Замлелый, Артем Юрьевич. Финансирование устойчивых инвестиций : принципы, инструменты, оценка эффективности : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Замлелый Артем Юрьевич; [Место защиты: Моск. гос. ун-т экономики, статистики и информатики].- Москва, 2013.- 176 с.: ил. РГБ ОД, 61 13-8/1271

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Инвестиции, обеспечивая воспроизводственный процесс, обновление материально-технической базы производства, внедрение новых технологий, выступают одним из факторов экономического прогресса на макро-, мезо- и микроуровнях. В условиях современного рыночного хозяйства финансовый рынок, опосредующий распределение денежных средств между экономическими субъектами, существенно расширяет совокупность инструментов привлечения средств и финансирования инвестиций в реальный сектор экономики. Развитие отдельного предприятия и экономики в целом зависят как от объемов финансирования инвестиций, так и от эффективности этого процесса.

Продолжительность мирового экономического кризиса, масштаб его влияния и неудовлетворительная результативность предпринимаемых мировым сообществом превентивных мер, являются яркими индикаторами системной несостоятельности сложившейся модели финансирования инвестиций, предполагающей приоритет кратко- и среднесрочных целей в бизнес-процессах и спорадический учет социальных, экологических и других нефинансовых факторов при принятии инвестиционных решений. Данная модель продемонстрировала свою неспособность противостоять финансово-экономическим рискам глобализации, социальным потрясениям и экологическим катаклизмам.

В связи с этим для России актуально формирование нового подхода к финансированию инвестиций, учитывающего взаимодетерминированную связь между их финансовой и нефинансовой результативностью. Применение такого подхода предусматривается в рамках концепции устойчивого инвестирования (sustainable investing), предполагающей учет нефинансовых факторов при вложении средств с целью получения дополнительного финансового эффекта. Данная концепция получила широкую популярность среди как развитых (США, Канада, страны ЕС и др.), так и развивающихся стран (Бразилия, ЮАР, Тайвань, Индонезия и др.). Ряд международных организаций, среди которых ООН, Международная финансовая корпорация Группы организаций Мирового банка и ЕБРР, обеспечивают популяризацию данной концепции в мире. В настоящее время в России на государственном уровне предпринимается ряд мер по стимулированию развития устойчивого инвестирования: создана Российская инициатива по экологическим и социально ответственным инвестициям (РИЭСИ); в 2011 г. было анонсировано создание биржевого индекса устойчивых инвестиций биржей РТС и Московской школой управления «Сколково»; Внешэкономбанком организуется ежегодная международная конференция «Инвестиции в устойчивое развитие», в сентябре 2012 г. прошел Первый российский форум по социально ответственным и экологическим инвестициям и т.д.

Однако, в зарубежных публикациях нет единого взгляда на сущность, роль, эффективность, детерминанты развития и аналитический инструментарий устойчивого инвестирования. В российской науке эти вопросы практически не рассматриваются. Таким образом, проведение исследования теоретических и практических аспектов финансирования инвестиций с учетом нефинансовых факторов, реализуемого в рамках концепции устойчивого инвестирования, является актуальным.

Степень научной разработанности проблемы. При формировании теоретической и методологической базы исследования использовались научные труды в области теории инвестиций как зарубежных, так и отечественных ученых: Ф.Блэка, ЮБригхема, Е.Домара, ДжМКейнса, П.Ромера, Р.Солоу, Р.Харрода, ЕШварца, У.Шарпа, МШоулза, А.Е.Абрамова, В.СБарда, В.В.Бочарова, П.И.Вахрина, Н.Н.Вознесенской, Н.В.Городновой, Н.И.Лах- меткиной, И.В.Липсица, В.Ф.Максимовой, ЛАЧалдаевой и других.

Теоретическое обоснование источников и инструментов финансирования инвестиций представлено в трудах российских ученых И.Т.Балабанова, Н.И.Берзона, В.Е.Бочкова, И.И.Веретенниковой, В.В.Клевцова, Л.С.Леонтьевой, МАЛимитовского, С.В.Недвижай, О.П.Недоспасовой, АУ.Огоева, САОрехова, Г.С.Пановой, Д.В.Пятницкого, Н.В.Сморо- динской, Д.В.Темника, Э.С.Хазановича, Л.И.Юзвович, других.

Существенный вклад в исследование влияния нефинансовых факторов на результативность инвестиционной деятельности внесли: Т.Е.Христенсен, К.Е.Хьюз, Дж.Дервал, Р.Бауэр, Н.Гуенстер, Л.Хассель, О.Ричард, Б.П.С.Мурти, А.Ландьер, В.Б.Наир, В.М.Ань- шин, КББахтараева, П.В.Бойко, Т.Н.Бочкарева, И.И.Веретенникова, НА.Дмитриевская, Ю.В.Никитинская, А.В.Новичков, Д.В.Тузов, Л.А.Чалдаева и другие.

Вопросы оценки и анализа эффективности инвестиционных проектов отражены в трудах: Р.Брейли, АДамодарана, С.Майерса, У.Шарпа, МШоулза, В.М.Аскинадзи, Л.А.Баева, СА.Владимирова, В.В.Ковалева, МАЛимитовского, А.С.Пуряева, Т.В.Тепловой, А.Н.Ша- балина и др.

