.

«Если преобразующее инвестирование – это способ действия, то комбинированная стоимость – его результат» [30].

Анализ показал, что создание комбинированной стоимости подразумевает наличие трех основных составляющих, что представлено на рисунке 4:

- 1) финансовая стоимость;

- 2) социальная стоимость;
- 3) экологическая стоимость.



Источник: составлено автором по материалам [48].

Рисунок 4 – Комбинированная стоимость как сочетание трех составляющих

«Комбинированная стоимость – признание того, что капитал, общество и хозяйствующие субъекты, соединяясь, способны создать нечто большее, чем простую сумму своих свойств» [30].

В результате стоимость и все ее три составляющие создаются в результате деятельности коммерческих и некоммерческих организаций, инвесторов и благотворителей.

Концепция «комбинированной стоимости» слабо развита в современной экономике, так как чаще под стоимостью бизнеса понимается:

- 1) либо только экономический аспект:
 - рыночная стоимость;
 - справедливая стоимость;
 - внутренняя стоимость;
 - первоначальная стоимость;
 - стоимость и цена капитала;

- 2) либо в социальном:
- рост населения;
 - улучшение качества здравоохранения;
 - уменьшение загрязнения окружающей среды;
 - снижение уровня бедности;
 - рост площадей доступного жилья для населения.

В результате концепция комбинированной стоимости представляет собой не только сумму трех элементов (финансовой; социальной; экологической) но и синергетический эффект от создания трех видов стоимости.

В продолжение предыдущего тезиса, на сегодняшний день большинство инвесторов и коммерческих организаций не применяют подход, указанный на рисунке 5.



Источник: составлено автором по материалам [32].

Рисунок 5 – Особенности социально-ориентированного инвестирования

Осознанная стратегия по управлению комбинированной стоимостью не осуществляется, и, как следствие, не учитываются возможности по максимизации комбинированной стоимости. Однако тренд на социально-

ориентированное инвестирование растет, и Э. Багг-Левин и Д. Эмерсон выделяют следующие причины потери заинтересованности в классическом инвестировании [30]:

- снижение привлекательности старых моделей инвестирования у инвесторов и благотворителей на фоне роста социальных и экологических проблем;
- формирование структуры капитала компаний новым поколением предпринимателей с использованием финансового инжиниринга для поиска возможностей рынка и решения общественно важных проблем;
- правительства разных стран, в связи с перманентным дефицитом бюджета, осуществляют поиск возможностей по выстраиванию отношений с бизнесом для решения социальных и экологических проблем;
- как явление постиндустриального информационного общества сеть Интернет предоставляет возможность для беспрепятственного общения, обмена знаниями и опытом в сфере осуществления социально-ориентированного инвестирования.

Инвесторы–практики социально-ориентированного инвестирования выработали принцип для ориентации инвестиций: принцип дополнения и практики оценки воздействия инвестиций [30].

Принцип дополнения заключается в следующем: выбор отрасли и проекта для инвестиций должен определяться неспособностью и непривлекательностью проекта к получению финансовых ресурсов. Непривлекательность проекта – следствие низкой маржинальности инвестиций.

Классический инвестор движим высокой доходностью, поэтому трудоемкие проекты (а проекты с учетом цели решения социальных проблем – именно такие) имеют низкую вероятность получения финансовых ресурсов от инвесторов. В данном случае «дополнением» в проектах, решающих

социальные и экологические проблемы, будут являться социально-ориентированные инвесторы.

Принцип дополнения при этом приобретает многоуровневую форму по решению следующих аспектов:

- географический аспект: инвестиции в недокапитализированные страны;
- отраслевой аспект: инвестиции в недокапитализированные отрасли;
- класс финансовых инструментов: инвестиции посредством долевых либо долговых инструментов. [30]

Как указано выше, географический и отраслевой аспекты решаются следующим образом: преобразующий инвестор осуществляет вложения там, где это особенно необходимо – в странах и отраслях с бедным населением и низким уровнем (количества и качества) товаров и услуг.

В ходе анализа выделены ключевые отличия социально-ориентированного подхода от традиционного подхода к инвестированию, которые представлены в таблице 2.

Таблица 2 - Сравнительная характеристика: традиционный и социально-ориентированный подход к инвестициям

Критерий	Традиционный подход	Социально-ориентированный подход
1	2	3
Демаркация деятельности	Благотворительная (без цели получения прибыли) и инвестиционная деятельность (с целью максимизации прибыли) разделены благодаря финансовым моделям некоммерческих и коммерческих компаний	Максимизация комбинированной стоимости осуществляется за счет создания нового класса социальных предприятий
Отношения с государством	В государственных нормативно-правовых актах даны основные положения по обеспечению инвестиционной деятельности традиционных предпринимателей, инвесторов и благотворителей	Государство предусматривает взаимодействие с бизнесом и постановку на службу обществу социально-ориентированного инвестирования с целью решения социальных проблем

Продолжение таблицы 2

1	2	3
Ориентация персонала	Отделения бизнеса от благотворительности проявляется в подготовке персонала для работы либо в бизнесе, либо в сфере благотворительности	Возникает необходимость в подготовке кадров с формированием двусоставной цели: получение финансового результата и решение социальных и экологических проблем
Рынки капитала	Рынок капитала разделен следующим образом: отдельно существует рынок, обслуживающий донора и благотворительную организацию; отдельно – инвестора и бизнес	Рынок капитала соединяет социально-ориентированных инвесторов и социальных предпринимателей
Оценка стоимости	Стоимость инвестиций можно оценить с точки зрения финансовой составляющей (например, стоимость бизнеса); благотворительность оценивается с точки зрения наличия социального эффекта	Создается система оценки, способная обеспечить вложения интеллектуальных и финансовых ресурсов в компании, лучшим образом приспособленные для генерирования прибыли в комплексе с созданием блага для общества

Источник: составлено автором по материалам [30].

Проведенное сопоставление позволяет выделить следующие признаки социально-ориентированного инвестирования:

- 1) участие государства для решения социальных проблем;
- 2) создание комбинированной стоимости;
- 3) подготовка специализированного персонала;
- 4) развитие специализированной системы оценки инвестиций;
- 5) новые формы взаимодействия инвесторов и предпринимателей;

Другими словами, в таблице 2 отражается смещение фокуса с классического извлечения финансовой выгоды и классической филантропии на их синтез с целью создания особой формы комбинированной стоимости, где выгодоприобретателем являются как инвестор и предприниматель, так и общество с государством.

Елецких Т. и Карканица Н. предлагают четыре ключевые отличительные характеристики социально-ориентированных инвестиций [31]:

- 1) целенаправленность: социальное предприятие ориентировано на создание положительного социального и экологического результата;
- 2) окупаемость социально-ориентированных инвестиций;
- 3) диапазон доходности и категории активов;
- 4) измерение воздействия: оценка социального результат.

Цели социальных предприятий различаются в зависимости от отрасли и социального контекста, в котором они работают. Социальные предприятия обеспечивают бизнес-решение неудовлетворенных социальных потребностей из-за институциональных недостатков и провалов рынка. Типы возникающих социальных предприятий и создаваемая ими смешанная стоимость зависят от конкретных социальных, экологических и институциональных условий, в которых они работают. Рыночный и институциональный контексты, основанные на ресурсах и ориентированные на миссию виды деятельности, а также схемы частного и государственного сотрудничества являются ключевыми посредническими факторами при поиске новых решений сохраняющихся социальных проблем. Социально-ориентированные инвесторы могут играть активную роль в мобилизации финансовых ресурсов и налаживании связей между субъектами и сетями (то есть государственными учреждениями, финансовыми учреждениями, кооперативами, состоятельными семьями и инвестиционными фондами), необходимыми для разработки и реализации эффективных решений. В последние годы краудфандинговые платформы стали играть важную роль в качестве посредников и поставщиков решений, направляя средства социальным предпринимателям и обеспечивая финансовую отдачу для инвесторов.

Таким образом, сформулированы принципиальные отличия социально-ориентированного инвестирования от иных видов инвестирования:

- стремление к достижению равнозначных целей - финансовой и социальной;
- создание интегрированной стоимости, учитывающей как цели инвестора, так и социальный эффект от реализации инвестиционных проектов;

- активная роль заинтересованных хозяйствующих субъектов в данном процессе, в том числе государства;
- подготовка специализированного персонала, обладающего соответствующими компетенциями (опыт в решении социальных и экологических проблем; наличие профессиональных знаний в области корпоративных финансов; способность оценивать социальный и финансовый результат проекта);
- развитие специализированной системы оценки эффективности инвестиций (измерение и оценка достигнутых социальных и финансовых результатов);
- новые формы взаимодействия инвесторов и предпринимателей (совместное взаимодействие благотворителей и инвесторов, благотворителей и предпринимателей);
- новые виды финансового инструментария (социальные облигации, облигации развития).

Выявленные отличия сформировали теоретическую базу развития финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования.

1.2 Интегрированные модели социально-ориентированного инвестирования: финансовый аспект

Бизнес-план проекта в сфере социально-ориентированного инвестирования содержит социальные и/или экологические цели и задачи, а также ожидаемые результаты. Инвестор приобретает акции социальных предприятий, фондов социального воздействия через прямое и портфельное инвестирование, осуществляет вложение средств в финансовые социально-ориентированные инструменты, в том числе в ОСВ, предоставляет венчурный и заемный капитал. Доходность социально-ориентированных инвестиций

стремится к рыночной ставке доходности и образуется от различных видов активов социального предприятия.

Обязательство измерять социальные и/или экологические показатели и оценивать прогресс по социально-ориентированному проекту является отличительной чертой социально-ориентированного инвестирования. Измерение и оценка социального воздействия необходимы как социальным предприятиям, так и инвесторам. Это позволяет:

- помогает инвесторам и социальному предприятию управлять и влиять на результаты;
- получить доступ к источникам финансирования;
- наладить коммуникации с заинтересованными сторонами;
- улучшить качество нефинансовых отчетов.

Социально-ориентированное инвестирование часто рассматривается в контексте корпоративной социальной ответственности (далее - КСО) – добровольного вклада компаний в устойчивое развитие общества.

Стоит отметить следующее: принцип корпоративной социальной ответственности, включающий охрану окружающей среды и борьбу с коррупцией, заботу о персонале, соблюдение прав человека, необходим для осуществления социально-ориентированного инвестирования. Предлагается включать принцип корпоративной социальной ответственности в стратегию компаний, осуществляющих деятельность в сфере социально-ориентированного инвестирования.

КСО является это более широким понятием, и социально-ориентированное инвестирование является его неотъемлемым компонентом.

Социально ответственное инвестирование – вид инвестирования, неотъемлемая часть КСО, предполагающее интеграцию социальных, экологических и управленческих критериев (environmental, social, governance - ESG) в процесс анализа и принятия инвестиционных решений. Социально-ориентированное инвестирование в данном контексте является видом

социально ответственного инвестирования, предполагающим измерение доходности инвестиций и оценку социального воздействия [31].

Новый тип организаций – социальные предприятия – реализует социальную миссию, закрепленную в качестве цели осуществления деятельности, и концентрируется на обслуживании интересов многих заинтересованных сторон, кроме акционеров [58].

«Социальные предприятия – это предпринимательские организации, которые осуществляют инновационную деятельность для решения социальных проблем» [46]. Анализ показал, что социальные предприятия имеют следующие характеристики:

- включают некоммерческие и коммерческие предприятия;
- сочетают в своей деятельности социальную и финансовую выгоду;
- сталкиваются с проблемой генерации достаточного дохода и привлечения инвестиций для покрытия расходов и развития.

Дж. Робинсон определяет социальное предпринимательство «как процесс, который включает в себя: определение конкретной социальной проблемы и конкретного решения» [59].

Ф. Перрини и К. Вурро считают, что «социальные предприниматели являются инициаторами перемен в обществе; они являются пионерами инноваций в социальном секторе благодаря предпринимательскому качеству новаторской идеи, своей способности наращивать потенциал, конкретно демонстрировать качество идеи и измерять социальные последствия» [60].

Происхождение понятия «социальный предприниматель» прослеживается от трудов от Б. Дрейтона, консультанта по управлению бизнесом, создавшего 1980 г. Ashoka - первый фонд финансирования и поддержки социальных предпринимателей. На текущий момент Ashoka реализовала финансирование и поддержку более чем двух тысяч предпринимателей в более чем 60 странах [60].

Рисунок 6 отражает, что социально-ориентированное инвестирование - это цикл, который влияет на социальные инновации, на социальных предпринимателей, которые в свою очередь влияют на создание социальных организаций и, в конце концов, приводят к социальному предпринимательству.



Источник: составлено автором.

Рисунок 6 – Инфраструктура социально-ориентированного инвестирования

Анализ рисунка 6 показывает, что социальное предпринимательство, социальная организация, социальные предприниматели и социальные инновации влияют на существование социально-ориентированного инвестирования. Посредством цикла факторов создается инфраструктура социально-ориентированного инвестирования.

Глобальная сеть преобразующего инвестирования (The Global Impact Investing Network, The GIIN) является глобальным институтом по изучению, поддержке и развитию инфраструктуры социально-ориентированного инвестирования.

«Собирая влиятельных инвесторов для содействия обмену знаниями, выделяя инновационные инвестиционные подходы, создавая базу фактических данных для отрасли и производя ценные инструменты и ресурсы, GIIN стремится ускорить развитие отрасли посредством целенаправленного руководства и коллективных действий. GIIN фокусируется на снижении барьеров для социально-ориентированного инвестирования, чтобы больше инвесторов могло выделять капитал для финансирования решений самых сложных мировых проблем. Мы делаем это, создавая критически важную инфраструктуру и развивая деятельность, образование и исследования, которые помогают ускорить развитие целостной индустрии инвестиций» [90].

Э. Багг-Левин и Дж. Эмерсон выделяют наиболее перспективные секторы социально-ориентированного инвестирования [30]:

- здравоохранение;
- доступная недвижимость на развивающихся рынках;
- образование;
- сельское хозяйство;
- автономные коммунальные услуги;
- реструктурированные социальные расходы и др.

На рисунке 7 представлены три стороны рынка социального инвестирования:

- сторона спроса, включающая участников, которые нуждаются в финансировании;
- сторона предложения, где у нас есть действующие лица, которые обеспечивают финансирование социальных инвестиций;
- посредники, которые связывают субъектов социального инвестирования, которым нужен дополнительный капитал, с частными субъектами, которые могут поставлять капитал. Правительства могут выступать как на стороне спроса, так и на стороне предложения на рынке социального финансирования [52].



Источник: составлено автором по материалам [52].

Рисунок 7 – Обзор участников рынка социального инвестирования

Модель, представленная на рисунке 7, также объясняет, как работает финансирование социальных инвестиций. Посредники здесь - институты, которые помогают инвесторам вкладывать свои деньги в социальных целях.

Банковские учреждения выполняют существенную роль развитии социально-ориентированного инвестирования. Банки осуществляют внедрение принципов социально-ориентированного инвестирования посредством:

- создания инновационных продуктов и услуг,
- учреждения либо финансирования фондов социального воздействия (impact funds),
- эмиссии зеленых облигаций,
- активной работы с клиентами, фокусируя их внимание на создании социально-ориентированных продуктов и социальных предприятий [31].

Подход к пониманию субъектов и объектов социально-ориентированного инвестирования представлен на рисунке 8 - показаны структурные элементы модели социально-ориентированного инвестирования с участием многих заинтересованных сторон в преобразующем инвестировании.

Инвесторы	Инструменты	Проекты
<ul style="list-style-type: none"> • Фонды развития • Банки и финансовая система • Управляющие активами и портфельное инвестирование • Инвестиционные фонды (частный капитал, паевые, независимые) • Социальные предприятия • Международные организации и неправительственные организации 	<ul style="list-style-type: none"> • Социально преобразующие облигации (Social impact bond, SIB) • Опцион оплаты за успех (Pay-for-Success, PFS) • Инвестиционные фонды • Зеленые облигации • Фондовые биржи (эмиссия ценных бумаг) • Фонды частного капитала и недвижимости в сфере преобразующих инвестиций 	<ul style="list-style-type: none"> • Развитие коммуникаций • Реинтеграция и включение • Защита окружающей среды (восстановление лесов, возобновляемая энергия) • Образование и Здоровье (Разнообразные объединения, возраст населения, молодежь, половое неравенство)

Источник: составлено автором по материалам [43].

Рисунок 8 – Элементы модели социально-ориентированного инвестирования

Социально-ориентированные инвесторы различаются по размеру и миссии и могут участвовать в целевых проектах для достижения максимального социального воздействия. Следует отметить, что социально-ориентированные инвестиции представляют собой отдельный класс активов, и поэтому их можно сравнивать и оценивать на основе финансовых показателей, рентабельности инвестиций и фактора социального воздействия. Хедж-фонды и развивающиеся рынки являются примерами альтернативных активов, появившихся на фоне традиционных долговых и долевого инструментов. Подобно другим формам финансовых инвестиций, социально-ориентированное инвестирование требует специальных знаний рынка и навыков управления, а также четких показателей, критериев и методов оценки. В отличие от основных финансовых инвестиций, которые, как правило, ориентированы на финансовую отдачу, инвестиционные проекты в социально-ориентированных инвестициях выбираются с целью усиления социального и экологического воздействия и обеспечения результативности

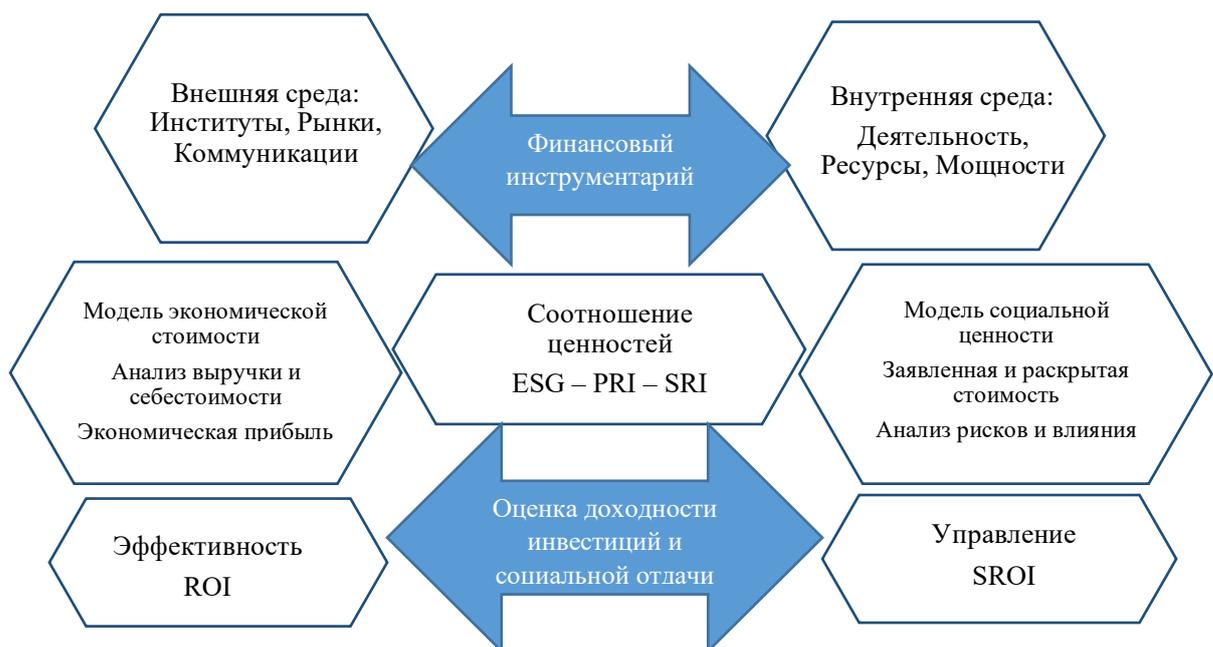
решений через новые формы сотрудничества институциональной среды. Социально-ориентированные инвесторы работают в различных социальных сферах и отраслях; чистый воздух и возобновляемые источники энергии, питание, сельское хозяйство и недвижимость, художественные и культурные мероприятия [43].

Основная проблема сочетания социальных и экономических целей заключается в монетизации социальной ценности, порождаемой социально и экологически ориентированными предприятиями. Социально-ориентированные инвесторы могут предоставить необходимые ресурсы для смягчения и преодоления противоположной логики действующих лиц и бенефициаров. Социальные и экологические императивы и непредвиденные обстоятельства влияют на логику инвестиций и рациональность инвесторов, что, в свою очередь, влияет на восприятие, создание и поддержание смешанной стоимости. Отличительной чертой смешанной стоимости является принцип дополнения, упомянутый выше, который определяет, как социальные предприятия могут выполнять свою социальную миссию, обеспечивая при этом непрерывность, автономию и рост для достижения социального и экологического воздействия.

Социальные предприятия, как правило, используют другой способ переговоров, сотрудничества и совместного творчества для выявления, создания и реализации социальной ценности и достижения социального воздействия. Социальная ценность генерируется в различных формах; оплата клиентов и помощь благотворителей, оказание поддержки в натуральной форме целевым бенефициарам и создание открытых моделей производства и сотрудничества. Danon в Франции и Starbucks в Соединенных Штатах изменили свою цепочку поставок, чтобы поддержать справедливую торговлю и обеспечить эффективные решения проблем голодания и бедности. Инвестиционные фонды, такие как «ResponsAbility» в Швейцарии, привлекают благотворителей с высоким уровнем дохода и частные фонды для обеспечения финансовых ресурсов для инвестиционных проектов с высоким

уровнем воздействия и низким уровнем риска. Социальные предприниматели, социальные инноваторы и социальные предприятия играют ключевую роль в выявлении и создании социальной ценности, несмотря на нехватку ресурсов.

Социальные предприниматели реагируют на проблему нехватки ресурсов следующим образом: «Нехватка ресурсов заставляет социального предпринимателя использовать все доступные средства для приобретения неиспользованных или недоиспользуемых ресурсов, которые могут быть использованы другим способом для создания социальной ценности» [44]. Социально-ориентированное инвестирование может повысить эффективность распределения ресурсов, помогая социальным предпринимателям выполнять свою социальную миссию при меньших операционных затратах, что показано на рисунке 9.



Источник: составлено автором по материалам [43].

Рисунок 9 – Стандартная интегрированная модель социально-ориентированного инвестирования

Существует необходимость разработки инновационной интегрированной модели, которая будет способствовать социально ответственным инвестициям (Social Responsible Investments - SRI) в соответствии с принципами

ответственного инвестирования (Principles of Responsible Investments - PRI) и ESG (экологические, социальные, управленческие) целями.

Оценка социальной отдачи от инвестиций определяется в соответствии с бизнес-целями заинтересованных сторон и различными социальными задачами. Связь между доходностью инвестиций (return on investment - ROI) и социальной отдачей от инвестиций (social return on investment - SROI) может быть дополнительно выяснена, если учесть, как социальные предприятия и предприниматели стремятся достичь финансовой устойчивости, преодолев существующие институциональные барьеры для достижения своей социальной миссии. Социальную отдачу от инвестиций можно оценить по смешанной стоимости, используя модель доходов и структуру затрат, с одной стороны, и измеряя социальные выгоды и риски, с другой. Социальные миссии отличаются от традиционных коммерческих фирм тем, что они делают упор на произведенный излишек и дивиденды, присваиваемые акционерами, или на достижение социальных целей и реинвестирование прибыли в миссию. Социальные миссии поддерживаются организациями, включая фонды и благотворительные организации, которые поддерживают социальные миссии через PRI и SRI.

Некоммерческие и коммерческие организации различаются по своему ценностному предложению, структуре управления и схемам распределения ресурсов и инвестиций. Социальные предприятия и социальные предприниматели, как правило, имеют локальную структуру, и их социальные цели и этические ценности лежат в основе их ценностного предложения. Как и в случае с коммерческими организациями, социальные предприятия подвержены воздействию социальных сил, внешних барьеров и внутренних непредвиденных обстоятельств, которые влияют на их модели работы и управления. Модель экономической стоимости подразумевает классический анализ излишков затрат и доходов, в котором основное внимание уделяется финансовым показателям. Модель социальной ценности подразумевает анализ влияния риска, который связывает социальное и экологическое

воздействие с экономическим ростом. Коммерческие организации стремятся максимизировать экономический профицит за счет финансовой устойчивости. Напротив, социальные предприятия стремятся максимизировать социальное и экологическое воздействие, продвигая социальное предпринимательство, создавая и распределяя социальную ценность для экономически бедного и социально изолированного населения [45]. Среди основных организаций, которые предоставляют финансовый капитал и организационную поддержку социальным предпринимателям, новаторам и предприятиям, следует упомянуть Ashoka и REDF в Соединенных Штатах и NESTA и Фонд молодых в Соединенном Королевстве. Как только определены социальные потребности и социальные цели (например, жилье, общественная безопасность, безработица), социально-ориентированные инвесторы (то есть фонды, институциональные инвесторы, правительства, благотворительные организации, семьи) фокусируются на социальных задачах.

Социально-ориентированное инвестирование осуществляется через многочисленных посредников, таких как банки социальных инвестиций, фонды, социальные биржи и финансовые учреждения по развитию сообщества (community development financial institution - CDFI), которые используют различные инструменты SROI для оценки социального и экологического воздействия.

Несмотря на привлекательность и растущий интерес к социально-ориентированному инвестированию, инвесторы сталкиваются с:

- дефицитом финансовых ресурсов из-за высокого уровня соотношения риск/прибыль;
- дефицитом инвестиционных предложений высокого качества;
- отсутствием институциональных структур, удовлетворяющих потребности инвесторов;
- небольшим количеством исследований и информации касательно рынка социально-ориентированного инвестирования;

- сложностью в оценке воздействия (социального и/или экологического), недостаточное количество методик;
- недостаточным количеством профессионалов в сфере социально-ориентированного инвестирования;
- недостаточной государственной поддержкой рынка социально-ориентированного инвестирования [32].

Таким образом, в рамках настоящего исследования установлено, что симбиоз социальной полезности и финансовой выгоды является универсальным измерителем целесообразности социально-ориентированных инвестиций. При этом выявлено отсутствие унифицированной методики и модели по оценке результативности деятельности организаций в сфере социально-ориентированного инвестирования. На основе проведенного анализа и для решения вышеуказанных проблем разработано концептуально новое для инвестирования сочетание финансовых и нефинансовых принципов, представленное в таблице 3.

Таблица 3 - Система принципов социально-ориентированного инвестирования

Финансовые принципы	Нефинансовые принципы
окупаемость инвестиций	нацеленность на достижение социального результата
эффективность инвестиционных вложений	измерение воздействия, то есть оценки достигнутых социальных результатов
оплата за результат, достигнутый и выраженный в социальных метриках	принцип «дополнения» - нивелирование неспособности и инвестиционной непривлекательности проектов к получению финансовых ресурсов
новаторство в комбинировании экономических и социальных ресурсов для решения социальных проблем	

Источник: составлено автором.

Данная система принципов ориентирована на обеспечение результативности деятельности организаций в сфере социально-ориентированного инвестирования.

В ходе проведенного исследования выявлена необходимость в использовании набора критериев для оценки эффективности деятельности организаций в сфере социально-ориентированного инвестирования. Рассмотрены основные особенности интегрированной модели в социально-ориентированном инвестировании, выявлены принципы формирования и ключевые элементы. Установлено, что существует необходимость разработки качественно интегрированной модели социально-ориентированного, учитывающей выявленные особенности и способствующей развитию финансового инструментария.

1.3 Финансовый инструментарий социально-ориентированных инвестиций

Финансирование социального предприятия может рассматриваться как решение проблемы структурирования источников финансирования. Предприятие может осуществлять следующие шаги по финансовому структурированию:

- предложение различных рисков и доходов для разных типов благотворителей и инвесторов;
- рассмотрение благотворительных пожертвований как формы капитала, стремящейся к социальной, а не финансовой выгоде;
- использование традиционных источников финансирования: венчурных фондов, банков, паевых инвестиционных фондов, фондов облигаций и др.

Э. Багг-Левин, Б. Когут, и Н. Кулатилака рассматривают финансирование социального предприятия через призму финансового структурирования [46]. Социальные предприятия потенциально имеют возможность обращения к большему кругу благотворителей и инвесторов, чем обычные коммерческие организации.

Задача социального предприятия заключается в структурировании финансирования таким образом, чтобы благотворительные пожертвования рассматривались как форма капитала, целью которой является получение социальной выгоды, а традиционные источники капитала – для целей получения финансовой выгоды. Благодаря такому подходу становятся доступными методы финансового инжиниринга - комбинирования финансовых инструментов с различными параметрами риска и доходности для реализации инвестиционной стратегии предприятия.

Социально-ориентированные агрегаторы капитала являются одним из самых важных участников сектора. Они аккумулируют капитал для дальнейшего инвестирования в социальные предприятия. Большинство инвесторов осуществляют вложение средств опосредованно через различные фонды и институты, агрегирующие средства инвесторов и занимающиеся поиском и предоставлением площадки для проведения сделок между участниками рынка социально-ориентированного инвестирования.

На рынке капитала институты и фонды существуют в виде инвестиционных компаний, паевых фондов и фондов облигаций и акций; на поприще социально-ориентированных инвестиций они долгое время или отсутствовали, или редко встречались, оставляя социально-ориентированным организациям скудные возможности для привлечения капитала с помощью обращений к государству, фондам, состоятельным частным лицам и коммерческим банкам [27].

Анализ концепции социально-ориентированного инвестирования показал, что благотворительные пожертвования можно воспринимать как инвестиции, которые требуют получения социальной выгоды от вложений, в отличие от инвестиций в долговые обязательства и акционерный капитал, предполагающих получение финансовой выгоды. Благотворитель таким образом не ожидает возврата вложений; интерес благотворителя заключается в создании социального эффекта. Вложения благотворителя считаются неудачными, если целевой социальный эффект не создан или достигнут. При

сочетании благотворителя, жертвующего средства, и инвестора, социальное предприятие становится менее рискованным и более привлекательным для обычных инвесторов. Благотворители находятся в невыгодном положении, если они являются единственным источником финансирования проекта, который мог бы привлечь также капитал от инвесторов, ожидающих получение финансовой выгоды [46].

Финансовый инжиниринг в сфере социально-ориентированного инвестирования может стать ключевым фактором развития его финансового инструментария. Это позволит мобилизовать капитал для осуществления инвестиций и создать возможности для инвестирования в проекты, способствующие экономическому росту и росту уровня жизни [46].

Финансовый инжиниринг в сфере социально-ориентированного инвестирования позволяет осуществить возможность предоставления финансовых ресурсов социальным предприятиям, которые традиционно обращаются к благотворителям, капитал которых является значительным источником социально-ориентированного инвестирования. Благодаря финансовым инновациям, то есть появлению новых финансовых инструментов, механизмов взаимодействия и институтов, социальные предприятия способны получить доступ к гораздо более широкому пулу капитала [46].

Анализ показал, что одним из основных недостатков, с которыми сталкиваются социальные предприятия, является отсутствие возможностей финансирования [46]. Существуют социальные предприятия, способные достигать за счет продажи товаров или предоставлении услуг финансового результата, достаточного для того, чтобы заинтересовать инвесторов в финансировании социального предприятия.

Однако анализ источников показал, что большинство социальных предприятий не имеют возможности финансировать свою деятельность за счет внутренних источников и внешних инвестиций.

Многие социальные предприятия функционируют за счет государственных субсидий, благотворительных фондов и обеспеченных физических лиц, осуществляющих благотворительность или принимающих низкую финансовую выгоду от инвестиций в социально-ориентированные проекты.

Предлагается следующая классификация финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования по критерию организационной формы финансирования:

1) существующие классические фонды капитала, включая пенсионные фонды, профсоюзные группы, кредитные союзы, банки, фонды, частных лиц с высоким уровнем дохода, инвесторов, венчурных филантропов и так далее. Фонды могут вкладывать свои средства в социальные предприятия, в результате чего они достигается как социальный, так и в финансовый результат инвестиций;

2) создание новых фондов капитала через паевые инвестиции, посредством чего фонды или финансовые посредники разрабатывают программы пожертвований или депозитов для социальных инвесторов, чтобы инвестировать в проекты с двумя целями – социальной и финансовой;

3) использование существующего капитала, например, использование активов некоммерческих организаций в качестве обеспечения кредита (например, компьютеры, здания, земля и так далее);

4) использование средств от сборов местных налогов в муниципальной инфраструктуре для поддержки инициативы в области социальной экономики;

5) источником капитала могут быть средства обществ в виде кредитных союзов или паевых моделей инвестиций.

В литературе и на практике существует несколько инструментов финансирования социально-ориентированных инвестиций, отличных от традиционных форм (акционерного капитала и кредитов банков), рассмотренные ниже.

Облигации социального воздействия (ОСВ, Социально преобразующие облигации, Social impact bonds, SIB). ОСВ не является облигацией как ценной бумаги с фиксированной ставкой доходности, но понимается как контракт между несколькими сторонами, основанный на результатах проекта [53]. ОСВ — это инструмент для финансирования проектов, согласно которому заранее установленная сумма денежных средств выплачивается при достижении социальных результатов. ОСВ объединяет элементы «оплаты за результат» с инвестиционным подходом: частные инвесторы обеспечивают проект капиталом и рассчитывают на возврат инвестиций и финансовую отдачу при достижении социальных результатов [54]. Благодаря ОСВ привлекается частный инвестиционный капитал по программам финансовой интервенции, уменьшающие необходимость кризисных мер и мер по социальной защите, таким образом унифицируя интересы правительства, некоммерческих организаций и коммерческих инвесторов. ОСВ предполагает, что инвестор разделяет риски с получателем инвестиций.

Поэтапное функционирование инструментов SIB выглядит следующим образом [48]:

- 1) посредник выпускает ОСВ и привлекает средства от инвесторов;
- 2) некоммерческим поставщикам услуг передаются средства для реализации заложенной программы с использованием фактических данных. В течение срока действия инструмента посредник осуществляет координацию всех сторон ОСВ, обеспечивает оперативный надзор, направляет денежные потоки и контролирует инвестиции;
- 3) некоммерческие организации достигают социальных результатов и снижают спрос на дорогие услуги социальной защиты за счет эффективной программы;
- 4) независимый оценщик определяет уровень достижения целевых результатов в соответствии с условиями программы и государственного контракта. При достижении результата правительство осуществляет выплату дохода посреднику;

5) при достижении результата инвесторам осуществляется выплата основной суммы первоначальных инвестиций и нормы доходности. Доход может быть определен следующим образом: чем лучше результаты, тем выше доход (до согласованного предела).

Анализ ОСВ показал, что несмотря на развитие рынка и преимущества, существуют следующие проблемы:

- нехватка посредников на рынке;
- недостаток инвестиционных возможностей высокого качества;
- высокий уровень транзакционных издержек из-за раздробленного спроса и предложения;
- сложность структурирования сделок с ОСВ;
- информационная асимметрия;
- отсутствие общепринятых стандартов для оценки социально-ориентированных инвестиций;
- слабая проработанность использования ОСВ в государственной политике и нормативно-правовых актах.
- несовершенная конкуренция;
- недостаток брокеров, консультантов, бирж [56].

Зеленые облигации — это долговые ценные бумаги, эмитируемые с целью привлечения капитала для финансирования экологически ориентированных проектов для восстановления и развития окружающей среды. Зеленые облигации - один из пользующихся спросом и развивающихся динамичными темпами инструментов социально-ориентированного инвестирования [33].

Облигации развития и преобразования (Development Impact Bonds, DIB, ОРП). ОРП берет за основу модель ОСВ, но применяет к области международного развития [53]. ОРП - это финансовый инструмент, который способствует преодолению разрыва между инвесторами и проектами, а также между финансовой и социальной выгодой. Как для ОСВ, так и для

ОРП актуальна проблема распределения рисков. ОРП предназначены для формирования партнерских отношений между благотворителями, правительствами, инвесторами, посредниками и поставщиками услуг. Данное сотрудничество способствует обеспечению привлекательности ОРП-контрактов для инвесторов, создает стимулы для поставщиков услуг и обеспечивает заинтересованность спонсоров [53].

Контракт с оплатой за исполнение (Pay-for-performance contract, PFC, КОИ). Согласно КОИ, обычно являющемуся соглашением между социальным предприятием и правительством, устанавливается определенный социальный результат, при достижении которого правительство обязуется выплачивать денежные средства на счет социального предприятия. КОИ является одним из ключевых элементов ОСВ [54].

Кредитные гарантии (Loan guarantees) - согласие гаранта взять на себя долговое обязательство заемщика, если заемщик не выполняет обязательств по займу. Гарант может быть ответственным за часть долга или весь долг, то есть быть «ограниченным» или «неограниченным» гарантом. Гарантия удобна в использовании при кредитовании социальных предприятий [46].

Квазиакционерный долг (Quasi-equity debt) сочетает в элементы капитала и долга. Применение квазиакционерного долга выгодно для социальных предприятий и некоммерческих организаций, которые имеют ограниченные возможности по привлечению акционерного капитала. Технически это выглядит как заемный капитал, но он может иметь следующие характеристики инвестиций в акционерный капитал: требуемый по заемному капиталу доход может индексироваться в соответствии с финансовыми результатами социального предприятия; условия займа разработаны таким образом, чтобы у менеджмента организации находились стимулы для эффективного осуществления деятельности [46].

Анализ нетрадиционных форм финансирования социально-ориентированного инвестирования показал, что ОСВ является наиболее развитым финансовым инструментом. Преимуществом ОСВ по сравнению с

другими нетрадиционными финансовыми инструментами является качественное разделение рисков между сторонами ОСВ.

По итогам анализа финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования предложено его деление на традиционный: по участникам рынка, по классу финансовых инструментов, по цели финансирования; нетрадиционный: появление новых финансовых инструментов; финансовый инжиниринг и смешанное финансирование. В таблице 4 представлена качественно новая классификация финансовых инструментов и их характеристик, с использованием наработок Э. Багг-Левина и Д. Эмерсона по традиционному финансовому инструментарию, дополненная нетрадиционным финансовым инструментарием, и используется далее для анализа западного и российского рынка социально-ориентированного инвестирования, предложения практических рекомендаций по развитию финансового инструментария, а также позволяет результативно осуществлять социально-ориентированное инвестирование.

Таблица 4 - Финансовый инструментарий социально-ориентированного инвестирования

Финансовый инструментарий	Ожидаемые результаты
Традиционный	
Уставный, в том числе:	
Благотворительный	социальная выгода
Акционерный	финансовая выгода
Квази-акционерный	социальная и финансовая выгода
Заемный, в том числе:	
Займ	финансовая выгода
Конвертируемый займ	финансовая выгода
Секьюритизированный займ	финансовая выгода
Нетрадиционный	
Социальные облигации	социальная и финансовая выгода
Облигации развития	социальная и финансовая выгода
Зеленые облигации	социальная и финансовая выгода
Договор с оплатой за исполнение	социальная и финансовая выгода
Структурные инструменты	социальная и финансовая выгода

Источник: составлено автором.

В результате анализа финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования сформулирован следующий вывод: финансовый инжиниринг может способствовать формированию баланса между благотворительным и инвестиционным капиталом социального предприятия, что позволит использовать инфраструктуру и механизмы финансовых рынков в полной мере.

Таким образом, определен финансовый инструментарий и его характеристики, позволяющие результативно осуществлять социально-ориентированное инвестирование:

- финансовое посредничество (создание платформ для связи инвесторов и иных заинтересованных лиц);
- смешанное финансирование (использование различных финансовых инструментов);
- финансовое структурирование (предложение различных рисков и доходов для разных типов благотворителей и инвесторов);
- финансовый инжиниринг (комбинирование финансовых инструментов с различными параметрами риска и доходности для реализации инвестиционной стратегии бизнеса).

Глава 2

Анализ финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования

2.1 Современный финансовый инструментарий социально-ориентированного инвестирования на зарубежном рынке

Экономически развитые страны (США, Великобритания, Канада, Австралия) являются первопроходцами в сфере социально-ориентированного инвестирования, которая на сегодняшний день динамично развивается благодаря участию крупнейших частных банков, специализированных финансовых институтов, а также большого числа частных инвесторов.

Также в последнее десятилетие развитие рынка социально-ориентированного инвестирования в странах Азии набирает обороты. За последние 4 года темпы ежегодного роста рынка социально-ориентированного инвестирования в Восточной и Юго-Восточной Азии составили 20% [33]. Страны Азии нередко применяют британскую классическую модель, базовым признаком которой считается активное участие государства (в отличие от американской модели). Южная Корея и Япония - страны, применяющие подобную модель. В свою очередь Китай занимается привлечением средств посредством выпуска зеленых облигаций, став одним из мировых лидеров по эмиссии зеленых облигаций. Первой страной в азиатском регионе, принявшей закон о социальном предпринимательстве, стала Южная Корея. В Азии находится одна из крупнейших сетей социально-ориентированного инвестирования – AVPN (Asian Venture Philanthropy Network); на конец 2019 г. входили около 600 участников [33].

Капитализация мирового рынка социально-ориентированного инвестирования на конец 2018 г. составляет 502 млрд долл. США согласно

Sizing the Impact Investing Market - отчету GIIIN, подготовленному в апреле 2019 г. после опроса 1340 социально-ориентированных инвесторов по всему миру. (Из расчета исключены средства частных (индивидуальных) социально-ориентированных инвесторов, а также привлеченные средства посредством выпуска зеленых облигаций) [71].

По результатам анализа отчета GIIIN по состоянию на июнь 2020 г. (согласно опросу 294 социально-ориентированных инвесторов во всем мире) сформулированы следующие ключевые выводы:

- 1) социально-ориентированное инвестирование как отрасль диверсифицировано;
- 2) социально-ориентированное инвестирование растет на фоне:
 - рыночной эволюции в последнее десятилетие;
 - количественных показателей рыночного роста за последнее десятилетие;
 - мотивационных факторов для деятельности в сфере социально-ориентированные инвестиций; и
 - роста полученной прибыли и активов в течение последних лет;
- 3) оценка преобразующего эффекта и управленческая практика нарабатаны, однако существует пространство для дальнейшего совершенствования и доработок;
- 4) социально-ориентированные инвесторы ожидают позитивные результаты в будущем несмотря на текущие барьеры [69].

Анализ показал, что в общей совокупности 279 социально-ориентированных инвесторов вложили 47 млрд долл. США в 9807 проектов социально-ориентированного инвестирования на протяжении 2019 г. Общий средний размер сделки среди участников опроса, поделившихся информацией об инвестиционной деятельности за 2019 г., равен 5 млн долл. США по различным группам активов. По группе активов средний размер сделки в реальные активы является наибольшим (28 млн долл. США), за ней следуют

инвестиции в государственный капитал (22 млн долл. США), частный капитал (7 млн долл. США) и публичный торгуемый долг (7 млн долл. США) [69]. Стоит отметить, что большая часть социально-ориентированных инвесторов на рынке - относительно небольшие организации, вместе с тем отдельные инвесторы занимаются управлением достаточно большим инвестиционным портфелем (например, крупные финансово-инвестиционные группы в США и Канаде). Больше трети капитала (37%) в 2019 г. инвестировано посредством частного долгового капитала, который также составляет больше половины (61%) от количества осуществленных инвестиций. Публичный торгуемый долг составляет почти четверть от общего объема инвестиций (16% сделок), частный капитал составляет 16% от инвестиций (11% сделок).

Смешанное финансирование является специфическим признаком социально-ориентированных инвестиций.

Классическим примером сделки с использованием различных финансовых инструментов является австралийский кейс Goodstart Early Learning, который объединил интересы большого количество стейкхолдеров: государства, инвестиционных банков, некоммерческих организаций, филантропов, консалтинговых структур. Изначально сделка представляла из себя конструкцию с множеством слоев, которые включают сочетание государственного кредитования, коммерческого банковского финансирования, собственных инвестиций членов консорциума и капитала частных инвесторов. В 2010 г. состоялась сделка, а к концу 2016 г. компания погасила все кредиты частных инвесторов раньше планового срока, и таким образом сэкономила около 12 млн долл. процентных расходов. В 2018 году выручка компании достигла значения в 1 млрд долл. США.

Зеленые облигации также являются новым инструментом благодаря развитию социально-ориентированного инвестирования.

С выпуска в 2007 г. первой зеленой облигации Европейским инвестиционным банком, которая направлена на повышение

энергоэффективности и использование возобновляемых источников энергии, началось развитие данного финансового инструмента.

Зеленые облигации активно применяют частные корпорации (например: Tesla, Apple), а не только институциональные инвесторы. Энергетические компании лидируют среди эмитентов, за ними идут финансовые институты и компании, работающие в сфере недвижимости.

Мировой Банк в 2013 г. впервые эмитировал зеленые облигации в размере в 1 млрд долл. США.

США, Франция и Китай являются лидерами рынка зеленых облигаций на текущий момент (около половины мирового рынка зеленых облигаций приходилось на эти страны в 2018-2019 годов).

Анализ показал, что существует как минимум две наиболее существенные проблемы развития рынка зеленых облигаций:

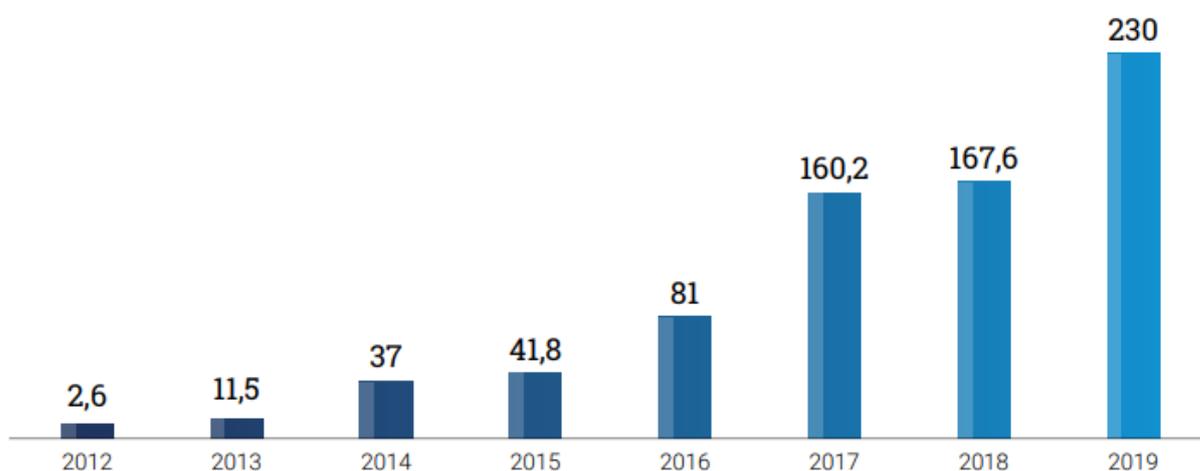
- 1) отсутствует четкое определение понятия «зеленые облигации»;
- 2) компании-эмитенты используют доходы от зеленых облигаций не по целевому назначению (для финансирования операционной деятельности компании, а не для финансирования проектов в сфере экологии).

Сертификация зеленых облигаций происходит на добровольной основе, что является фактором роста уровня инвестиционной привлекательности зеленых облигаций. Climate Bonds Standard и the Green Bond Principles являются наиболее распространенными стандартами сертификации и верификация зеленых облигаций. Прохождение процесса сертификации подразумевает, что выбор проектов соответствует определенным стандартам финансирования и предоставление отчетности. Привлечение независимых оценщиков к сертификации является одним из ключевых элементов [33].

Мировой объем выпущенных и обращающихся зеленых облигаций в 2019 г. составляет 230 млрд долл. США (данные по состоянию на 1 августа 2020 г. – 257.5 млрд долл. США), а оценка на конец 2020 г.

составляет 350 млрд долл. США [92]. Динамика объема выпущенных и обращающихся зеленых облигаций представлена на рисунке 10.

Объем эмиссии зеленых облигаций по версии CBI, \$ млрд



Источник: по материалам [33].

Рисунок 10 – Объем эмиссии зеленых облигаций по версии CBI, в миллиардах долларов США

Облигации социального воздействия – еще один финансовый инструмент, появившийся с развитием социально-ориентированного инвестирования. Облигации социального воздействия (Social Impact Bonds, SIBs, ОСВ) не являются эмитируемой ценной бумагой и представляют собой отношения на основе контракта с условием оплаты по результату.

Направления ОСВ:

- развитие трудовых ресурсов;
- помощь бездомным;
- здоровье;
- благополучие детей и семей;
- среднее и дошкольное образование;
- уголовное право.

Сочетание следующих двух компонентов является характерной особенностью облигации социального воздействия на западном рынке, которая также определяет структуру данного финансового инструмента:

- 1) оплата по результату;
- 2) к финансированию проекта привлекается частный капитал.

Выплата дохода на инвестиции производится государством в объеме, который соответствует фактическому результату. Независимая экспертиза подтверждает достижение результата. Социально-ориентированные инвесторы заинтересованы в перманентном мониторинге эффективности проектов в схеме ОСВ, так как получение дохода и возврат основной суммы инвестиций находятся в полной зависимости от успешности осуществления контракта.

Сфера применения ОСВ ограничена, так как данная схема является дорогостоящей и сложной [33].

Высокая стоимость управления проектом связана с:

- 1) наличием нескольких исполнителей;
- 2) наличием нескольких посредников;
- 3) потребностью в верификации результатов и независимой оценке.

Социальные проблемы, которые призваны решать ОСВ, чаще всего многогранны и требуют взаимодействия нескольких партнеров (организаций), каждый из которых предоставляет и оказывает специализированные услуги, которые необходимы для решения комплексных проблем. В данном случае существует необходимость в едином операторе, который является координатором по работе различных исполнителей.

Высокий уровень инвестиционного риска ОСВ должен учитываться государственными органами в оценке доходности проектов, гарантирующих осуществление выплат инвесторам.

Первый в мире контракт ОСВ заключен в Великобритании в 2010 г. [33].

Первая ОСВ в США выпущена в Нью-Йорке в 2012 г. Проект предоставлял услуги подросткам в возрасте от 16 до 18 лет, которые находились в тюрьме на острове Рикерс. Цель - снижение уровня рецидивизма и сопряженных бюджетных и социальных расходов. За период

сентябрь 2012 - август 2015 годов услуги оказаны примерно 3 тыс. подросткам ежегодно.

На конец 2019 г. объем рынка ОСВ составил 441 млн долл. США или 138 контрактов согласно интернет-ресурсу Social Finance [91], с годовой усредненной доходностью 5,2% [33].

Проведен анализ особенностей развития социально-ориентированных инвестиций в странах мира.

В Великобритании представлены следующие особенности:

1) Инвестирование средств с неактивных счетов: инвестиционные менеджеры получают средства для осуществления социально-ориентированных инвестиций, занимаются проработкой новых проектов и консультируют участников рынка социально-ориентированных инвестиций. (пример: Big Society Capital).

2) Создание специализированных организаций: Правительство Великобритании основало «Зеленый инвестиционный банк» (the Green Investment Bank, в настоящее время — Green Investment Group) в 2012 г., он стал первым в мире банком с «зеленой» специализацией. Банк предоставляет финансирование на коммерческие проекты «зеленого» характера в партнерстве с частными инвесторами. На текущий момент Green Investment Group профинансировал проектов на сумму свыше 20 млрд фунтов стерлингов в следующие направления:

- рециркуляция воды,
- морская ветроэнергетика,
- энергосбережение.

Для достижения целей правительства Великобритании в области «зеленой» экономики Green Investment Bank стал одним из самых эффективных инструментов.

3) Введение налоговых льгот: налоговый вычет Social Investment Tax Relief (SITR) введен в 2014 г., в соответствии с ним индивидуальные инвесторы получают 30-процентный налоговый вычет на сумму инвестиций,

направленных в капитал социального предприятия в соответствующем году. Таким образом, существует возможность для инвесторов снизить налог на доходы за два года (год, в котором совершены инвестиции, и предыдущий год). При этом активы социальных предприятий должны быть меньше 5 млн фунт. стерлингов, а также социальные предприятия должны иметь специальную организационно-правовую форму.

Инвесторы получают возможность уменьшить сумму своего налога на доходы за 2 года (год, в котором совершены инвестиции, и предыдущий год). Это первая законодательная мера такого характера в Европе.

Максимальный размер инвестиций в год, подпадающих под льготу, составляет 1 млн фунт. стерлингов.

4) Доступ социальных предприятий к закупкам: Social Value Act, Закон о социальной ценности принят в 2012 г.

Он предоставляет возможности для социальных предприятий принимать участие в конкурсных процедурах по заключению государственных контрактов Social Value Act регламентирует необходимость для предприятий государственного сектора в учете экономического результата и дополнительного социального и экологического эффект от каждого заключенного контракта [33].

В Австралии [33] социально-ориентированное инвестирование в основном имеет направленность по проектам в сфере экологии (96% от рынка социально-ориентированного инвестирования):

1) Использование средств пенсионных фондов: Social Ventures Australia, управляющий инвестиционный фонд, в партнерстве с пенсионным фондом NESTA в 2015 г. учредили один из самых крупных в Австралии фондов социально-ориентированных инвестиций. 30 млн австралийских долларов первоначально профинансировано пенсионным фондом.

Задача созданного фонда социально-ориентированных инвестиций — размещение ценных бумаг и предоставление кредитов для финансирования проектов, имеющих доказанный экономический эффект и четкую социальную

направленность в таких секторах, как развитие местного сообщества, жилищное строительство, здравоохранение.

NESTA пенсионный фонд в 2018 г. инвестировал в новый фонд еще один транш размером в 40 млн австралийских долларов. Первое в Австралии поселение для людей с деменцией стало «визитной карточкой» фонда.

2) Приоритет на развитие зеленых облигаций: в Австралии в последнее десятилетие сектор пенсионного обеспечения увеличил поддержку инвестиций в «зеленую» инфраструктуру и выпуска внутренних зеленых облигаций. Кроме того растет интерес правительства Австралии в Азиатско-Тихоокеанском регионе к возможностям зеленого финансирования.

В Австралии 15,6 млрд австралийских долл. составляет совокупный размер рынка зеленых облигаций.

По стандарту Climate Bond Standard сертифицированы около 83% зеленых облигаций в Австралии [92].

Объем рынка социально-ориентированного инвестирования в Австралии увеличился с 8,15 млрд долл. США до 14,75 млрд долл. США за период 2015-2017 годов [72].

Экспертная оценка выявляет связь данной динамики с ростом спроса на социально-ориентированные инвестиции во всех классах активов, в том числе на публичном рынке, где социально-ориентированные инвестиции приобретают все более существенное положение.

Около 90% частных лиц, которые владеют крупным капиталом (high net worth individuals), интересуются социально-ориентированным инвестированием.

3) Развитие посреднических платформ: Открытая платформа OpenImpact, созданная в 2017 г., связала инвесторов, которые желают инвестировать средства с целью получения как финансового, так и социального или экологического эффекта от инвестиций, с фондами социально-ориентированных инвестиций. К началу 2020 г. на данной

платформе выложена информация о 107 фондах социально-ориентированных инвестиций.

Согласно данным исследования Climate Bonds Initiative, по состоянию на конец 2020 г. рынок импакт-облигаций составляет 1.7 трлн долл. США с около 10 тыс. выпущенных инструментов социального финансирования во всем мире, что также представлено в таблице 5.

Таблица 5 - Мировой рынок импакт-облигаций на конец 2020 г.

Рынок импакт-облигаций	Зеленые облигации	Облигации развития	Социальные облигации	Итого
Размер рынка, млрд долл.	1100	317	316	1732
Количество эмитентов, шт.	1428	178	601	2207
Количество выпущенных инструментов, шт.	7716	885	1230	9831
Количество стран выпуска	71	30	36	137
Количество валют выпуска	42	33	25	100

Источник: составлено автором по материалам [73].

В 2020 г. выпущено импакт-инструментов на общую сумму в 700 млрд долларов США, что почти вдвое больше, чем в 2019 г., на 358 млрд долларов США.

Стоит отметить, что до 2019 г. выпуск зеленых облигаций абсолютно доминировал по сравнению с социальными облигациями и облигациями развития.

Однако в 2020 г. структура выпуска импакт-облигаций равномерно распределена среди вышеупомянутых групп, что также наблюдается в таблице 6.

Таблица 6 - Мировой выпуск импакт-облигаций в 2020 г.

Выпуск импакт-облигаций в 2020 г.	Зеленые облигации	Изменение с 2019 г., в процентах	Облигации развития	Изменение с 2019 г., в процентах	Социальные облигации	Изменение с 2019 г., в процентах
Размер рынка, млрд долл.	290	+9	160	+131	249	+1017
Количество эмитентов, шт.	634	+14	83	+5	543	+1107
Количество выпущенных инструментов, шт.	-1696	-9	-253	-26	911	+488
Количество стран выпуска	55	+6	23	0	29	+89
Количество валют выпуска	34	0	-25	-14	18	+64

Источник: составлено автором по материалам [73].

Как видно в таблице 6, рост более чем в 2 раза выпуска социальных облигаций в 2020 г. в первую очередь связан с пандемией COVID-19. Рынок импакт-облигаций оказался гибким источником финансирования, помогающим справиться как с текущими последствиями, так и с построить долгосрочные планы восстановления экономики стран. Это привело к быстрому росту рынка социального долга и значительному увеличению количества инструментов, выпускаемых в условиях использования доходов для целей решения задач по нивелированию последствий пандемии.

Первая пандемическая облигация 2020 г. выпущена 5 февраля на сумму 1 млрд юаней (143 млн долл. США) от Zuhai Huafa Group из Китая. Пик выпуска в связи с пандемией пришелся на февраль и продолжал снижаться до конца года, особенно в Китае. По мере распространения COVID-19, в марте 2020 г. произошло снижение количества эмитентов всех типов, но центральные банки быстро отреагировали, и к апрелю 2021 г. рынок стабилизировался [73].

Таким образом, анализ опыта западных государств позволяет сделать вывод о том, что появление и распространение социально-ориентированного инвестирования привело развитые страны к:

- 1) созданию новых организационно-правовых форм для предприятий;
- 2) применению специальных налоговых режимов социальными предприятиями;
- 3) появлению нового финансового инструментария;
- 4) развитию финансово-организационной инфраструктуры.

Далее будет проанализирован российский опыт социально-ориентированного инвестирования через призму вышеуказанных нововведений.

2.2 Анализ финансового инструментария на российском рынке социально-ориентированного инвестирования

Группа исследователей НИРКОН, после изучения ценностей и мотивов социальных предпринимателей в России, пришла к следующему выводу: большинство социальных предпринимателей считает наиболее важными признаками деятельности в сфере социально-ориентированного инвестирования:

- 1) использование подходов прибыльного бизнеса (41% респондентов);
- 2) первенство социальной миссии над коммерцией (40% респондентов);
- 3) обеспечение финансовой эффективности и конкурентоспособности: инновационность, новаторство в комбинировании экономических и социальных ресурсов для решения социальных проблем (38% респондентов) [34].

Исследователи считают, что прибыльный бизнес уже осознает значимость социально-ориентированного инвестирования во всем мире и вкладывает в эту сферу значительные финансовые ресурсы [34]. Так, учредитель фонда «Наше будущее» (крупнейшего фонда социально-ориентированного инвестирования в России) Вагит Алекперов рекомендует в рамках КСО совмещать социальное предпринимательство с традиционными благотворительными проектами. Полученные инвестором доходы от социальных предприятий возможно реинвестировать, чтобы расширить социальное воздействие от собственных вложений. «За короткое время это явление, использующее традиционные рыночные механизмы для решения сложных социальных задач, уже успело продемонстрировать свою высокую эффективность», — отмечает один из крупнейших нефтепромышленников России [34]. У рыночных экономистов и инициаторов развития общества существует точка пересечения позиций, которую можно описать одним классическим правилом бизнеса: «Деньги должны работать» [34].

Rockefeller Foundation, один из старейших мировых благотворительных фондов, в 2008 г. учредил Impact Investing Initiative. Фонд «Наше будущее» в январе 2008 г. принял первую заявку на конкурс проектов «Социальный предприниматель». В российских регионах осуществляют деятельность предприниматели, готовые взять на себя решение социальных проблем, но они не всегда обладают доступом к необходимым для этого ресурсам. В последствии Фонд «Наше будущее» пересек черту в сто профинансированных проектов и принят в Global Impact Investing Network (GIIN) — Глобальную сеть преобразующих инвесторов.

Фонд «Наше будущее» за 12 лет своей работы вложил в 242 проекта 627,2 млн руб. через беспроцентные возвратные займы [34]. По данным фонда, показатель социального возврата на инвестиции SROI по уже завершенным проектам варьируется от двух до семи рублей на каждый рубль вложенных средств. SROI - не доход на инвестированный фондом капитал, а оцененное в денежных единицах соотношение между всеми позитивными

социальными эффектами, которые создаются социальными предприятиями за анализируемый период, и всеми ресурсами — финансовыми, материальными, трудовыми и прочими, которые вложены в проект его ключевыми стейкхолдерами [34].

В России государство положило начало к развитию государственной поддержки социального предпринимательства — в июле 2019 г. приняты парламентом и подписаны президентом поправки к федеральному закону от 24.07.2007 № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации».

Однако, такие направления, как альтернативная энергетика и социальная инфраструктура, пока остаются сферой государственного и частного венчурного финансирования. В социально-ориентированном инвестировании нуждаются, прежде всего, локальные проекты с очевидным кратко- и среднесрочным социальным эффектом. Например, среди заемщиков Фонда «Наше будущее» на первом месте — негосударственные детские сады и ясли, а также центры дополнительного образования и развития. Они составляют 31% от всех профинансированных проектов [34]. Производство средств реабилитации, организация доступной реабилитации для детей с ограниченными возможностями здоровья и повышение качества жизни людей с ОВЗ — в сумме 16% проектов. На трудоустройство социально незащищенных групп приходится 15%, обеспечение доступа к качественным медицинским услугам — 8,5%.

Помимо государственной поддержки, программы поддержки социальных предприятий есть у ряда крупнейших промышленных компаний — РУСАЛа, «Норильского никеля», «Северстали», «Объединенной металлургической компании», «Пивоваренной компании «Балтика» и других. Начиная с 2013 г. в России отмечается Международный день социального бизнеса, и если первоначально мероприятия, проводившиеся в этот день, посетили 2 000 человек, то в 2019 году — около 500 000 [34]. «Цифры говорят о том, что социальное предпринимательство сейчас в тренде. Это новое и перспективное

явление для нашей страны, оно отражает готовность некоторой части общества принимать активное участие в решении социальных проблем через создание устойчивых бизнес-моделей, — объясняет директор Фонда «Наше будущее» Наталия Зверева. — Россия находится в начале этого долгого и интересного пути» [34].

Финансовый инструментарий социального предпринимательства и социально-ориентированного инвестирования призваны дополнять деятельность государства и служить экспериментальной площадкой для создания социальных инноваций [34]. Выявлены основные сложности, возникающие у социальных предприятий, связаны не только с недостаточностью финансирования, но и с самим экспериментальным характером их деятельности. Эти предприятия должны:

- 1) сформировать более эффективный по сравнению с существующими метод решения социальной проблемы;
- 2) создать устойчивую финансовую модель;
- 3) убедить других стейкхолдеров в своей высокой социальной и экономической эффективности [34].

Социальные предприятия в первую очередь должны дополнять меры поддержки государства, которые направлены на создание равных возможностей для всех категорий граждан и повышение качества жизни, что предусмотрено конституцией нашей страны [34].

Инвестиционная стратегия Фонда «Наше будущее» изначально заключается в достижении максимального социального эффекта одновременно с внедрением финансовой дисциплины у социальных предпринимателей и стимулировании их к качественной организации бизнес-процессов. По этой причине в качестве основного финансового инструмента инвестиций фонд использует беспроцентный заем [34].

Социально-ориентированное инвестирование дополняет государственные функции, предлагая компетенции и возможности по созданию партнерств с синергетическим эффектом [34].

Начиная с 2008 г. Фондом «Наше будущее» заключены соглашения о сотрудничестве с администрациями нескольких регионов, имеющих потенциал интенсивного развития социального предпринимательства, например с правительством Ханты-Мансийского автономного округа — Югры. На сегодняшний день это регион с наиболее прозрачной инфраструктурой для социальных предпринимателей и инвесторов. Программы развития социальных проектов действуют в Югре с 2010 г., там осуществлено несколько благотворительных инициатив, а в январе 2014 г. Фонд «Наше будущее» подписал соглашение о сотрудничестве с Фондом поддержки предпринимательства Югры.

В 2016 г. произошел выход на новый уровень партнерства — договор с Правительством Ханты-Мансийского округа о совместном проекте «Социальные инвестиции». Совместно разработана модель реализации этого проекта. Специалисты Фонда «Наше будущее» подготовили комплект документации по структурированию и сопровождению инвестиционных сделок. Правительство Югры выступило посредником между инвесторами и социальными предпринимателями, гарантируя первым окупаемость вложений (например, за счет оплаты социальных услуг из бюджета), а вторым — поддержку в реализации бизнес-плана. В результате удалось сформировать пул инвесторов и структурировать сделки по восьми проектам на сумму около 116 млн рублей [34].

Соглашения о сотрудничестве в сфере развития социального предпринимательства осуществляется с региональными органами исполнительной власти, общественными организациями и другими партнерами по всей России: с Калининградской и Ленинградской областями, Ямало-Ненецким автономным округом, Нижегородской областью и Алтайским краем, Архангельской и Астраханской областями, Республикой Коми и Волгоградской областью, Ставропольским краем и Татарстаном, Орловской областью и Пермским краем [34].

Анализ показал, что экономия бюджетных средств от привлечения частных поставщиков услуг дошкольного образования в отдельных регионах достигает 1 млрд руб. То же самое происходит и в сфере услуг для старшего поколения. Поддержка предпринимателей, открывающих частные пансионаты для пожилых людей, центры временного пребывания или досуга, обходится бюджетам регионов гораздо дешевле, чем создание и управление домами престарелых полностью за свой счет. При этом качество жизни для бенефициаров услуги получается выше. В России доля частного капитала в социальной сфере составляет не более 2-3%, что говорит о потенциале роста интереса инвесторов в данном направлении [34].

Деятельность Фонда «Наше будущее» получила поддержку и на федеральном государственном уровне. Представители Фонда входят в правительственные комитеты и рабочие группы по развитию социальной сферы России, подготовленные ими рекомендации используют Совет Федерации, Государственная Дума и профильные федеральные министерства. В июле 2019 г. президент Владимир Путин подписал очень важные для отрасли дополнения к федеральному закону от 24.07.2007 № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации». Законопроект, инициированный Минэкономразвития России, разработан во исполнение поручения президента Российской Федерации по итогам встречи с представителями социально-ориентированных, благотворительных организаций и волонтерского движения летом 2017 г.

Выявлено официальное закрепление статуса социального предпринимательства. Документ ввел такие понятия как «социальное предпринимательство» и «социальное предприятие», а также определил правовое регулирование отношений и меры поддержки в данной сфере [34]. Анализ вышеуказанных дополнений будет проведен далее социально-ориентированного инвестирования в другой форме — предоставляет канал для сбыта продукции социальных предприятий на своих АЗС. Чтобы наладить этот механизм, совместно с фондом «Наше будущее» запущен проект «Больше

чем покупка», который помогает продукции социальных предпринимателей прийти до заинтересованных покупателей [34].

Займы наиболее эффективны на стадии создания и становления социальных предприятий [34]. В 2019 г. заключено соглашение о сотрудничестве между Федеральной корпорацией по развитию малого и среднего предпринимательства («Корпорация МСП») Фондом «Наше будущее». Главная цель соглашения — наличие возможности получения гарантии «Корпорации МСП» в качестве дополнительного обеспечения по займам социальным предпринимателям.

Анализ показал, что активно растущие социальные предприятия применяют широкий спектр финансовых инструментов:

- 1) долевое финансирование;
- 2) мезонинное кредитование;
- 3) концессионные соглашения в рамках государственно-частного партнерства (ГЧП) [34].

Российские банки разрабатывают типовые соглашения для реализации договоров ГЧП в регионах. Например, ХМАО — Югра начиная с 2018 г. реализует две совместные программы по разработке типового пакета решений с Газпромбанком и Сбербанком по ГЧП. Результатом данных программ стало, например, количество детских садов в Югре: по состоянию на конец 2018 г. 67 из 137 детских садов построено с применением механизмов государственно-частного партнерства.

Современное поколение российских предпринимателей может стать не только портфельными, но и стратегическими инвесторами социальных проектов, и даже самостоятельно заниматься социальным предпринимательством. У Лаборатории социального предпринимательства, созданной при Фонде «Наше будущее», есть уникальное направление работы — тиражирование наиболее успешных социальных проектов через франчайзинг. Фонд не только активно содействует его развитию, но с 2015 г. также инициирует создание таких франшиз [34].

По результатам анализа отдельно стоит отметить возникновение и применение нового финансового инструментария в сфере российского социально-ориентированного инвестирования. Аналитики Фонда «Наше будущее» считают, что облигации социального воздействия на сегодняшний день являются слишком сложным финансовый инструмент для российского бизнеса, так как их использование предполагает большую подготовительную работу со стороны государственных органов по расчету себестоимости единицы социального эффекта - предмета сделки в рамках инструмента облигации социального воздействия [34].

По результатам анализа выявлены первые в России инициативы по применению инструмента социальных облигаций. 3 марта 2020 г. в СМИ появилась информация о том, что Госкорпорация ВЭБ.РФ совместно с Минфином внедряет социальные облигации как новый инструмент для привлечения частных инвестиций в социальное предпринимательство. Об этом сообщил старший вице-президент ВЭБ.РФ М. Алашкевич в ходе заседания экспертного совета по развитию социального предпринимательства. М. Алашкевич обозначил, что Госкорпорация осуществляет шаги по внедрению облигаций социального воздействия на российском рынке. По его словам, суть данного финансового инструмента заключается в следующем: «привлечение частных инвестиций на ранних стадиях для того, чтобы отработать новую технологию, методологию в социальной сфере» [93].

Проекты в сфере социально-ориентированного инвестирования, по его словам, помогут регионам перейти на новую схему оплаты социальных проектов. Бюджеты регионов пойдут на покупку уже измеримых социальных результатов или эффекта от социальных проектов. Первый подобный проект запущен в Республике Саха (Якутия), где применение инструмента социальных облигаций направлено на повышение качества образования. Реализация проекта осуществляется за счет средств инвестора, которые он получил в качестве гранта в форме субсидии на 60 млн руб. При достижении

заявленного результата в течение трех лет, правительство Республики Саха компенсирует эти средства [93, 94].

На сегодняшний день ВЭБ.РФ активно разрабатывает еще пять подобных проектов-инициатив с иными регионами Российской Федерации. Михаил Алашкевич также отметил, что важным условием для реализации проектов в сфере социально-ориентированного инвестирования является проявление инициативы субъектами Российской Федерации [93]. ВЭБ.РФ является рекомендованным оператором социально значимых проектов согласно Постановлению Правительства Российской Федерации от 21 ноября 2019 № 1491 «Об организации проведения субъектами Российской Федерации в 2019-2024 годов пилотной апробации проектов социального воздействия» [9].

В качестве оператора проектов социального воздействия ВЭБ.РФ осуществляет следующие функции [94]:

- 1) помогает региональным органам исполнительной власти определить социальный эффект;
- 2) создает финансовую модель проекта;
- 3) координирует взаимодействие с организатором и исполнителями;
- 4) поддерживает заказчика в подготовке нормативно-правовых актов;
- 5) проводит мониторинг на всей стадии реализации;
- 6) организует независимую оценку результатов проекта.

На сегодняшний день российский рынок импакт-облигаций слабо развит, находится в зарождающейся стадии и представлен единичными выпусками зеленых и социальных облигаций.

На крупнейшем финансовом институте Российской Федерации – Московской бирже – создан сектор устойчивого развития для финансирования проектов в области экологии, защиты окружающей среды и социально-значимых проектов. Сектор устойчивого развития состоит из трех сегментов:

- сегмента зеленых облигаций;

- сегмента социальных облигаций;
- сегмента национальных проектов.

В таблице 7 представлены 22 обращающиеся импакт-облигации, входящие в состав сектора устойчивого развития Московской Биржи по состоянию на 29.01.2022.

Таблица 7 - Российский рынок импакт-облигаций

Эмитент	Сегмент облигаций	Объем выпуска, тыс. руб.	Ставка, в процентах	Дата размещения	Срок обращения, лет
1	2	3	4	5	6
ФПК «Гарант-Инвест»	зеленые	500 000	11,50	17.12.2019	3.0
ФПК «Гарант-Инвест»	зеленые	500 000	10,00	28.12.2020	3.0
ООО «СФО РуСол 1»	зеленые	4 700 000	9,52	12.02.2020	11.0
ООО «СФО РуСол 1»	зеленые	900 000	13,52	12.02.2020	11.0
ООО «СФО РуСол 1»	зеленые	100 000	16,02	12.02.2020	11.0
СФО Социального развития	социальные	3 216 086	10,21	30.06.2020	6.5
СФО Социального развития	социальные	1 798 530	16,31	30.06.2020	6.5
ООО «Транспортная концессионная компания»	зеленые	1 241 000	6,21	27.09.2016	17.0
ООО «Транспортная концессионная компания»	зеленые	3 533 000	6,71	09.11.2017	16.2
ООО «Транспортная концессионная компания»	зеленые	1 374 000	6,71	27.09.2019	14.3
ООО «Транспортная концессионная компания»	зеленые	3 752 000	7,49	12.12.2018	15.1
ООО «Транспортная концессионная компания»	зеленые	2 013 083	6,71	27.09.2016	30.0
SovCom Capital	социальные	300 000	3,40	01.02.2021	4.0
ПАО «МТС»	социальные	4 500 000	6,50	26.03.2021	3.0
Правительство Москвы	зеленые	70 000 000	7,38	27.05.2021	7.0
АО «Атомный энергопромышленный комплекс»	зеленые	10 000 000	7,50	25.06.2021	5.0
АО «Синара - Транспортные Машины»	зеленые	10 000 000	8,70	28.07.2021	5.0

Продолжение таблицы 7

1	2	3	4	5	6
СОПФ «Инфраструктурные облигации»	национальных и адаптационных проектов	10 000 000	8,00	23.09.2021	3.1
ПАО «Сбербанк России»	зеленые	25 000 000	8,80	12.11.2021	2.0
ПАО «КАМАЗ»	зеленые	2 000 000	9,75	24.11.2021	2.0
СОПФ «Инфраструктурные облигации»	национальных и адаптационных проектов	10 000 000	9,05	23.12.2021	1.9
АО «ИНК-Капитал»	национальных и адаптационных проектов	5 000 000	10,25	17.12.2021	5.0
Итого/среднее значение	зеленые	135 613 083	9,1		10.2
Итого/среднее значение	социальные	9 514 616	9,1		5.0
Итого/среднее значение	национальных и адаптационных проектов	25 000 000	9,1		3.3
ИТОГО	импакт- облигации	170 127 699	9,1		8.3

Источник: составлено автором по материалам [95].

Доля зеленых облигаций почти вдвое больше, чем социальных и облигаций развития (национальных и адаптационных проектов), что во многом повторяет тенденции на глобальном рынке. Стоит отметить, что средняя ставка купона по российским импакт-облигациям составляет 9,1% годовых, а срок обращения – колеблется от 3 до 10 лет, что в среднем составляет 8 лет.

В сегменты зеленых и социальных облигаций могут включаться облигации российских и иностранных эмитентов, а также субфедеральные и муниципальные облигации при соответствии выпуска, инвестиционного проекта или политики эмитента по привлечению денежных средств (для субфедеральных и муниципальных облигаций) принципам в области

«зеленого»/«социального» финансирования Международной ассоциации рынков капитала (International Capital Market Association, ICMA) либо Международной некоммерческой организации «Инициатива климатических облигаций» (Climate Bonds Initiative, CBI), а также при наличии независимой внешней оценки, соответствующей указанным принципам.

Для включения в Сегмент национальных проектов облигаций могут включаться облигации российских и иностранных эмитентов при соответствии выпуска, эмитента или инвестиционного проекта задачам и результатам национальных проектов: «Экология», «Демография», «Здравоохранение» и другие, а также при наличии решения органов или должностных лиц государственной власти, межведомственных комиссий о соответствии задачам и результатам одного из указанных проектов [95].

Таким образом, анализ российского опыта в сфере социально-ориентированного инвестирования позволяет сделать вывод о том, что развитие социально-ориентированного инвестирования находится в зарождающейся стадии, появляются инициативы, проекты, инвесторы, программы поддержки со стороны государства и бизнеса, а также единичные выпуски импакт-облигаций.

Вместе с тем наблюдается слабо проработанный статус деятельности, механизмы и финансово-организационная инфраструктура в сфере социально-ориентированного инвестирования и социального предпринимательства, фактически носящий экспериментальный характер.

2.3 Результативность финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования

В основе своей, инструменты социально-ориентированного инвестирования на мировом рынке — это долевого и долгового финансовый инструментарий, распространенный на финансовом рынке, условия применения которого позволяют адаптировать его в соответствии с

потребностями социальных предприятий (формулировка мягких и льготных условий, например, низких (по сравнению с рыночными) процентных ставок, а также длительных сроков использования для долгового капитала) [33], что представлено на рисунке 11.



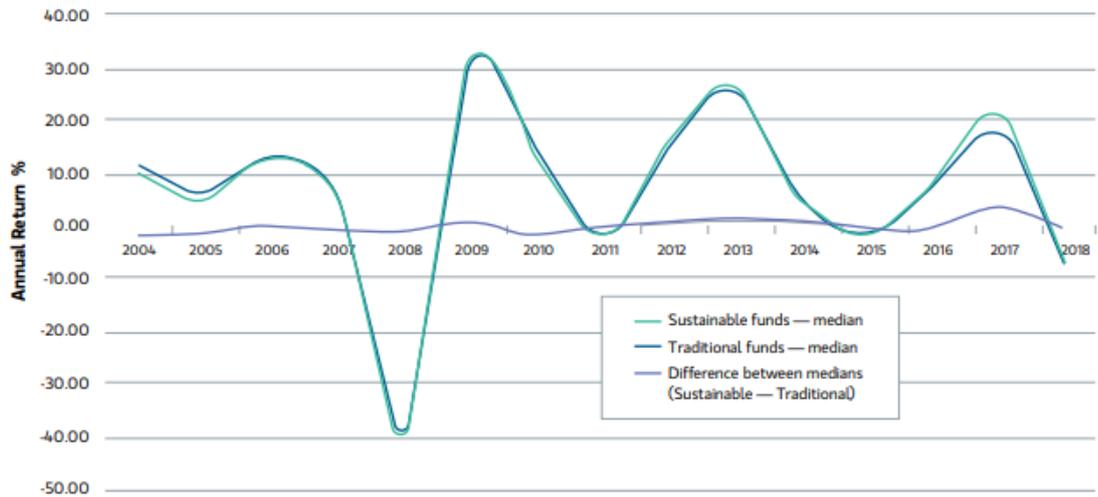
Источник: составлено автором по материалам [33].

Рисунок 11 – Финансовые инструменты социально-ориентированного инвестирования: мировой опыт

В связи со спецификой социально-ориентированного инвестирования, предлагается выделять следующие критерии результативности финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования:

- 1) организационно-правовая форма субъектов социально-ориентированных инвестиций;
- 2) выбор финансового инструмента - формы финансирования социальных инвестиций;
- 3) объем инвестиций по вложениям;
- 4) срок инвестиций;
- 5) затраты на привлеченное финансирование;
- 6) доходность инвестиций;
- 7) волатильность и риск потерь;
- 8) социальное воздействие.

Научные исследования последнего десятилетия показывают ошибочность точек зрения о невозможности одновременной максимизации доходности и социального эффекта инвестиций, что отражено на рисунке 12.



Difference in median returns (Sustainable - Traditional)	-1.50	-1.17	0.18	-0.37	-0.80	0.84	-1.37	-0.08	0.63	1.38	1.18	0.00	-0.23	3.63	-0.03
Statistical Significance	99%+	***		95%+	**		90%+	*						***	

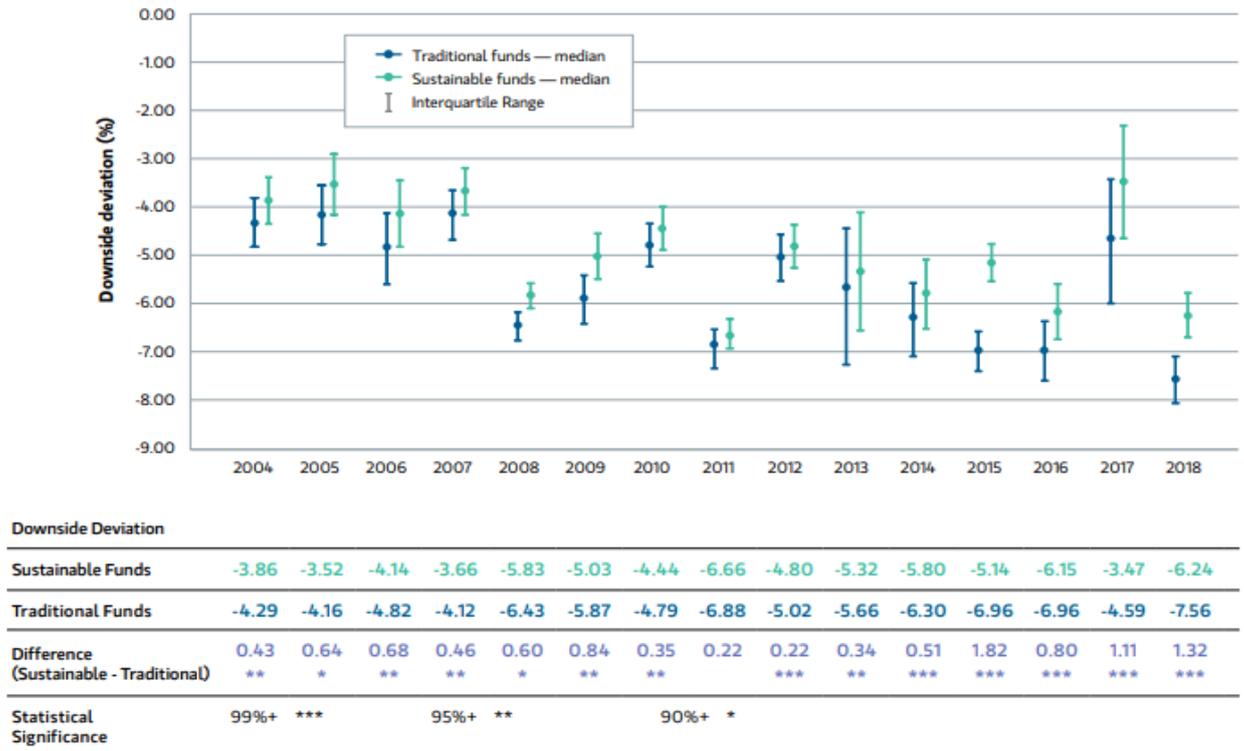
Источник: по материалам [68].

Рисунок 12 – Медианные общие доходы традиционных и социальных фондов за период 2004-2018 годов

Опрос инвесторов GIN, который проводился в январе-феврале 2019 г. показал, что социально-ориентированное инвестирование полностью оправдало ожидания значительного большинства инвесторов с точки зрения социального воздействия (это отметили 82% респондентов) и финансового результата (77% респондентов). При этом финансовые ожидания в основном ориентировались на доходность по рыночным ставкам с поправкой на риск. 15% респондентов сообщают, что их результаты в финансовом и социальном плане превзошли ожидания [69].

Исследование Morgan Stanley, опубликованное в августе 2019 г., подтверждает, что большая часть исследованных портфелей инвестиций, компании и проекты, в которых преследовали социальную миссию,

показывают меньшую волатильность и более высокую доходность, чем обыкновенные инвестиционные фонды акций, что дополнительно представлено на рисунке 13.



Источник: по материалам [68].

Рисунок 13 – Медианная волатильность традиционных и социальных фондов за период 2004-2018 годов

В свою очередь более свежий опрос инвесторов GIPN, который проводился в феврале-апреле 2020 г., показал следующие результаты: социально-ориентированные инвестиции оправдали ожидания большинства социально-ориентированных инвесторов с точки зрения доходности (88% респондентов) и социального воздействия (99% респондентов) [71]. Стоит отметить, что финансовые ожидания в доходности ориентированы на доходность по рыночным ставкам с поправкой на риск.

Как показывает MCSI KLD 400 Social Index – средневзвешенный индекс рыночной капитализации компаний с экологическими, социальными или управленческими целями и результатами – доходность данных компаний

выше, чем доходность 500 ключевых акционерных компаний США, что показано на рисунке 14.



Источник: по материалам [33].

Рисунок 14 – Сравнение динамики индексов MSCI KLD 400 Social Index и S&P 500 за период 1993-2018 годов

В таблице 8 приведены примеры успешных проектов на территории Российской Федерации, которые реализованы совместно с Фондом «Наше будущее».

Таблица 8 - Примеры проектов Фонда «Наше будущее»

Наименование проекта	Год запуска	Место	Финансирование (беспроцентные займы)	Выручка в 2018 г.
«Опека»	2008	Санкт-Петербург, Москва	5 млн рублей в 2013 г. на пять лет, 10 млн рублей в 2015 г. на семь лет	460 млн руб.
«Ступеньки»	2004	Тюмень	10 млн рублей в 2013 г. на семь лет	40 млн руб.
«Система Забота»	2011	Санкт-Петербург	2,5 млн рублей в 2014 г. на пять лет	170 млн руб.

Источник: составлено автором по материалам [34].

Стоит отметить, что как на мировом, так и на российском рынке наблюдается развитие сектора посреднических платформ и компаний, которые обеспечивают процессы коммуникаций и взаимодействия социально-ориентированных инвесторов с получателями потенциальных инвестиций, информационный обмен, структурирование сделок и движение капитала. Посреднические структуры в основном оказывают услуги социально-ориентированных инвесторов, состоятельных частных лиц, фондов и семейных офисов. Услуги и финансовые продукты для частных лиц, размещающих небольшие средства, пока еще немногочисленны, несмотря на растущий спрос со стороны этой категории инвесторов.

Согласно данным доклада глобальной сети TONIC, сегмент посредников и консультантов в области социально-ориентированного инвестирования демонстрирует устойчивый рост. Среди респондентов TONIC, представляющих посредников и консультантов, 57% рассматривают социально-ориентированные инвестиции как часть общего, более традиционного инвестиционного портфеля, а 43% специализируются исключительно на социально-ориентированных инвестициях [33].

Респонденты TONIC отмечают ряд особенностей современного сегмента посредников на рынке социально-ориентированного инвестирования:

- устойчивый рост количества посреднических структур;
- повышение клиентского спроса на посреднические услуги в сфере социально-ориентированного инвестирования;
- распространение инновационных финансовых продуктов;
- возрастающая конкуренция среди посредников на рынке социально-ориентированного инвестирования [33].

Выявлено, что барьеры на пути развития рынка социально-ориентированного инвестирования имеют региональные особенности:

Инвесторы, работающие в США и Канаде, видят большую проблему в недостаточной государственной поддержке рынка социально-

ориентированного инвестирования. Инвесторы в странах Западной Европы указывают на отсутствие качественных данных и результатов исследований социального/экологического эффекта как сдерживающий фактор развития социально-ориентированного инвестирования.

Инвесторы, оперирующие на рынках Юго-Восточной Азии, отмечают наиболее широкий комплекс барьеров: недостаток капитала, низкий уровень измерения социального и экологического воздействия, нехватку профессионалов [33].

По результатам анализа выявлены следующие ключевые опорные тезисы для развития сферы социально-ориентированного инвестирования и используемого финансового инструментария [33]:

1) социально-ориентированные инвестиции — инвестиции с целью достижения позитивного, измеримого социального и экологического воздействия наряду с финансовым результатом. При этом социальный/экологический результат является не побочным эффектом коммерческого проекта, а одной из целей деятельности, как и финансовый результат;

2) для развития рынка государство использует законодательную поддержку, предоставляя возможность пенсионным фондам участвовать в социально-ориентированном инвестировании (Великобритания, Япония, Австралия) и налоговые льготы для инвесторов (Великобритания); также для финансирования импакт-проектов используются средства с неактивных банковских счетов;

3) для защиты инвесторов от рисков создаются специальные организационно-правовые формы деятельности социальных предприятий, включающие блокировку активов, приоритет социальной миссии и обязательную социальную и/или экологическую отчетность. Также активно развиваются системы рейтингования и сертификации социальных предприятий, обеспечивающие независимую оценку их

социальных/экологических результатов для широкого круга заинтересованных лиц;

4) наиболее распространенной формой социально-ориентированного инвестирования является заемное или доленое финансирование, а наиболее массовым объектом таких инвестиций являются социальные предприятия. Применяются также сложные финансовые инструменты с использованием принципа «оплата за результат». Наиболее популярным инструментом стали зеленые облигации — в 2019 г. их ежегодный выпуск достиг 230 млрд долл. США;

5) социально-ориентированные инвестиции характеризуются сопоставимой доходностью с традиционными инструментами инвестирования при схожем уровне риска. Для подтверждения социального/экологического результата используются различные метрики и методики, однако нет общепринятого подхода к измерению, что ограничивает рост рынка. Выбор модели и показателей оценки эффекта — ключевой элемент в социально-ориентированном инвестировании;

6) выявлено отсутствие качественной единой статистической информации о проектах и компаниях, осуществляющих деятельность в сфере социально-ориентированного инвестирования как на мировом рынке, так и на российском.

Глава 3

Совершенствование финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования

3.1 Актуальные направления развития финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования

Количество инвестиционно-привлекательных проектов, которые сочетают финансовую доходность вместе социальным/экологическим эффектом, меньше чем объем инвестиционного капитала у потенциальных социально-ориентированных инвесторов.

Это связано с недостаточной подготовкой социальных предпринимателей, неумением разрабатывать устойчивую финансовую модель и, соответственно, с высокими рисками, ассоциирующимися с проектами социальных предпринимателей. Многие из тех, кто приходит в сферу социального предпринимательства, не являются предпринимателями в традиционном смысле, тогда как многие социально-ориентированные инвесторы исходят из традиционной бизнес-перспективы, поэтому у социальных предпринимателей и потенциальных инвесторов разные ожидаемые результаты, деловая культура и, как следствие, непонимание и отсутствие эффективного взаимодействия. Решением данной проблемы стало появление специализированных фондов подготовки социальных предпринимателей к инвестициям.

Подобные фонды отбирают социальные проекты, имеющие потенциал достижения социального и экономического эффекта, и организуют целенаправленную подготовку социальных предпринимателей по разработке устойчивой финансовой модели, стратегии управления инвестициями и обеспечения их возвратности, технологии достижения и измерения социальных и экономических результатов.

В Великобритании фонды подготовки социальных предпринимателей к привлечению социально-ориентированных инвестиций создаются и по отраслевому признаку, например, фонд подготовки к социально-ориентированным инвестициям для социальных предпринимателей в сфере детского воспитания и образования [33].

Сектор социального финансирования в настоящее время пытается обеспечить желаемую доходность для инвесторов. Высокие начальные и нормативные затраты могут помешать основным банкам войти в сектор [49]. Для того, чтобы социально-ориентированное инвестирование осуществлялось результативно, определены и предложены следующие изменения в государственной политике:

- 1) дополнение законодательно закрепленного деления организаций на коммерческие и некоммерческие новой организационно-правовой формой социальной направленности для деятельности в сфере социально-ориентированного инвестирования;
- 2) разработка налоговых льгот для поощрения социально-ориентированного инвестирования;
- 3) создание структуры, которая позволит организациям наращивать потенциал за счет удержания капитала, например, реинвестиция 25% процентов нераспределенной прибыли в активы организации;
- 4) создание благоприятных условий для попечителей, чтобы рассматривать паевые инвестиции в соответствии с их фидуциарной обязанностью;
- 5) создание разрешительной структуры для фондов поддержки социального финансирования. Например, пояснение о том, что фонды могут предоставлять гарантии по кредитам и другие финансовые инструменты для продвижения социально-ориентированного инвестирования;
- 6) обсуждение выделения средств для включения экологических, социальных, культурных и экономических целей в планы устойчивого развития.

Обеспечение направленности инвестиций на цели развития является ключевым критерием, определяющим инвестицию как относящуюся к социально-ориентированному инвестированию. Существуют способы определения прибыльности инвестиций, например, финансовая отчетность и аудиторы.

Аспект финансовых инструментов предполагает использование социально-ориентированными инвесторами такой формы вложений, которая является наименее доступной для объекта инвестиций.

Во многих бедных странах заемный капитал становится более доступным [30]. Поэтому социально-ориентированные инвесторы призываются к предоставлению долевого финансирования для развития проекта, отрасли, и страны.

Согласно принципу дополнения выделяются условия, которые должны одновременно выполняться для достижения целей социально-ориентированного инвестирования [30]:

- решение базовых социальных проблем требует существенных инвестиций, которые благотворители и правительства не способны привлечь самостоятельно;
- появляются прибыльные и масштабируемые финансовые модели, которые могут вернуть средства кредиторам или инвесторам (а не нуждаются в благотворительности);
- финансовые модели находятся на ранней стадии своего развития. Для привлечения внимания коммерческих инвесторов они слишком фрагментированы и не обладают достаточным масштабом;
- государство и общество поддерживают идею о разрешении частным предприятиям работать на этом рынке.

Для того, чтобы определить область потенциального процветания социально-ориентированных инвестиций, необходимо следующее [30]:

1) найти социальные проблемы, которые государство или благотворительные организации не смогут решить самостоятельно, то есть, для которых необходимо рыночное решение;

2) тщательно изучить потенциальные варианты решения этих проблем и выявить те, где рыночные решения осуществимы и могут принести прибыль инвесторам;

3) не рассматривать финансовые модели, которые могут быть профинансированы коммерческими инвесторами.

Э. Багг-Левин и Дж. Эмерсон на пути реализации социально-ориентированного инвестирования выделяют следующие сложности [30]:

– этический вопрос: обеспокоенность, связанная с предоставлением общественных благ при помощи частного капитала;

– стратегический вопрос: необходимость преодоления секторального разрыва;

– ограничивающий фактор: необходимость дополнять государственные услуги.

Социально-ориентированное инвестирование предлагает новые финансовые инструменты, ставшие быстро адаптированными финансовыми инновациями в развитых странах, помогающими решать социальные проблемы [36].

Выделяются следующие составные элементы операционной деятельности в социально-ориентированном инвестировании [30]:

– предоставление технической помощи;

– формирование вознаграждения сотрудников на основе социальной мотивации;

– создание и внедрение интегрированной системы отчетности.

Под технической помощью подразумевается комплекс услуг, который может включать в себя помощь предпринимателю при подготовке

конкурентоспособного бизнес-плана и отчетности, стратегическое консультирование для вкладчиков.

Формирование вознаграждения сотрудников на основе социальной мотивации предполагает включение в итоговое вознаграждение как специалистов, так и менеджмента компаний в сфере социально-ориентированных инвестиций, реальный социальный результат от деятельности конкретной компании.

Под интегрированной системой отчетности подразумевается отражение в публикуемой отчетности компании не только финансовых показателей, но и результатов социальной деятельности. На сегодняшний день существуют примеры инициатив по оценке социального воздействия инвестиций:

- отчетность и стандарты преобразующего инвестирования (Impact Reporting and Investment Standards, IRIS);
- глобальная система рейтинга преобразующих инвестиций (Global Impact Investing Rating System, GIIRS).

Фонд Рокфеллера, Фонд Acumen и B-Lab, основываясь на проблемах и опыте микрофинансирования, социальных и экологических инициатив, разработали IRIS в 2008 году [42].

Результатом данной разработки стал универсальный язык для отчетности по социальным, экологическим и финансовым показателям для отрасли преобразующего инвестирования с целью повышения прозрачности, доверия к социальным и экологическим данным, сопоставимости инвестиций и сравнительного анализа эффективности преобразующих инвестиций [41].

IRIS позволил социальным предпринимателям определять и отслеживать улучшения в своих процессах, вести учет деятельности.

Дж. Кэхилл подчеркивает, что IRIS является важным элементом в эволюции рынка инвестиций в социальное и экологическое преобразование [42]. IRIS насчитывают 400 стандартных показателей по различным отраслям, включая сельское хозяйство, образование, здравоохранение, энергетику,

экологию, финансовые услуги, жилищное строительство, водные ресурсы и утилизацию мусора [33].

Второй система, разработанная для оценки социального и экологического воздействия, это Глобальная система рейтинга преобразующих инвестиций (GIIRS). Она разработана для обеспечения стандартами и методологией оценки для компаний, инвесторов и посредников как независимый продукт для оценки воздействия со стороны третьих лиц, который сопоставим, прозрачен и прост в использовании [37].

Система GIIRS аналогична системе анализа инвестиций Morningstar - метод, который много лет использовался инвестиционным сообществом для оценки и сравнения традиционных финансовых вложений.

Система GIIRS лучше всего подходит для рейтинговых фондов, которые инвестируют в акции и долговые обязательства коммерческих организаций, в отличие от венчурной благотворительности, которая обычно инвестирует в некоммерческие организации. Вместе с новыми инструментами разрабатывается большое количество альтернативных подходов по внедрению новых стандартов, отчетности, оценки бизнеса и иных сторон социально-ориентированных инвестиций.

Цели устойчивого развития ООН (ЦУР) представляют собой стандартный набор из 169 показателей по 17 целям, измеряющих непосредственные количественные результаты. Например, ЦУР 1 «Здоровье и благополучие» включает такие показатели, как количество людей, получивших медицинские услуги лучшего качества, снижение стоимости стандартных медицинских услуг и др. Использование показателей ЦУР в качестве метрик для оценки социального и экологического воздействия растет с каждым годом [33].

В «Дорожной карте будущего импакт-инвестиций» (Roadmap for the Future of Impact Investing) GIIIN предлагает видение будущего индустрии социально-ориентированных инвестиций, выделяя шесть категорий действий, которые помогут развивать отрасль и преобразовать финансовые рынки.

Шесть категорий действий:

1) укрепление идентичности социально-ориентированных инвестиций путем установления четких принципов и стандартов для практики;

2) изменение парадигмы, которая управляет инвестиционным поведением и ожиданиями относительно ответственности финансов в обществе через лидерство владельца активов и обновление теории финансов;

3) разработка инструментов и услуг, которые поддерживают включение преобразования в рутинную деятельность инвесторов по анализу, распределению и заключению сделок;

4) разработка продуктов, соответствующих потребностям и предпочтениям всего спектра инвесторов, от розничных до институциональных и иных типов инвесторов;

5) увеличение предложения квалифицированных специалистов по инвестициям и создание готовых для инвестиций компаний посредством целевого профессионального образования;

6) внедрение политики и регулирование, которые устраняют барьеры и стимулируют социально-ориентированное инвестирование [70].

Респонденты опроса отметили наиболее важные для них пункты по развитию социально-ориентированных инвестиций.

1) идентификация (identity):

– установление принципов для социально-ориентированных инвестиций (43%);

– обмен лучшими практиками в менеджменте социально-ориентированных инвестициями и отчетности (65%);

– прояснение роли различных типов капитала (36%);

2) поведение и ожидания (behavior & expectations):

– совмещение преобразования и интенций (39%);

– запуск кампании по изменению взглядов на роль капитала (22%);

– обновление фундаментальной теории инвестиций (14%);

- 3) товары (products):
 - разработка розничных товаров (21%);
 - расширение товаров институционального качества (35%);
 - выделение капитала для управляющих на развивающихся рынках (23%);
 - продвижение смешанных финансовых инструментов (37%);
- 4) инструменты и услуги (tools & services):
 - разработка рейтингов по измерению эффекта преобразования (23%);
 - построение анализа и внедрение инструментов, включающих риск, доходность и эффект преобразования (37%);
 - распространение социально преобразующих инвестиционных банков (5%);
- 5) образование и обучение (education & training):
 - обучение профессионалов в области финансов (37%);
 - поддержка развития бизнеса, направленного на образование (52%);
- 6) политика и регулирование (policy & regulation):
 - прояснение налоговых обязательств (10%);
 - установление налоговых льгот для социально-ориентированных инвестиций (5%);
 - создание среды для развития социально-ориентированных инвестиций (51%) [69].

Фонд «Наше будущее» предлагает рассматривать совершенствование отрасли социально-ориентированных инвестиций через призму экосистемы, состоящей из четырех элементов: предложение, спрос, посредники, государственное регулирование, что отражено на рисунке 15.



Источник: составлено автором по материалам [33].
Рисунок 15 – Экосистема социально-ориентированных инвестиций

В экосистему социально-ориентированных инвестиций, рассматривающих отношения между такими элементами, как предложение, спрос, посредники и государственное регулирование, предложено добавить пятый необходимый элемент - финансовый инструментарий, что представлено на рисунке 16.



Источник: составлено автором.
Рисунок 16 – Новая экосистема социально-ориентированных инвестиций

Для результативного функционирования социально-ориентированного инвестирования предлагается целенаправленное развитие каждого из пяти элементов и координация взаимосвязи между ними:

«Предложение:

– дефицит проектов, ориентированных на максимальную доходность, и социальная (экологическая) мотивация владельцев капитала вынуждает крупных институциональных инвесторов и управляющих капиталом открывать направления импакт-инвестирования в составе своих организаций;

– в последние десятилетия такие игроки, как Bain Capital, BlackRock, Credit Suisse, Goldman Sachs, JPMorgan Chase добавили импакт-инвестиции к своему основному портфелю;

– в ряде стран (Великобритания, Япония, Австралия) на государственном уровне предоставлена возможность пенсионным фондам участвовать в импакт-инвестировании;

Спрос:

– социальные и экологические цели могут быть включены в финансовую модель компании, и социальные цели не противоречат финансовым. В таких случаях целевые бизнес-показатели совпадают с социальными показателями или дополняют их (например, компания, специализирующаяся на обслуживании, обучении, оздоровлении, отдыхе, трудоустройстве представителей определенной социально незащищенной группы людей);

– социальные и экологические цели могут являться сопутствующим, но обязательным компонентом финансовой модели. Например, модель субсидирования, когда доходы от деятельности частной школы субсидируют обучение школьников из семей с низким доходом; внедрение энергосберегающих технологий на производстве;

Посредники:

– связывают инвесторов с потенциальными получателями инвестиций (социальные биржи, брокеры и платформы);

– выделяют гранты на предынвестиционную подготовку (фонды подготовки к инвестициям);

- проводят независимую оценку;
- организуют акселераторы, осуществляют консультационные услуги, разработку проекта, обучение;
- сертифицируют (инвесторов, объекты инвестиций или инструменты инвестиций);

Государственное регулирование импакт-инвестирования:

- устанавливает налоговые и иные льготы для импакт-инвесторов;
- законодательно закрепляет понятие «социальное предпринимательство»;
- создает специальные организационно-правовые формы для компаний, которые могут привлечь импакт-инвестиции;
- государственные фонды импакт-инвестиций» [33].

Предложенный выше пятый элемент - финансовый инструментарий социально-ориентированного инвестирования:

- применение и развитие существующих форм финансирования социальных инвестиций;
- законодательное закрепление новых форм финансирования;
- оценка результативности используемого финансового инструментария по критериям, предложенным выше;
- разработка дорожной карты или/и прикладных рекомендаций по применению финансового инструментария в социально-ориентированном инвестировании.

На основе проведенного анализа социально-ориентированного инвестирования на западном и российском рынке, для оценки результативности социально-ориентированных инвестиций разработан интегральный показатель на базе шкалы оценки результативности социально-ориентированных инвестиций, представленной в таблице 9.

Он позволяет не только оценить результативность проекта или компании в сфере социально-ориентированных инвестиций, но и ранжировать портфель

инвестиций, принимать управленческие решения, анализировать используемый в проектах или компаниях финансовый инструментарий.

Таблица 9 - Шкала оценки результативности социально-ориентированных инвестиций

Показатель	Критерий	Вес, в процентах	Оценка
Доходность (PI)	доходность ниже рыночной (либо аналогов)	15	Низкая (1-2 балла)
	доходность на уровне рыночной (либо аналогов)		Средняя (3-4 балла)
	доходность выше рыночной (либо аналогов)		Высокая (5 баллов)
Окупаемость (NPV – чистая приведенная стоимость, IRR – внутренняя норма доходности)	$NPV < 0; IRR < WACC$	15	Низкая (1-2 балла)
	$NPV = 0; IRR = WACC$		Средняя (3 балла)
	$NPV > 0; IRR > WACC$		Высокая (4-5 баллов)
Срок жизни проекта	1-5 года	5	Низкая (1-2 балла)
	6-9 лет		Средняя (3 балла)
	больше 10 лет		Высокая (4-5 баллов)
Срок окупаемости проекта	больше 10 лет	10	Низкая (1-2 балла)
	5-9 лет		Средняя (3 балла)
	1-4 года		Высокая (4-5 баллов)
Размер инвестиций	<5 млн руб.	10	Низкая (1-2 балла)
	5-15 млн руб.		Средняя (3 балла)
	>15 млн руб.		Высокая (4-5 баллов)
Источники финансирования	1 вида	10	Низкая (1-2 балла)
	2-3 вида		Средняя (3 балла)
	более 4 видов		Высокая (4-5 баллов)
Применение финансового структурирования и/или финансового инжиниринга	нет	5	1 балл
	да		5 баллов
Применение принципа «дополнение»	нет	5	1 балл
	да		5 баллов
Применение принципа «оплата за результат»	нет	5	1 балл
	да		5 баллов
Достижение социальных и или экологических результатов	нет	20	1 балл
	да		5 баллов
Итоговое значение	не применимо	100	средний балл

Источник: составлено автором.

Весы критериев в шкале оценки определены исходя из значимости в комплексной оценке используемого финансового инструментария и финансово-экономической оценке проектов социально-ориентированного инвестирования (80%), с учетом достижения социальных и/или экологических результатов (20%). Вышеуказанная шкала оценки апробирована в исследовании на примере социально-ориентированного проекта по сооружению завода по обработке-сортировке мусора, что представлено в таблице 10.

Таблица 10 – Апробация шкалы оценки социально-ориентированного проекта по сооружению завода по обработке-сортировке мусора

Показатель	Значение критерия	Вес, в процентах	Оценка
Доходность (PI)	19% - доходность на уровне аналогов	15	4 балла
Окупаемость (NPV – чистая приведенная стоимость, IRR – внутренняя норма доходности)	NPV=95 млн руб.>0 IRR=23%>WACC=16%	15	5 баллов
Срок жизни проекта	25 лет	5	5 баллов
Срок окупаемости проекта	9 лет	10	3 балла
Размер инвестиций	1 млрд руб.	10	5 баллов
Источники финансирования	2 вида: средства частных инвесторов, субсидии государства	10	3 балла
Применение финансового структурирования и/или финансового инжиниринга	нет	5	1 балл
Применение принципа «дополнение»	нет	5	1 балл
Применение принципа «оплата за результат»	да	5	5 баллов
Достижение социальных и или экологических результатов	да	20	5 баллов
Итоговое значение	не применимо	100	4,05 балла

Источник: составлено автором.

Проект по обработке-сортировке мусора получил высокую оценку в 4,05 из 5 баллов, что позволяет вывод о результативности проекта и о возможности для инвестора по принятию положительного решения об участии в проекте.

Следующие управленческие решения дополнительно могут быть приняты на основе разработанной шкалы оценки:

- 1) осуществление инвестиций в новые проекты и/или компании;
- 2) осуществление дополнительных инвестиций в текущие портфельные активы;
- 3) сохранение текущего портфеля без изменений;
- 4) выход из инвестиций с низким рейтингом согласно шкале оценки;
- 5) расформирование портфеля.

В результате проведенного в предыдущих главах исследования, а также анализа направления развития, разработана интегрированная модель социально-ориентированного инвестирования, представленная на рисунке 17, которая будет способствовать развитию социально-ориентированного инвестирования (Social Responsible Investments - SRI) в соответствии с ESG (экологические, социальные, управленческие) целями и принципами ответственного инвестирования (Principles of Responsible Investments - PRI) и его финансовому инструментарию.



Источник: составлено автором.

Рисунок 18 – Интегрированная модель социально-ориентированного инвестирования

Интегрированная структурная модель социально-ориентированного инвестирования включает следующие элементы: субъекты (государство, финансовые посредники, инвесторы, благотворители, социальные предприниматели); объекты (социально-ориентированные инвестиционные проекты, социальные предприятия); цели (достижение положительного социального эффекта, получение прибыли); средства (финансовый инструментарий); результаты (измерение и оценка достигнутых социальных и финансовых результатов). Данная модель является основой для создания инфраструктуры социально-ориентированного инвестирования.

3.2 Совершенствование нормативно-правового регулирования в области социально-ориентированного инвестирования

Предлагается совершенствовать социально-ориентированное инвестирование через развитие специальных организационно-правовых форм социальных предприятий [33].

Специальные организационно-правовые формы необходимы для повышения привлекательности социальных предприятий как объектов финансирования.

Представляется целесообразным, что организационно-правовые формы могут включать:

- 1) запрет на распределение прибыли предприятия;
- 2) ограничения на распределение прибыли предприятия;
- 3) обязательную отчетность о результатах реализации миссии организации;
- 4) возможность привлекать средства наравне с благотворительными организациями;
- 5) приоритет целей по достижению общественного блага перед интересами акционеров.

Опыт США:

Низкоприбыльная компания с ограниченной ответственностью (L3C) - создана для преодоления разрыва между финансированием некоммерческих и коммерческих организаций. На организацию распространяются все условия ООО, при этом она может привлекать средства (в том числе благотворительные) на реализацию своей миссии как НКО. Цель - привлечь дополнительные средства в социальные предприятия.

Корпорации общественного блага (benefit corporations) - Приоритет целей по достижению общественного блага перед интересами акционеров и максимизацией прибыли позволяет компании ориентироваться на долгосрочные позитивные результаты для всех благополучателей. Данная форма признана в 35 штатах США [33].

Опыт Великобритании:

Компания с общественными интересами (Community Interest Company, CIC) - все активы такой компании, а также полученная прибыль должны оставаться внутри компании и использоваться в ее интересах; обязателен отчет о реализации социальной миссии. Эта форма действует в Великобритании с 2005 г. и охватывает несколько типов организаций: социальные предприятия, кооперативы, организации местного сообщества и другие.

Опыт Канады:

Компания содействия обществу (Community Contribution Company, CCC) - запрет на передачу активов, ограничение размера дивидендов, которые могут выплачиваться акционерам. Компании с общественными интересами должны направлять не менее 60% своей прибыли на реализацию социальной миссии [33].

Однако в Гражданском кодексе Российской Федерации (далее - ГК РФ) не предусмотрена специальная организационно-правовая форма предприятия для реализации проектов в сфере социально-ориентированных инвестиций.

Также все виды организационно-правовых форм предприятий разделяются строго на две группы: коммерческие и некоммерческие.

«ГК РФ Статья 50. Коммерческие и некоммерческие организации

1. Юридическими лицами могут быть организации, преследующие извлечение прибыли в качестве основной цели своей деятельности (коммерческие организации) либо не имеющие извлечение прибыли в качестве такой цели и не распределяющие полученную прибыль между участниками (некоммерческие организации).

2. Юридические лица, являющиеся коммерческими организациями, могут создаваться в организационно-правовых формах хозяйственных товариществ и обществ, крестьянских (фермерских) хозяйств, хозяйственных партнерств, производственных кооперативов, государственных и муниципальных унитарных предприятий.

3. Юридические лица, являющиеся некоммерческими организациями, могут создаваться в организационно-правовых формах:

1) потребительских кооперативов, к которым относятся в том числе жилищные, жилищно-строительные и гаражные кооперативы, общества взаимного страхования, кредитные кооперативы, фонды проката, сельскохозяйственные потребительские кооперативы;

2) общественных организаций, к которым относятся в том числе политические партии и созданные в качестве юридических лиц профессиональные союзы (профсоюзные организации), органы общественной самодеятельности, территориальные общественные самоуправления;

2.1) общественных движений;

3) ассоциаций (союзов), к которым относятся в том числе некоммерческие партнерства, саморегулируемые организации, объединения работодателей, объединения профессиональных союзов, кооперативов и общественных организаций, торгово-промышленные палаты;

4) товариществ собственников недвижимости, к которым относятся в том числе товарищества собственников жилья, садоводческие или огороднические некоммерческие товарищества;

5) казачьих обществ, внесенных в государственный реестр казачьих обществ в Российской Федерации;

6) общин коренных малочисленных народов Российской Федерации;

7) фондов, к которым относятся в том числе общественные и благотворительные фонды;

8) учреждений, к которым относятся государственные учреждения (в том числе государственные академии наук), муниципальные учреждения и частные (в том числе общественные) учреждения;

9) автономных некоммерческих организаций;

10) религиозных организаций;

11) публично-правовых компаний;

12) адвокатских палат;

13) адвокатских образований (являющихся юридическими лицами);

14) государственных корпораций;

15) нотариальных палат.

4. Некоммерческие организации могут осуществлять приносящую доход деятельность, если это предусмотрено их уставами, лишь постольку, поскольку это служит достижению целей, ради которых они созданы, и если это соответствует таким целям.

5. Некоммерческая организация, уставом которой предусмотрено осуществление приносящей доход деятельности, за исключением казенного и частного учреждений, должна иметь достаточное для осуществления указанной деятельности имущество рыночной стоимостью не менее минимального размера уставного капитала, предусмотренного для обществ с ограниченной ответственностью (пункт 1 статьи 66.2).

6. К отношениям по осуществлению некоммерческими организациями своей основной деятельности, а также к другим отношениям с их участием, не

относящимся к предмету гражданского законодательства (статья 2), правила настоящего кодекса не применяются, если законом или уставом некоммерческой организации не предусмотрено иное.»

Таким образом, существует нормативно-правовая область для создания новых организационно-правовых форм, наиболее подходящих для деятельности в сфере социально-ориентированного инвестирования.

Попытка в данном направлении сделана в июле 2019 г.: подписаны поправки к федеральному закону от 24.07.2007 № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации». Законопроект, инициированный Минэкономразвития России, разработан во исполнение поручения президента Российской Федерации по итогам встречи с представителями социально-ориентированных, благотворительных организаций и волонтерского движения летом 2017 г.

Статья 3 федерального закона № 209 вводит важное для сферы социально-ориентированного инвестирования определения:

«7. социальное предпринимательство - предпринимательская деятельность, направленная на достижение общественно полезных целей, способствующая решению социальных проблем граждан и общества и осуществляемая в соответствии с условиями, предусмотренными частью 1 статьи 24.1 настоящего Федерального закона;

8. социальное предприятие - субъект малого или среднего предпринимательства, осуществляющий деятельность в сфере социального предпринимательства» [8].

Однако стоит отметить, что в 209-ФЗ в части общей государственной политики слабо проработан акцент на социальное предпринимательство. Статья 6 209-ФЗ выделяет следующие основные цели государственной политики в области развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации:

«2. Основными целями государственной политики в области развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации являются:

- 1) развитие субъектов малого и среднего предпринимательства в целях формирования конкурентной среды в экономике Российской Федерации;
- 2) обеспечение благоприятных условий для развития субъектов малого и среднего предпринимательства;
- 3) обеспечение конкурентоспособности субъектов малого и среднего предпринимательства;
- 4) оказание содействия субъектам малого и среднего предпринимательства в продвижении производимых ими товаров (работ, услуг), результатов интеллектуальной деятельности на рынок Российской Федерации и рынки иностранных государств;
- 5) увеличение количества субъектов малого и среднего предпринимательства;
- 6) обеспечение занятости населения и развитие самозанятости;
- 7) увеличение доли производимых субъектами малого и среднего предпринимательства товаров (работ, услуг) в объеме валового внутреннего продукта;
- 8) увеличение доли уплаченных субъектами малого и среднего предпринимательства налогов в налоговых доходах федерального бюджета, бюджетов субъектов Российской Федерации и местных бюджетов.» [8].

Можно сделать вывод, что развитие социального предпринимательства не является одной из основных целей государственной политики, хотя в 209-ФЗ и добавлены определения и статьи, касающиеся социального предпринимательства. Основание для нормативно-правового регулирования развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации представлены в статье 7 209-ФЗ ниже. Среди них также не наблюдается четко сформулированный акцент или фактор социального предпринимательства.

«Статья 7. Особенности нормативно-правового регулирования развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации

В целях реализации государственной политики в области развития малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации федеральными

законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации могут предусматриваться следующие меры:

1) специальные налоговые режимы, упрощенные правила ведения налогового учета, упрощенные формы налоговых деклараций по отдельным налогам и сборам для малых предприятий;

2) упрощенные способы ведения бухгалтерского учета, включая упрощенную бухгалтерскую (финансовую) отчетность, и упрощенный порядок ведения кассовых операций для малых предприятий;

(п. 2 в ред. Федерального закона от 02.07.2013 № 144-ФЗ)

3) упрощенный порядок составления субъектами малого и среднего предпринимательства статистической отчетности;

4) льготный порядок расчетов за приватизированное субъектами малого и среднего предпринимательства государственное и муниципальное имущество;

5) особенности участия субъектов малого предпринимательства в качестве поставщиков (исполнителей, подрядчиков) в осуществлении закупок товаров, работ, услуг для государственных и муниципальных нужд, а также особенности участия субъектов малого и среднего предпринимательства в закупках товаров, работ, услуг отдельными видами юридических лиц;

6) меры по обеспечению прав и законных интересов субъектов малого и среднего предпринимательства при осуществлении государственного контроля (надзора);

7) меры по обеспечению финансовой поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства, организаций, образующих инфраструктуру поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства;

8) меры по развитию инфраструктуры поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства;

9) иные направленные на обеспечение реализации целей и принципов настоящего Федерального закона меры» [8].

Вместе с тем федеральный закон предоставляет органам государственной власти и местного самоуправления полномочия оказывать субъектам социального предпринимательства поддержку — инфраструктурную, имущественную, финансовую, информационную, в сфере профессионального обучения, в развитии межрегионального сотрудничества и так далее, что прописано в статье 16 209-ФЗ.

«Статья 16. Формы, условия и порядок поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства

1. Поддержка субъектов малого и среднего предпринимательства и организаций, образующих инфраструктуру поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства, включает в себя финансовую, в том числе гарантийную, имущественную, информационную, консультационную поддержку таких субъектов и организаций, поддержку в области подготовки, переподготовки и повышения квалификации их работников, поддержку в области инноваций и промышленного производства, ремесленничества, поддержку субъектов малого и среднего предпринимательства, осуществляющих внешнеэкономическую деятельность, поддержку субъектов малого и среднего предпринимательства, осуществляющих сельскохозяйственную деятельность» [8].

Добавлена отдельная статья 24.1 «Поддержка субъектов малого и среднего предпринимательства, осуществляющих деятельность в сфере социального предпринимательства. Детальный анализ статьи 24.1, показывает, что разработаны критерии, сферы и формы поддержки государственными органами деятельности в сфере социального предпринимательства. Однако за официальным признанием того, что предприятия могут быть «социальными» по регламентированным критериям 209-ФЗ, не последовало более детальной проработки в части организационно-правовой формы, а также в части специальных налоговых режимов.

Статья 18 Налогового кодекса Российской Федерации предусматривает следующие специальные налоговые режимы:

«1. Специальные налоговые режимы устанавливаются настоящим Кодексом и применяются в случаях и порядке, которые предусмотрены настоящим Кодексом и иными актами законодательства о налогах и сборах. Специальные налоговые режимы могут быть установлены также федеральными законами, принятыми в соответствии с настоящим Кодексом, предусматривающими проведение экспериментов по установлению специальных налоговых режимов.

Специальные налоговые режимы могут предусматривать особый порядок определения элементов налогообложения, а также освобождение от обязанности по уплате отдельных налогов и сборов, предусмотренных статьями 13-15 настоящего Кодекса.

2. К специальным налоговым режимам относятся:

- 1) система налогообложения для сельскохозяйственных товаропроизводителей (единый сельскохозяйственный налог);
- 2) упрощенная система налогообложения;
- 3) система налогообложения в виде единого налога на вмененный доход для отдельных видов деятельности;
- 4) система налогообложения при выполнении соглашений о разделе продукции;
- 5) патентная система налогообложения;
- 6) налог на профессиональный доход (в порядке эксперимента).

Таким образом, на сегодняшний день в Российской Федерации не существует специальных налоговых режимов для социально-ориентированных инвесторов и социальных предпринимателей. В качестве предпосылки для создания и дальнейшего усовершенствования специальных налоговых режимов для социально-ориентированных инвесторов, Налоговый кодекс Российской Федерации предусматривает социальные налоговые вычеты.

«НК РФ Статья 219. Социальные налоговые вычеты

1. При определении размера налоговой базы в соответствии с пунктом 3 статьи 210 настоящего Кодекса налогоплательщик имеет право на получение следующих социальных налоговых вычетов:

1) в сумме доходов, перечисляемых налогоплательщиком в виде пожертвований:

благотворительным организациям;

социально-ориентированным некоммерческим организациям на осуществление ими деятельности, предусмотренной законодательством Российской Федерации о некоммерческих организациях;

некоммерческим организациям, осуществляющим деятельность в области науки, культуры, физической культуры и спорта (за исключением профессионального спорта), образования, просвещения, здравоохранения, защиты прав и свобод человека и гражданина, социальной и правовой поддержки и защиты граждан, содействия защите граждан от чрезвычайных ситуаций, охраны окружающей среды и защиты животных;

религиозным организациям на осуществление ими уставной деятельности;

некоммерческим организациям на формирование или пополнение целевого капитала, которые осуществляются в порядке, установленном Федеральным законом от 30 декабря 2006 г. № 275-ФЗ О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций...».

Однако социальные вычеты предусмотрены только для физических лиц, а не для социальных предприятий, то есть коммерческих предприятий с социальным аспектом, что также является областью для дальнейшего совершенствования.

Понятие инструмента «социальная облигация», уже широко используемого за рубежом и пока не распространенного на российском рынке, также не сформулировано в Гражданском Кодексе Российской Федерации. Стоит отметить, что существует попытка дать определение в

законодательстве, однако не существует конкретной формулировки. В Распоряжении Правительства Российской Федерации от 31.01.2019 № 117-р «Об утверждении Концепции повышения эффективности бюджетных расходов в 2019 - 2024 годах» [10] в разделе «VIII. Повышение эффективности и качества оказания государственных услуг в социальной сфере» указано:

«Новые инструменты финансирования государственных (муниципальных) услуг должны быть направлены на финансирование предстоящих расходов поставщиков услуг. Такие инструменты предполагают привлечение средств частных инвесторов на решение социальных задач, а средства из бюджета бюджетной системы Российской Федерации предоставляются только после достижения социально значимого эффекта. При этом поставщик услуг получает финансирование на реализацию проекта заблаговременно.

Публично-правовое образование будет определять:

- 1) размер возмещения за счет средств соответствующего бюджета затрат на реализацию проекта;
- 2) ожидаемые социальные эффекты и единицы их измерения;
- 3) требования к паспорту проекта.

Оператор социального проекта осуществляет расчет экономической составляющей (стоимость, окупаемость, доходность инвестора и др.), применяет один из финансовых механизмов сбора средств, предоставляемых инвесторами, проводит конкурентный отбор исполнителей услуг, готовит паспорт проекта, осуществляет расчеты с исполнителями услуг и инвесторами по завершении проекта.

При таком подходе инвесторы будут предоставлять средства оператору проекта и получать выплаты в случае достижения положительных результатов, а исполнители услуг - оказывать услуги целевой группе согласно требуемым показателям, представляя оперативную, ежеквартальную, ежегодную отчетность оператору и другим заинтересованным участникам в зависимости от схемы реализации проекта.

Внедрение новых инструментов целесообразно проводить после проведения пилотной апробации в ряде субъектов Российской Федерации по отдельным государственным (муниципальным) услугам и группам потребителей услуг, привлекая к этой апробации созданные в России институты развития».

Проведенный анализ нормативно-правовой базы показал, что в российском законодательстве существуют пробелы, касающиеся финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования. С учетом российской специфики, предлагаются следующие нововведения и поправки в российское законодательство:

1) добавление новой организационно-правовой формы юридического лица в Гражданский кодекс Российской Федерации – социального предприятия, которое сочетает в себе коммерческий и некоммерческий элементы. Новая форма юридического лица может обладать как минимум следующими признаками:

- организация может привлекать средства (в том числе благотворительные) на реализацию своей миссии как НКО;
- все активы такой компании, а также полученная прибыль должны оставаться внутри компании и использоваться в ее интересах;
- запрет на передачу активов, ограничение размера дивидендов, которые могут выплачиваться акционерам (собственникам);

2) создание специальной системы налогообложения и внесение соответствующего дополнения в Налоговый кодекс Российской Федерации для социальных предприятий, которая может иметь следующие особенности:

- за основу может быть взят один или несколько существующих специальных налоговых режимов;
- возможность применения социального налогового вычета социальными предприятиями согласно статье 219 Налоговый кодекс Российской Федерации;

– возможность применения физическими лицами-инвесторами социального налогового вычета по средствам, предоставленным социальным предприятиям;

– возможность применения нулевой ставки налога на прибыль в течение первых лет существования социального предприятия;

3) добавление в Гражданский кодекс Российской Федерации, Глава 9 «Сделки» понятия нового финансового инструмента – «социальная облигация». Например, госкорпорация ВЭБ.РФ предложила следующее определение: «SIB – social impact bond – облигации социального воздействия – это финансовый инструмент, подразумевающий многосторонний контракт между государством, инвестором (организатором) и исполнителем социальной услуги, где оплата осуществляется только после достижения социального эффекта» [94]; данное определение также применяется, хотя и не прописано, в рамках Положения об организации проведения субъектами Российской Федерации в 2019 - 2024 годов пилотной апробации проектов социального воздействия [9].

3.3 Рекомендации по совершенствованию финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования

ВЭБ.РФ является рекомендованным оператором социально значимых проектов согласно Постановлению Правительства Российской Федерации от 21.11.2019 № 1491 «Об организации проведения субъектами Российской Федерации в 2019 - 2024 годах пилотной апробации проектов социального воздействия» [9].

«Оператор проекта - российское юридическое лицо, осуществляющее консультационное сопровождение, мониторинг реализации проекта, обеспечивающее проведение независимой оценки достижения социального эффекта, проводящее проверку соблюдения условий и целей реализации заключенного между уполномоченным органом и организатором проекта

соглашения о предоставлении гранта (далее - соглашение о предоставлении гранта)», - гласит вышеуказанное Постановление Правительства Российской Федерации.

Как оператор проекта, ВЭБ.РФ совместно с государственными органами (федеральными и региональными), институциональными инвесторами и бизнесом начал разрабатывать элементы системы по проектам в сфере социально-ориентированного инвестирования (или как указано в Постановлении – по проектам социального воздействия).

На наш взгляд, система организации и финансирования должна объединять параллельно несколько взаимосвязанных подсистем и элементов:

- 1) параметры проекта;
- 2) стейкхолдеры и их взаимодействие;
- 3) система договорных отношений;
- 4) расчет затрат;
- 5) предпроектная стадия;
- 6) схема денежных потоков;
- 7) реализация и сопровождение проекта.

Параметры проекта в сфере социально-ориентированного инвестирования включают в себя следующие основные элементы:

- бенефициары («соответствующее определенным в паспорте проекта критериям физическое лицо, в интересах которого реализуется проект») [9];
- срок проекта;
- целевой показатель, «характеризующий достижение социального эффекта (указывается наименование социального эффекта, а также базис сравнения для измерения достижения целевого показателя социального эффекта, например, изменение по сравнению со средним сложившимся значением показателя, указывается единица измерения социального эффекта, а также числовое значение данного эффекта и так далее)» [9];

- социальный эффект;
- экономический и финансовый эффект.

В свою очередь стейкхолдеры социально-ориентированного проекта подразделяются на [35]:

- социальные бенефициары – те, для кого осуществляется проект;
- исполнитель – «российское юридическое лицо, либо, если иное не установлено федеральными законами, индивидуальный предприниматель, физическое лицо, не зарегистрированное в качестве индивидуального предпринимателя, осуществляющее реализацию проекта» [9], иными словами тот, кто реализует проект;

- организатор (инвестор) – «российское юридическое лицо, индивидуальный предприниматель, которые осуществляют привлечение одного или нескольких исполнителей (при необходимости) и предоставляют исполнителям средства на реализацию проекта» [9] то есть тот, на чьи деньги реализуется проект;

- уполномоченный орган (заказчик) – «орган государственной власти субъекта Российской Федерации, до которого в соответствии с бюджетным законодательством Российской Федерации как до получателя бюджетных средств доведены в установленном порядке лимиты бюджетных обязательств на предоставление грантов на соответствующий финансовый год (соответствующий финансовый год и плановый период), который подписывает соглашение о предоставлении гранта, по инициативе которого прекращается действие соглашения о предоставлении гранта, который обеспечивает проведение мониторинга реализации проекта и проверки соблюдения условий и целей реализации соглашения о предоставлении гранта» [9], а также платит за достижение установленного результата (социального эффекта);

- оператор проекта;

–независимый оценщик, деятельность которого направлена «на установление факта достижения или недостижения социального эффекта по итогам реализации проекта» [9].

Стоит отметить, следующие особенности данной схемы: первоначально является уполномоченный орган и соглашение о предоставлении гранта на реализацию проекта, сам грант предоставляется уполномоченным органом только при достижении установленного для проекта социально значимого эффекта [9], что и является формой реализации нового финансового инструмента социально-ориентированного инвестирования – социальной облигации (облигации социального воздействия).

Предпроектная стадия может представлять собой следующую последовательность действия:

- 1) подписание соглашений;
- 2) разработка и принятие нормативных актов;
- 3) расчет объема грантов;
- 4) финансовая модель;
- 5) дизайн проекта (план мероприятий);
- 6) определение социального эффекта;
- 7) дорожная карта;
- 8) создание рабочей группы.

Движение денежных средств в данном случае отражает функционирование финансового инструмента - социальной облигации. Инвестор, финансирующий проект, а также оператор проекта имеют право на возмещение затрат и инвестиций по социально-ориентированному проекту только при достижении социального эффекта, подтвержденного независимым экспертом-оценщиком.

Таким образом, у предлагаемого финансового инструмента – социальной облигации – наблюдаются следующие особенности:

– действие регламентировано Постановлением Правительства Российской Федерации;

- учитывает существенное присутствие государства и государственных органов в социально-ориентированном проекте;
- в широком смысле реализуется инструмент только социальной облигации;
- наблюдается отсутствие шага по созданию отдельного юридического лица для реализации социально-ориентированного проекта;
- социальная облигация в рамках данного подхода (облигация социального воздействия) – сложный, многоуровневый и внебиржевой инструмент финансирования социально значимых проектов.

Вышеуказанные особенности вместе с ранее выявленными областями совершенствования финансового инструментария социально ориентированного инвестирования рассмотрены в рамках прикладных рекомендаций далее.

Дополнительно разработано решение, которое позволит использовать уже имеющийся торгуемый биржевой финансовый инструментарий (социальные облигации, зеленые облигации, облигации развития) – для результативного социально-ориентированного инвестирования. Суть данного решения заключается в создании нового структурного финансового инструмента. Для него предложено следующее название – структурные импакт-ноты.

Данный структурный финансовый инструмент предназначен в первую очередь для эмиссии компаниями и состоит из следующих элементов:

- 1) базисный актив - импакт-облигация (зеленая облигация, социальная облигация, облигация развития) со скором обращения, датой погашения, купонным доходом;
- 2) опцион на конвертацию облигации в акционерный капитал компании (далее – конверт-опцион);
- 3) опцион на досрочное погашение и получение дополнительного дохода-премии (далее – пут-опцион).

Предлагаемый опцион на конвертацию может быть реализован при выполнении одного следующих условий (далее – событие конвертации):

- возникновение события дефолта облигации (отсутствие или задержка на срок более 10 дней по выплате купона и/или погашения импакт-облигации);
- достижение рыночной цены импакт-облигации ценового уровня ниже 80% от номинала;
- установление факта нецелевого использования средств, привлеченным эмитентом посредством выпуска импакт-облигации.

При этом, предлагаемая конвертация импакт-облигации в акционерный капитал компании-эмитента производится по следующей формуле (1)

$$P_s = \frac{1}{P_b}, \quad (1)$$

где P_s – рыночная стоимость акционерного капитала;

P_b – рыночная стоимость импакт-облигации на дату события конвертации.

Для примера, при номинале импакт-облигации 1000 руб. и рыночной стоимости 80% на дату события дефолта, кредитор, реализовавший опцион, получит 1250 руб. акционерного капитала компании-эмитента.

Предлагаемый пут-опцион на досрочное погашение и получение дополнительного дохода может быть исполнен при возникновении следующего события: достижение рыночной цены импакт-облигации ценового уровня выше 110% от номинала (далее – событие премии);

При этом, дополнительный доход (премия), помимо купонного дохода и погашения номинала, рассчитывается по формуле (2)

$$I = P_{bi} - N, \quad (2)$$

где I – дополнительный доход при реализации пут-опциона;

P_{bi} – рыночная стоимость импакт-облигации на дату события премии;

N – номинал импакт-облигации.

Вышеуказанные опционы в рамках структурной импакт-ноты предоставляют следующие возможности для кредиторов (держателей) импакт-облигаций:

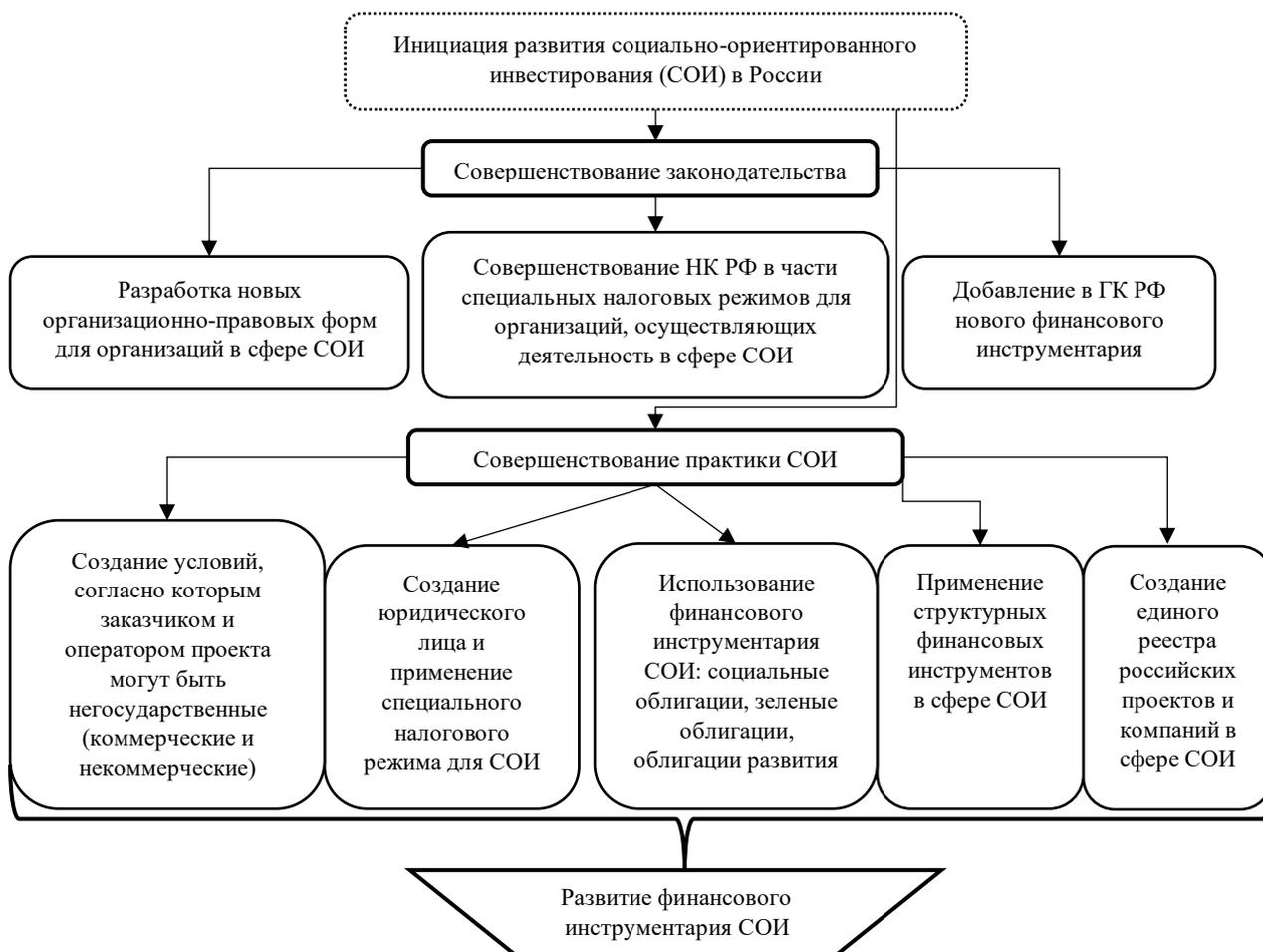
- 1) хеджирование риска возможных потерь;
- 2) возможность участия в акционерном капитале компании-эмитента (получение дивидендного дохода, участие в голосовании акционеров и иные права акционеров);
- 3) возможность реализации (продажи) сконвертированных акций для возврата инвестированного капитала;
- 4) возможность получения сверхдоходов.

При этом, для компании-эмитента конверт-опцион и пут-опцион являются:

- 1) дополнительным фактором привлечения средств инвесторов для реализации социально-ориентированного проекта;
- 2) стимулом для целенаправленного расходования средств кредиторов;
- 3) бенчмарком настроения инвесторов на финансовом рынке.

Также, на основе выявленного ранее отсутствия качественной единой статистической информации о проектах и компаниях, осуществляющих деятельность в сфере социально-ориентированного инвестирования, предлагается создание единого реестра российских проектов и компаний в сфере социально-ориентированного инвестирования для целей накопления всесторонней финансовой и нефинансовой информации, формирования статистики, анализа данных для развития финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования.

Разработанные предложения, рассмотренные выше, вместе с ранее выявленными особенностями финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования учтены и внедрены в систему прикладных рекомендаций, представленную на рисунке 19.



Источник: составлено автором.

Рисунок 19 – Прикладные рекомендации по развитию финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования в России

Таким образом, в ходе данного исследования выявлены и предложены следующие области и действия для развития финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования в России:

- 1) добавление новой организационно-правовой формы юридического лица;
- 2) создание специальной системы налогообложения;
- 3) законодательное определение и разработка новых финансовых инструментов.

Помимо этого, предлагаются следующие шаги при осуществлении социально-ориентированного инвестирования:

- 1) усовершенствование цепочки договоров по проектам социального воздействия, чтобы потенциальным заказчиком, а также оператором проекта могли быть негосударственные (коммерческие либо некоммерческие) организации, которые могут проходить необходимое лицензирование/сертификацию для осуществления деятельности заказчика и оператора проекта в сфере социально-ориентированного инвестирования;
- 2) создание отдельного юридического лица для проекта;
- 3) использование различного рода финансового инструментария для финансирования компаний и проектов в сфере социально-ориентированного инвестирования (социальные облигации, зеленые облигации, смешанное финансирование);
- 4) создание структурных финансовых импакт-инструментов с использованием деривативов для привлечения средств инвесторов в проекты и компании в сфере социально-ориентированного инвестирования;
- 5) создание единого реестра российских проектов и компаний в сфере социально-ориентированного инвестирования.

Заключение

В процессе выполнения исследования на тему «Развитие финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования», имеющего существенное значение для развития теории и практики социально-ориентированного инвестирования; совершенствования финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования; повышения результативности использования финансового инструментария в сфере социально-ориентированного инвестирования; разработки процедур социально-ориентированного инвестирования и разработке практических рекомендаций по совершенствованию финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования получены следующие основные результаты.

Анализ теоретических аспектов современного состояния социально-ориентированного инвестирования показал, что как западными, так и отечественными учеными доминирующей концепцией социально-ориентированного инвестирования признается концепция *impact investing* (социально преобразующее инвестирование, импакт-инвестирование, инвестиции социального воздействия) – новый вид инвестиционной деятельности, возникший и активно развивающийся последние два десятилетия во всем мире. Термин *impact investing* возник в ходе серии обсуждений с группой инвесторов, связанных с фондом Рокфеллера (Rockefeller Foundation), которые проводил Э. Багг-Левин в 2007 году. Кроме того, альтернативная группа инвесторов обсуждала данный подход на встрече инвесторов и меценатов в 2008 году в Белладжио, Италия.

В процессе исследования установлено отсутствие целостного подхода в понимании ключевых особенностей, характеристики и признаков социально-ориентированного инвестирования, что позволило систематизировать полученные теоретические результаты. В ходе исследования выявлены и сформулированы ключевые отличия

социально-ориентированного инвестирования от иных видов инвестирования - стремление к достижению двойной цели: финансовой и социальной; равнозначное значение финансовой и социальной цели; создание интегрированной стоимости; активная роль заинтересованных хозяйствующих субъектов; подготовка специализированного персонала; развитие специализированной системы оценки инвестиций; новые формы взаимодействия инвесторов и предпринимателей; новые виды финансового инструментария.

Кроме того, разработана концептуально новая система принципов социально-ориентированного инвестирования:

- 1) окупаемости: возврат инвестиций и получение дохода;
- 2) оплаты за результат: выплата дохода на инвестиции производится в объеме, соответствующему достигнутому результату;
- 3) нацеленности на социальный результат: организация намеренно фокусирует внимание на создании положительного социального и экологического результата;
- 4) измерения воздействия: социального и экологического;
- 5) дополнения: выбор отрасли и проекта для инвестиций должен определяться неспособностью и непривлекательностью проекта к получению финансовых ресурсов;
- 6) новаторства в комбинировании экономических и социальных ресурсов для решения социальных проблем.

Изучение работ российских и зарубежных ученых относительно финансового инструментария, используемого в сфере социально-ориентированного инвестирования, позволило выявить то, что финансовый инструментарий социально-ориентированного инвестирования является перспективной областью для научных исследований. Это обусловлено спецификой социально-ориентированного инвестирования, а также слаборазвитой базой данных по выбору и применению финансового инструментария в реализации социально-ориентированных проектов.

В работе разработана качественно новая классификация финансовых инструментов и их характеристик исходя из традиционного и нетрадиционного подходов к финансовому инструментарию социально-ориентированного инвестирования.

Несмотря на отсутствие обширных исследований финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования, по результатам исследования выделено уникальное, присущее исключительно социально-ориентированному инвестированию сочетание характеристик финансового инструментария: использование традиционного (уставный капитал, заемный капитал) и нетрадиционного (облигации социального воздействия) финансового инструментария; появление и развитие нового финансового инструментария (облигации развития, зеленые облигации), характерного только для социально-ориентированного инвестирования; использование финансового инжиниринга; смешанное финансирование социальных предприятий; появление и внедрение финансовых инноваций в процессе социально-ориентированного инвестирования; финансовое структурирование с распределением риска, доходности, финансовой и социальной выгоды по типу инвесторов и иных заинтересованных сторон.

По результатам анализа разработана качественно новая классификация финансовых инструментов и их характеристики исходя из традиционного и нетрадиционного подходов к финансовому инструментарию социально-ориентированного инвестирования.

Проанализирован эмпирический материал зарубежных и отечественных ученых-экономистов, материалы Фонда региональных социальных программ «Наше Будущее», государственной корпорации развития ВЭБ.РФ, Глобальной сети преобразующего инвестирования (Global Impact Investing Network, GIIN), крупнейших мировых инвестиционных банков Credit Suisse, Goldman Sachs, Morgan Stanley, UBS, по результатам анализа которого решена задача по выявлению особенностей применения финансового инструментария в

практике социально-ориентированного инвестирования за рубежом и в России.

Во второй главе работы проведен анализ опыта западных государств в сфере социально-ориентированного инвестирования, который позволяет сделать вывод о том, что распространение социально-ориентированного инвестирования привело зарубежные страны к:

- 1) созданию новых организационно-правовых форм для предприятий, осуществляющих социально-ориентированное инвестирование;
- 2) применению специальных налоговых режимов социальными предприятиями;
- 3) появлению нового финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования;
- 4) развитию финансово-организационной инфраструктуры социально-ориентированного инвестирования.

Анализ развития социально-ориентированного инвестирования в России показал, что большинство российских социальных предпринимателей считает наиболее важными признаками деятельности в сфере социально-ориентированного инвестирования:

- 1) использование подходов прибыльного бизнеса;
- 2) первенство социальной миссии над коммерцией;
- 3) обеспечение финансовой эффективности и конкурентоспособности: инновационность, новаторство в комбинировании экономических и социальных ресурсов для решения социальных проблем.

В связи с выявленной спецификой социально-ориентированного инвестирования, в исследовании предложены критерии оценки результативности финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования:

- 1) организационно-правовая форма субъектов социально-ориентированных инвестиций;

- 2) выбор финансового инструмента - формы финансирования социальных инвестиций;
- 3) объем инвестиций по вложениям;
- 4) срок окупаемости инвестиций;
- 5) затраты на привлеченное финансирование;
- 6) доходность инвестиций;
- 7) волатильность и риск потерь;
- 8) социальное воздействие.

На основе данных критериев оценки результативности финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования разработан и апробирован интегральный показатель оценки результативности как отдельного социально ориентированного проекта, так и портфеля данных проектов.

В третьей главе исследования на основе выявленных ключевых особенностей функционирования и применения финансового инструментария в практике социально-ориентированного инвестирования за рубежом и в России, разработан вариант интегрированной модели социально-ориентированного инвестирования, включающей в себя взаимодействие государства и финансовых посредников с социально-ориентированными инвесторами и социальными предпринимателями; разработку нормативно-правовых актов для деятельности в сфере социально-ориентированного инвестирования; сочетание целей достижения положительного социального и/или экологического эффекта и получения прибыли; измерение и оценку воздействия (социального и/или экологического); варьируемость финансового результата.

Модель социально-ориентированного инвестирования содержит как социальные (или экологические) цели и задачи, так и ожидаемые финансовые результаты. Через прямое и портфельное инвестирование инвестор покупает акции социальных предприятий, социально-преобразующих фондов,

инвестирует средства в социально-ориентированные финансовые инструменты, в том числе в облигации социального воздействия, предоставляет венчурное и заемное финансирование. Анализ практики реализации социально-ориентированных инвестиционных проектов за рубежом показал, что доходность социально-ориентированного инвестирования близка к рыночной доходности; она является следствием доходности разнообразных активов социального предприятия. В исследовании выявлено появление нового типа организаций – социальных предприятий – которые реализуют социальную миссию, закрепленную в качестве цели осуществления деятельности, концентрируются на обслуживании интересов различных стейкхолдеров, а также стремятся к получению прибыли.

По результатам исследования решена задача по предложению основных направлений развития финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования:

- применение и развитие существующих форм финансирования социальных инвестиций;
- законодательное закрепление предложенных новых форм финансирования;
- оценка результативности используемого финансового инструментария по предложенным критериям;
- использование структурных финансовых инструментов для финансирования социально-ориентированных проектов и компаний;
- создание единого реестра российских проектов и компаний в сфере социально-ориентированного инвестирования.

Вышеуказанные направления развития финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования конкретизированы в рекомендациях по совершенствованию законодательной среды в сфере социально-ориентированного инвестирования, в частности: добавление новой

организационно-правовой формы юридического лица в Гражданский кодекс Российской Федерации – социального предприятия, которое сочетает в себе коммерческий и некоммерческий элементы; создание специальной системы налогообложения для социальных предприятий и соответствующее дополнение в Налоговый кодекс Российской Федерации; добавление в Гражданский кодекс Российской Федерации, Глава 9 «Сделки» понятия нового финансового инструмента – «социальная облигация»; процедур по развитию финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования; разработке структурных финансовых инструментов с использованием деривативной составляющей; созданию единого реестра российских проектов и компаний в сфере социально-ориентированного инвестирования.

Таким образом, в исследовании разработаны теоретико-методические положения по совершенствованию финансового инструментария социально-ориентированного инвестирования и предложены практические рекомендации по его результативному использованию. Предложенные в исследовании положения и рекомендации могут быть использованы в своей деятельности руководством, собственниками и инвесторами компаний, а также широким кругом стейкхолдеров и иных субъектов социально-ориентированного инвестирования. Реализация теоретико-методических положений и практических рекомендаций позволит более результативно осуществлять процедуры социально-ориентированного инвестирования, а также измерять и оценивать полученные финансовые и социальные (экологические) результаты.

Список литературы

1. Конституция Российской Федерации (с учетом поправок, внесенных Законами Российской Федерации о поправках к Конституции Российской Федерации от 30.12.2008 № 6-ФКЗ, от 30.12.2008 № 7-ФКЗ, от 05.02.2014 № 2-ФКЗ, от 21.07.2014 № 11-ФКЗ) // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 03.05.2019).

2. Гражданский кодекс Российской Федерации : федеральный закон: [принят Государственной Думой 21 октября 1994 года № 51-ФЗ: по состоянию на 21 декабря 2021 года] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 25.12.2021).

3. Налоговый кодекс Российской Федерации : федеральный закон: [принят Государственной Думой 16 июля 1998 года № 146-ФЗ: по состоянию на 19 ноября 2021 года] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 25.11.2021).

4. Об акционерных обществах : федеральный закон: [принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года № 208-ФЗ: по состоянию на 24 февраля 2021 года] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 25.10.2021).

5. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг : федеральный закон: [принят Государственной Думой 12 февраля 1999 года № 46-ФЗ: по состоянию на 1 апреля 2020 года] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 07.05.2020).

6. О рынке ценных бумаг : федеральный закон: [принят Государственной Думой 20 марта 1996 года № 39-ФЗ: по состоянию на

27 декабря 2018 года] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 07.05.2019).

7. Об оценочной деятельности в Российской Федерации : федеральный закон: [принят Государственной Думой 16 июля 1998 года № 135-ФЗ: по состоянию на 31 июля 2020 года] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 10.11.2020).

8. О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации : федеральный закон: [принят Государственной Думой 6 июля 2007 года № 209-ФЗ: по состоянию на 02 июля 2021 года] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 09.09.2021).

9. Об организации проведения субъектами российской федерации в 2019-2024 годах пилотной апробации проектов социального воздействия [Постановление Правительства Российской Федерации от 21.11.2019 № 1491] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 24.11.2020).

10. Об утверждении Концепции повышения эффективности бюджетных расходов в 2019 - 2024 годах [Распоряжение Правительства Российской Федерации от 31.01.2019 № 117-р] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 24.11.2020).

11. Федеральные стандарты оценки, утвержденные Приказами Минэкономразвития России (ФСО № 1-11) // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 07.05.2019).

12. Об утверждении Положения о признании Международных стандартов финансовой отчетности и Разъяснений Международных стандартов финансовой отчетности для применения на территории

Российской Федерации [Постановление Правительства Российской Федерации от 25.02.2011 № 107 (редакция от 26.08.2013)] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 07.05.2019).

13. Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 10 «Консолидированная финансовая отчетность» [Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 07.05.2019).

14. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка» [Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н) (редакция от 11.07.2016)] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 07.05.2019).

15. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 32 «Финансовые инструменты: представление» [Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н) (редакция от 14.12.2020)] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 01.03.2021).

16. Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 9 «Финансовые инструменты» [Приказ Минфина России от 02.04.2013 № 36н) (редакция от 26.08.2015)] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://base.consultant.ru> (дата обращения: 07.05.2019).

17. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – Москва : Олимп-Бизнес, 2008. – 1008 с. – ISBN 978-5-9693-0354-6.

18. Бригхэм, Ю.Ф. Финансовый менеджмент / Ю.Ф. Бригхэм, Д.А. Хьюстон. – Санкт-Петербург : Питер, 2009. – 562 с. – ISBN 978-5-496-00117-5.

19. Ван Хорн, Д.К. Основы финансового менеджмента. / Д.К. Ван Хорн, Д.М. Вахович. — Москва : Вильямс, 2008. — 1232 с. — ISBN 978-5-8459-1943-4.

20. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. — Москва : Альпина Паблишер, 2021. — 1316 с. — ISBN 978-5-96-146286-9.

21. Ивашковская, И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стейкхолдерский подход: монография, 2-е издание, переработанное и дополненное / И.В. Ивашковская. — Москва : Инфра-М, 2020. — 320 с. — 1000 экз. — ISBN 978-5-16-006874-9.

22. Хотинская, Г.И. Корпоративный рост: методология измерения и управленческий инструментарий: финансовый аспект: монография / Г.И. Хотинская, Е.А. Каменева, О.Н. Лихачева [и др]. — Москва : Научные технологии, 2013. — 315 с. — 500 экз. — ISBN 978-5-4443-0036-7.

23. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. - Москва : Олимп-Бизнес, 2008. — 576 с. — ISBN 978-5-9693-0119-1.

24. Морозко, Н.И. Финансовый менеджмент: учебное пособие / Н.И. Морозко. — Москва : Инфра-М, 2020. - 224 с — ISBN 978-5-16-005786-6.

25. Брусов, П.Н. Современные корпоративные финансы и инвестиции : монография, 2-е издание, стереотипное / П.Н. Брусов, Т.В. Филатова, Н.П. Орехова. — Москва : КноРус, 2017. — 518 с. — 27 экз. — ISBN 978-5-406-04193-2.

26. Финансовая устойчивость организаций: теория и подходы к оценке (на примере ЖКХ России) : монография / под редакцией Е.А. Каменевой. - Москва : Научные технологии, 2013. — 165 с. — 500 экз. — ISBN 978-5-4443-0033-6.

27. Саламон, Л. Финансовый рычаг добра. Новые горизонты благотворительности и социального инвестирования / Л. Саламон, перевод с

английского. – Москва : Альпина Паблишер, 2016. – 174 с. – ISBN 978-5-9614-4957-0.

28. Хотинская, Г.И. Системные трансформации в макро- и микрофинансах: монография / Г.И. Хотинская, Л.И. Черникова. — Москва : Научные технологии, 2013. – 163 с. – 500 экз. - ISBN 978-5-4443-0017-6.

29. Шарп, У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли — Москва : Инфра-М, 2004 – 1028 с. - ISBN 978-5-86225-455-2.

30. Багг-Левин, Э. Социально преобразующие инвестиции. Как мы меняем мир и зарабатываем деньги / Э. Багг-Левин, Дж. Эмерсон – Москва : Российская политическая энциклопедия, 2017. – 272 с. - ISBN 978-5-8243-2063-3.

31. Елецких, Т. Финансовые технологии для достижения целей устойчивого развития: импакт-инвестирование / Т. Елецких, Н. Карканица // Банковский вестник. – Издательство: Национальный банк Республики Беларусь (Минск) – 2018. – с. 12-16. – ISSN отсутствует.

32. Голод, А. Инвестиции воздействия: особенности, состояние, перспективы развития / А. Голод // Банковский вестник. – Издательство: Национальный банк Республики Беларусь (Минск) – 2018. – с. 54-59. – ISSN отсутствует.

33. Мировой опыт развития импакт-инвестиций 2020 // Фонд региональных социальных программ «Наше будущее». – 2020. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: http://nb-forum.ru/uploads/images/documents/68_b2e13.pdf (дата обращения: 03.08.2020).

34. Импакт инвестиции: Россия и мировой опыт // Forbes – август 2019. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://www.nb-und.ru/upload/iblock/9c3/9c35c8724b16929ae229abceb993f34d.pdf> (дата обращения: 07.11.2020).

35. Проекты социального воздействия // ВЭБ.РФ – 2020. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://xn--90ab5f.xn-->

p1ai/files/?file=44e41cec2b3a69945a14099a262833be.pdf (дата обращения: 27.11.2020).

36. Wieland, O. Social impact investing as a new financial paradigm: trends and perspectives = Социальные инвестиции как новая финансовая парадигма: тенденции и перспективы / O. Wieland // Public administration and territorial development: new challenges and prospective. – 2015. – P. 77-91. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=32500307> (дата обращения: 23.06.2020).

37. Clarkin, J.E. Impact Investing: A Primer and Review of the Literature = Импакт-инвестирование: учебник для начинающих и обзор литературы / J.E. Clarkin, C.L. Cangioni // Enterprise Research Journal. – 2015. – P. 39. – Текст : электронный. – DOI 10.1515/erj-2014-0011. – URL: <https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/erj-2014-0011/html> (дата обращения: 23.06.2020).

38. Martin, M. Making Impact Investible = Инвестируемое влияние / M. Martin // Impact Economy Working Papers. – 2013. Volume 4. – P. 36. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.2272553. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2272553 (дата обращения: 23.06.2020).

39. O'Donohoe, N. Impact Investments An Emerging Assets Class = Импакт-инвестиции как новый класс активов / N. O'Donohoe, C. Leijonhufvud, Y. Saltuk // Global Research. New York : J.P. Morgan. – 2014. – P. 96. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.clanncredo.ie/docs/impact-investments-jp-morgan-2010-06082019-111307.pdf> (дата обращения: 23.06.2020).

40. Brandenburg, M. Impact Investing's Three Measurement Tools = Три инструмента измерения импакт-инвестиций / M. Brandenburg // Stanford Social Innovation Review. - 2012. – Текст : электронный. – DOI 10.48558/jxgj-3a30. – URL: http://ssir.org/articles/entry/impact_investings_three_measurement_tools (дата обращения: 03.05.2019).

41. GIIN. Data Driven: A Performance Analysis for the Impact Investing Industry = Управление данными: анализ эффективности для индустрии импакт-инвестирования // IRIS Data Report. New York, NY: Global Impact Investing Network. - 2011. – P. 32. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: http://www.thegiin.org/binary-data/Data_Driven_IRIS_report_final.pdf (дата обращения: 03.05.2019).

42. Cahill, G. Primer on Social Innovation: A Compendium of Definitions Developed by Organizations Around the World = Учебник по социальным инновациям: сборник определений, разработанных организациями по всему миру / G. Cahill // The Philanthropist. - 2010. - № 23. Volume 3. – P. 259–272. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.researchgate.net/profile/Geraldine-Cahill-2/publication/279692157_Primer_on_Social_Innovation_A_Compendium_of_Definitions_Developed_by_Organizations_Around_the_World/links/5f16ed29a6fdcc9626a4421a/Primer-on-Social-Innovation-A-Compendium-of-Definitions-Developed-by-Organizations-Around-the-World.pdf (дата обращения: 03.05.2019).

43. Alijania, S. Coping with impact investing antagonistic objectives: A multistakeholder approach = Преодоление противоречащих друг другу целей инвестирования воздействия: многосторонний подход / S. Alijania, C. Karyotis // Research in International Business and Finance. – 2019. - № 47. – P. 10–17. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.ribaf.2018.04.002. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531917306281> (дата обращения: 05.07.2020).

44. Di Domenico, M. Social bricolage: theorizing social value creation in social enterprises = Социальный бриколаж: теоретизирование создания социальной ценности в социальных предприятиях / M. Di Domenico, H. Haugh, P. Tracey // Entrepreneurship Theory and Practice. – 2010. - № 34 (4) – P. 681–703. – Текст : электронный. – DOI 10.1111/j.1540-6520.2010.00370.x. – URL: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6520.2010.00370.x> (дата обращения: 05.07.2020).

45. Peredo, A. M. Social entrepreneurship: A critical review of the concept = Социальное предпринимательство: критический обзор концепции / A.M. Peredo, M. McLean // *Journal of World Business*. – 2006. - № 41. – P. 56-65. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jwb.2005.10.007. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1090951605000751> (дата обращения: 05.07.2020).

46. Bugg-Levine, A. A New Approach To Funding Social Enterprises = Новый подход к финансированию социальных предприятий / A. Bugg-Levine, B. Kogut, N. Kulatnikova // *Harvard Business Review* January-February 2012. – 2012. – P. 7. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://philanthropynetwork.org/sites/default/files/7.%20A%20New%20Approach%20to%20Funding%20Social%20Enterprises.pdf> (дата обращения: 05.07.2020).

47. MICROFINANCE BAROMETER 2018 9th Edition // *Convergences Platform*. – 2018. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: http://www.convergences.org/wp-content/uploads/2018/09/BMF_2018_EN_VFINALE.pdf (дата обращения: 04.05.2019).

48. Rexhepi, G. The Architecture of Social Finance = Архитектура социальных финансов / G. Rexhepi // *Routledge Handbook of Social and Sustainable Finance*. – 2016. – P. 35-49. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: https://www.researchgate.net/publication/312593785_THE_ARCHITECTURE_OF_SOCIAL_FINANCE/link/5885487baca272b7b44a8925/download (дата обращения: 04.05.2019).

49. Howard, E. Challenges and opportunities in social finance in the UK = Вызовы и возможности социальных финансов в Соединенном Королевстве / E. Howard // *London, UK: Social Finance, Cicero Group*. – 2012. – P. 44. - Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <https://apsocialfinance.files.wordpress.com/2013/01/2012-challenges-opportunities-in-uk-sf.pdf> (дата обращения: 04.05.2019).

50. Cetina, K.K. The Oxford handbook of the sociology of finance = Оксфордский справочник по социологии финансов / K.K. Cetina, A. Preda

- New York : Oxford University Press, 2013. – 1001 p. – DOI 10.1093/oxfordhb/9780199590162.001.0001. – ISBN 978-0-199-59016-2.

51. Strandberg, C. Exploring new sources of investment for social transformation = Изучение новых источников инвестиций для социальных преобразований / C. Strandberg // Social Capital Market Roundtable. – 2006. - № 2. – P. 10. - Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <https://corostrandberg.com/wp-content/uploads/2006/12/21st-century-financing-tides-canada-fdn-social-capital-market-roundtable2.pdf> (дата обращения: 04.05.2019).

52. Myers, K. Can social finance improve the outcomes of employment and training programs? = Может ли социальное финансирование улучшить результаты программ трудоустройства и обучения? / К. Myers, N. Conte // Social Research and Demonstration Corporation. – 2013. – P. 47. - Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <https://www.srdc.org/media/199684/social-finance-paper.pdf> (дата обращения: 05.05.2019).

53. Shah, S. Understanding innovation funds, impact bonds, and impact investing = Понимание инновационных фондов, импакт-облигаций и импакт-инвестирования / S. Shah, K. Costa // Social finance: A primer. – 2013. – P. 19. - Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <https://cdn.americanprogress.org/wp-content/uploads/2013/11/SocialFinance-brief.pdf> (дата обращения: 05.05.2019).

54. Harnessing the power of social finance: Canadians respond to the national call for concepts for social finance = Использование возможностей социального финансирования: канадцы откликаются на национальный призыв к разработке концепций социального финансирования // Harnessing the PSF, Government of Canada. – 2013. – P. 29. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <http://www12.hrsdc.gc.ca/servlet/sgpp-pmps-pub?lang=eng&curjsp=p.5bd.2t.1.3ls@-eng.jsp&curactn=dwnld&pid=7401&did=1> (дата обращения: 06.06.2019).

55. Azemati, H. Social impact bonds: Lessons learned so far = Облигации социального воздействия: извлеченные уроки / H. Azemati, M. Belinsky, R. Gillette [и др.] // Community Development Investment Review. – 2014. – P. 23-33. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <https://www.frbsf.org/community-development/files/social-impact-bonds-lessons-learned.pdf> (дата обращения: 21.07.2019).

56. Wilson, K.E. New investment approaches for addressing social and economic challenges = Новые инвестиционные подходы для решения социальных и экономических задач / K.E. Wilson // OECD Science, Technology and Industry Policy Papers. - 2014. – № 15. – P. 41. – Текст : электронный. – DOI 0.1787/5jz2bz8g00jj-en. - URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/5jz2bz8g00jj-en.pdf?expires=1644153779&id=id&accname=guest&checksum=449171265EEAE4707A35CDAB001CE2C1> (дата обращения: 24.08.2019).

57. A new tool for scaling impact: How social impact bonds can mobilize private capital to advance social good = Новый инструмент для масштабирования воздействия: как облигации социального воздействия могут мобилизовать частный капитал для продвижения общественного блага // Social Finance Inc, Rockefeller Foundation. – 2012. – P. 32. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <https://www.socialfinance.org.uk/sites/default/files/publications/small.socialfinancewpsinglefinal.pdf> (дата обращения: 24.08.2019).

58. Kelly, M. The architecture of enterprise: Redesigning Ownership for a Great Transition = Архитектура предприятия: переосмысление собственности для великого перехода / M. Kelly // The Good Society. – 2013. - № 1. Volume 22. - P. 61-73. – Текст : электронный. – DOI 10.5325/goodsociety.22.1.0061. - URL: <https://scholarlypublishingcollective.org/psup/good-society/article-abstract/22/1/61/259025> (дата обращения: 24.01.2020).

59. Mair, J. Social entrepreneurship = Социальное предпринимательство / J. Mair, J. Robinson, K. Hockerts - New York: Palgrave Macmillan, 2006. – 280 p. - ISBN 978-1-349-54553-7.

60. Mair, J. Social entrepreneurs: Innovating towards sustainability = Социальные предприниматели: инновации на пути к устойчивому развитию / J. Mair, K. Ganly, E. Assadourian // State of the World 2010: Transforming cultures: From consumerism to sustainability. – 2010. – P. 103–109. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <http://blogs.worldwatch.org/transformingcultures/wp-content/uploads/2013/08/SOW10-final5.pdf> (дата обращения: 24.01.2020).

61. Harji, K. Redefining returns: social finance awareness and opportunities in the Canadian financial sector = Переосмысление доходов: осведомленность о социальных финансах и возможности в финансовом секторе Канады / K. Harji, A.Kjorven, S.Geobey, A.Weisz // Venture Deli. - 2012. – P. 41. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <http://jeromedowney.ca/wp-content/uploads/2013/02/Social-Finance.pdf> (дата обращения: 25.01.2020).

62. Miller, M. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares = Дивидендная политика, рост и оценка акций / M. Miller, F. Modigliani // Journal of Business. - 1961. - № 34. - P. 411–433. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <https://www.jstor.org/stable/2351143> (дата обращения: 25.01.2020).

63. Modigliani, F. The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment = Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций / F. Modigliani, M. Miller // American Economic Review. - 1958. - № 4. Volume 48. - P. 261-297. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <https://www.jstor.org/stable/1809766> (дата обращения: 25.01.2020).

64. Modigliani, F. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction = Корпоративный подоходный налог и стоимость капитала: корректировка / F. Modigliani, M. Miller // American Economic Review. - 1963. - № 3. Volume 53. - P. 433-443. – Текст : электронный.

– DOI отсутствует. - URL: <https://www.jstor.org/stable/1809167> (дата обращения: 25.01.2020).

65. Modigliani, F. Some estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry 1954–1957 = Некоторые оценки стоимости капитала для электроэнергетики в 1954-1957 годов / F. Modigliani, M. Miller // *American Economic Review*. - 1966. - № 3. Volume 56. - P. 333-391. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <https://www.jstor.org/stable/1823774> (дата обращения: 25.01.2020).

66. Myers, S. Capital Structure = Структура капитала / S. Myers // *Journal of Economic Perspectives*. - 2001. - № 2. Volume 15. - P. 81-102. – Текст : электронный. – DOI 10.1257/jep.15.2.81. - URL: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257/jep.15.2.81> (дата обращения: 25.01.2020).

67. 2019 Sustainability Report = Отчет об устойчивом развитии за 2019 г. // Morgan Stanley. – 2020. - P. 44. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/sustainability/Morgan-Stanley_2019-Sustainability-Report_Final.pdf (дата обращения: 03.08.2020).

68. Sustainable Reality = Реальность устойчивого развития // Morgan Stanley. – 2019. - P. 11. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-investing-offers-financial-performance-lowered-risk/Sustainable_Reality_Analyzing_Risk_and>Returns_of_Sustainable_Funds.pdf (дата обращения: 03.08.2020).

69. Annual Impact Investor Survey 2020. Tenth Edition. = Годовое исследование об импакт-инвесторах. Десятое издание// GIIN. – June 2020. – P. 104. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020.pdf> (дата обращения: 03.08.2020).

70. Roadmap for the Future of Impact Investing: Reshaping Financial Markets = Дорожная карта будущего импакт-инвестирования:

переформирование финансовых рынков // GIIN. – March 2020. – P. 84. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: https://thegiin.org/assets/GIIN_Roadmap%20for%20the%20Future%20of%20Impact%20Investing.pdf (дата обращения: 03.08.2020).

71. Sizing the Impact Investing Market = Измерение рынка импакт-инвестирования // GIIN. – April 2019. – P. 16. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: https://thegiin.org/assets/Sizing%20the%20Impact%20Investing%20Market_webfile.pdf (дата обращения: 05.08.2020).

72. 2018 Canadian Impact Investments Trends Report = Отчет о трендах в импакт-инвестировании Канады за 2018 г. // Responsible Investment association. – February 2019. – P.30. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: <https://www.riacanada.ca/content/uploads/2019/02/2018-Canadian-Impact-Investment-Trends-Report-1.pdf> (дата обращения: 06.08.2020).

73. Sustainable Debt. Global State of the Market 2020 = Устойчивый долг. Глобальное состояние рынка в 2020 г. // Climate Bond Initiative. – April 2021. – P.30. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. - URL: https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sd_sotm_2020_04d.pdf (дата обращения: 24.05.2021).

74. Сетевое издание «Информационный ресурс СПАРК» : сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. - URL: <http://www.spark-interfax.ru> (дата обращения: 12.05.2021). – Текст : электронный.

75. Портал рыночных данных о фондовом рынке : сайт. - URL: <http://stocks.investfunds.ru/> (дата обращения: 13.05.2021). – Текст : электронный.

76. Центральный банк Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. - URL: <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 26.05.2021). – Текст : электронный.

77. Стоимостная статистическая и аналитическая информация по развивающимся и развитым рынкам : сайт – URL: <http://www.damodaran.com> (дата обращения: 23.05.2021). – Текст : электронный.

78. Министерство финансов Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. - URL: <http://www.minfin.ru> (дата обращения: 24.05.2021). – Текст : электронный.

79. Министерство экономического развития Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. - URL: <http://www.economy.gov.ru> (дата обращения: 24.05.2021). – Текст : электронный.

80. Федеральная служба государственной статистики : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. - URL: <http://www.gks.ru/> (дата обращения: 22.05.2021). – Текст : электронный.

81. Форбс : информационное агентство: [сайт] – Москва, 2021. - Обновляется в течение суток. - URL: <http://www.forbes.ru/> (дата обращения: 24.05.2021). – Текст : электронный.

82. РосБизнесКонсалтинг : информационное агентство : [сайт] – Москва, 1995. - Обновляется в течение суток. - URL: <http://www.rbc.ru/> (дата обращения: 24.05.2021). – Текст : электронный.

83. РИА Новости : информационное агентство : [сайт] – Москва, 2014. - Обновляется в течение суток. - URL: <http://www.ria.ru/> (дата обращения: 26.05.2021). – Текст : электронный.

84. Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. - URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 23.05.2021). – Текст : электронный.

85. Портал финансовой информации на рынке долговых инструментов : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. - URL: <http://cbonds.ru/> (дата обращения: 24.05.2021). – Текст : электронный.

86. Группа компаний «Финам» : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. - URL: <http://www.finam.ru/> (дата обращения: 09.05.2021). – Текст : электронный.

87. Интернет-библиотека : сайт. – URL: <http://www.wikipedia.org> (дата обращения: 21.05.2021). – Текст : электронный.

88. Корпоративный менеджмент : сайт. – URL: www.cfin.ru. (дата обращения: 24.05.2021) . – Текст : электронный.
89. Глобальное сообщество импакт-инвесторов : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. - URL: <https://thegiin.org/> (дата обращения: 06.05.2021). – Текст : электронный.
90. О глобальном сообществе импакт-инвесторов : сайт. – URL: <https://thegiin.org/about/> (дата обращения: 21.05.2021). – Текст : электронный.
91. Портал социальных финансов : сайт. – URL: <https://sibdatabase.socialfinance.org.uk/> (дата обращения: 28.05.2021). – Текст : электронный.
92. Портал климатических облигаций : сайт. – URL: <https://www.climatebonds.net/> (дата обращения: 04.05.2021). – Текст : электронный.
93. ТАСС : информационное агентство России : сайт. – Москва, 1999. – Обновляется в течение суток. – URL: <http://tass.ru> (дата обращения: 05.05.2021). – Текст : электронный.
94. ВЭБ.РФ. Социальное финансирование : сайт. – URL: вэб.рф/ustojchivoe-razvitie/socialnoe-finansirovanie (дата обращения: 27.05.2021) . – Текст : электронный.
95. Сектор устойчивого роста Московской биржи : сайт. – URL: <https://www.moex.com/s3019> (дата обращения: 29.01.2022). – Текст : электронный.
96. Демянчук, Н.Н. Концепция социальных финансов: преобразующие инвестиции / Н.Н. Демянчук // Экономика и предпринимательство. – 2019. – № 4 (105). – С. 964-969. – ISSN 1999-2300.
97. Демянчук, Н.Н. Финансовый инструментарий преобразующих инвестиций / Н.Н. Демянчук // Экономика и предпринимательство. – 2020. – № 3 (116). – С. 758-761. – ISSN 1999-2300.
98. Демянчук, Н.Н. Состояние современного российского законодательства в области финансово-организационного механизма

социально ориентированного инвестирования / Н.Н. Демянчук // Экономика и предпринимательство. – 2020. – № 11 (124). – С. 1243-1246. – ISSN 1999-2300.

99. Демянчук, Н.Н. Интегрированная модель социально-ориентированного инвестирования / Н.Н. Демянчук // Modern Economy Success. – 2021. – № 2. – С. 34-40. – ISSN 2500-3747. – Текст: электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://mes-journal.ru/wp-content/uploads/2021/05/mes-2-2021.pdf> (дата обращения: 13.09.2021).

100. Schumpeter, J.A. Capitalism, socialism and democracy = Капитализм, социализм и демократия / J.A. Schumpeter. – London: Allen & Unwin, 1979. – 437 p. – ISBN 0-04-335032-1.

101. Schumpeter, J.A. The Theory of Economic Development = Теория экономического развития / J.A. Schumpeter. – Harvard Univ. Press., Cambridge, MA, 1934. – 255 p. – ISBN 978-0-6748-7990-4.

102. Теплова, Т.В. Корпоративные финансы. Часть 1 : учебник и практикум для академического бакалавриата / Т.В. Теплова. – Москва : Юрайт, 2018. – 390 с. – ISBN 978-5-534-05868-0.

103. Теплова, Т.В. Корпоративные финансы. Часть 2 : учебник и практикум для академического бакалавриата / Т.В. Теплова. – Москва : Юрайт, 2019. – 270 с. – ISBN 978-5-534-05871-0.

104. Официальный сайт Инновационного центра «Сколково» : сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. - URL: sk.ru (дата обращения: 08.08.2020). – Текст : электронный.

105. Обзор банковского сектора Российской Федерации. Статистические показатели : сайт. - URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/review/ (дата обращения: 21.03.2021). - Текст : электронный.

106. Зверева, Н.В. Инвестиционная деятельность : учебное пособие / Н.В. Зверева. – Москва : Научно-издательская группа Юркомпани, 2019. – 95 с. – ISBN 978-5-91677-021-6.

107. Ибрагимов, Р.Г. Корпоративные финансы. Финансовые решения и ценность фирмы : учебное пособие для бакалавриата и магистратуры / Р.Г. Ибрагимов. – Москва : Юрайт, 2018. – 184 с. – ISBN 978-5-534-02638-2.

108. Панов, М.М. Жизненный путь и цикл развития организации : практическое пособие / М.М. Панов. – Москва : ИНФРА-М, 2019. – 98 с. – ISBN 978-5-16-010903-9.

109. Гохберг, Л.М. Анализ инновационных режимов в российской экономике: методологические подходы и первые результаты / Л.М. Гохберг, Т.Е. Кузнецова, В.А. Рудь // Форсайт. – 2010. – № 3. Том 4. – С. 18–30. – ISSN 1995-459X.

110. Лосева, О.В. Концепция оценки человеческого капитала в инновационной экономике / О.В. Лосева // Вестник Финансового университета. – 2012. – № 5(71). – С. 2738. – ISSN 2221-1632.

111. Лосева, О.В. Методика качественной оценки человеческого интеллектуального капитала / О.В. Лосева // Вестник ИНЖЭКОНА. Серия : экономика. – 2011. – № 2. – С. 401-404. – ISSN 1995-4514.

112. Лосева, О.В. Методика оценки состояния и анализа динамики развития человеческого интеллектуального капитала в организации / О.В. Лосева // Известия Пензенского государственного педагогического университета им. В.Г. Белинского. – 2009. – № 2(16). – С. 75-81. – ISSN 1999-7116.

113. Лосева, О.В. Концепция оценки интеллектуального потенциала социальноэкономического субъекта как фактора повышения его инновационной активности / О.В. Лосева // Вестник Самарского государственного экономического университета. – 2015. – № 2 (124). – С. 102-108. – ISSN 1993-0453.

114. Лосева, О.В. Стоимостная оценка человеческого интеллектуального капитала организации / О.В. Лосева // Кадровик. – 2012. – № 2. – С. 61-69. – ISSN 2074-0107.

115. Лосева, О.В. Стоимость человеческого интеллектуального капитала как индикатор инновационной активности организации / О.В. Лосева // Организатор производства. – 2011. – № 2 (49). – С. 8186. – ISSN 1810-4894.

116. Федотова, М.А. Венчурное инвестирование как основополагающий фактор инновационного развития / М.А. Федотова // Век глобализации. – 2010. – № 2 (6). – С. 115-126. – ISSN 1994-9065.

117. Лукасевич, И.Я. Финансовый менеджмент : учебник / И.Я. Лукасевич. – 2-е издание. – Москва : Эксмо, 2010. – 768 с. – ISBN отсутствует.

118. Лукасевич, И.Я. Анализ денежных потоков как инструмент стратегического управления бизнесом / И.Я. Лукасевич // Финансы. – 2016. – № 7. – С. 47-51. – ISSN отсутствует.

119. Древинг, С.Р. Формирование эффективной системы стратегического финансового контроля коммерческой организацией / С.Р. Древинг, В.В. Луговкин // Российский экономический интернет-журнал. – 2016. - № 1. – С. 12. – ISSN отсутствует.

120. Древинг, С.Р. Нефинансовые факторы формирования стоимости в системе финансового контроля стратегии развития холдинга / С.Р. Древинг // Финансы: теория и практика. – 2018. - № 6. – С. 32. – ISSN отсутствует.

121. Хейфец, Б.А. Метаморфоза экономической глобализации / Б.А. Хейфец. – Москва : Институт экономики РАН, 2018. – 41 с. – ISBN 978-5-9940-0620-7.

122. Хейфец, Б.А. Новые экономические мегапартнерства и Россия : монография / Б.А. Хейфец. – Санкт-Петербург : Алетейя, 2019. – 288 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-9071-1565-1.

123. Investing.com : сайт. – URL: [www.https://ru.investing.com/](http://www.investing.com/) (дата обращения: 20.12.2021). – Текст : электронный.

124. База данных финансовой информации Bloomberg : сайт. – URL: <http://www.bloomberg.com/europe> (дата обращения: 25.12.2021). – Текст : электронный.