Исследование финансирования инвестиций с учетом нефинансовых факторов нашли широкое отражение в публикациях известных фирм (Deutsche Bank, KPMG,

PricewaterhouseCoopers и др.), некоммерческих организаций (Всемирный экономический форум, Европейский форум устойчивого инвестирования, Ассоциация устойчивого и ответственного инвестирования в Азии) и международных организаций (ООН, МФК, ЕБРР и др.).

Несмотря на наличие значительного числа научных работ, посвященных финансированию инвестиций с учетом нефинансовых факторов, в них обнаруживается терминологическая неоднородность и фрагментарность в части определения его принципов, инструментов и аналитического инструментария. В российской науке эти вопросы практически не рассмотрены. Вышеизложенное обусловило выбор темы диссертации, ее цель и основные задачи.

Цель исследования - теоретическое обоснование инструментария и методического аппарата финансирования устойчивых инвестиций и совершенствование оценки его эффективности.

Цель работы обусловила необходимость постановки и решения следующих задач:

1. обосновать новый подход к исследованию инвестиционных процессов на микро- и макроуровнях, который отражает тесную взаимосвязь экономической, политической, социальной сфер жизнедеятельности общества и окружающей среды;
2. доказать необходимость финансирования инвестиций с учетом нефинансовых факторов, сформулировать основные принципы такого инвестирования;
3. проанализировать различия концепций инвестирования, которые предполагают учет нефинансовых факторов при принятии управленческих решений с целью обоснования приоритетности концепции устойчивого инвестирования;
4. обосновать концепцию устойчивого инвестирования, выявить и раскрыть его особенности и идентифицировать инструменты финансирования устойчивых инвестиций;
5. выявить и обосновать факторы формирования институциональной среды рынка устойчивых инвестиций РФ, определить барьеры его развития и предложить меры по их преодолению;
6. сформулировать и обосновать понятие «устойчивый инвестиционный проект», определить его структуру и разработать методику оценки такого проекта.

Объектом исследования является процесс финансирования устойчивых инвестиций; его принципы, инструменты и аналитический аппарат.

Предмет исследования - экономические отношения в процессе финансирования устойчивых инвестиций.

Теоретическую основу диссертации составили научные труды отечественных и зарубежных авторов по исследуемой и смежной проблемам в области теории финансов и кредита, инвестиций, экономической теории и менеджмента.

Методологическая база исследования основана на общенаучных методах научного познания: метод системного подхода, анализа и синтеза, индукции и дедукции, конкретизации и абстрагирования, исторической и логической оценки экономических явлений, соотношения общего, особенного и единичного.

В работе использованы табличные и графические приемы обработки статистических данных.

Информационно-эмпирическая база исследования построена на документах Министерства экономического развития РФ, ЦБ РФ, статистических данных Росстата, стратегий социально-экономического развития стран, данных ООН, МФК, ЕБРР, Европейского форума по вопросам устойчивого инвестирования (Eurosif), Базельского комитета по банковскому надзору. В диссертации использованы данные научных публикаций и докладов, материалы научных семинаров, сайтов сети Интернет и т.д. В работе корректно учтены нормативно-правовые акты РФ по исследуемому вопросам.

Научная новизна исследования состоит в научном обосновании концепции устойчивого инвестирования, методического аппарата и инструментов финансирования устойчивых инвестиций и совершенствовании методов его оценки.

Она раскрывается в наиболее существенных научных результатах, полученных лично автором и выносимых на защиту:

* 1. Предложен и обоснован новый подход к исследованию финансирования инвестиций, который основан на признании тесной взаимосвязи экономической, политической, социальной сфер жизнедеятельности общества и окружающей среды на макро- и микроуровнях, что детерминирует необходимость учета финансовых и нефинансовых факторов при принятии инвестиционных решений. Это позволит дополнить исследования финансирования инвестиций, повысить эффективность инвестиционного анализа.
  2. Доказана необходимость трансформации сложившейся в РФ модели финансирования инвестиций, основанной на спорадическом анализе нефинансовых факторов при принятии инвестиционных решений, в модель, основанную на их перманентном учете и управлении ими. Сформулированы основные принципы такой модели:

учет многомерности влияния инвестиционного процесса, выраженной в разном характере, масштабе и объектах его воздействия;

признание финансово-экономической результативности нефинансовой деятельности организации;

долгосрочность горизонтов планирования и оценки эффективности финансирования инвестиций при принятии управленческих решений.

Систематизированы факторы, воздействующие на результативность инвестиционной деятельности: финансово-экономические (стоимость собственного капитала, структура капиталовложений, средняя рыночная доходность инвестиций и др.), экологические (объемы выбросов, уровень потребления энергии и др.), социальные (принимаемые меры по обеспечению соблюдения прав человека, требования гражданского общества и др.) и корпоративно-управленческие (обеспечение прав акционеров, уровень вознаграждения исполнительных органов и т.д.). Систематизация факторов обеспечивает реализацию принципов предлагаемой модели финансирования инвестиций.

На основе сравнительного анализа концепций инвестирования, учитывающих нефинансовые факторы при принятии управленческих решений (этическое, экологическое, общественное, социально ответственное и устойчивое инвестирование), доказана необходимость развития устойчивого инвестирования, как инструмента согласования экономических целей инвесторов и экологических, социальных интересов общества и государства. Обосновано, что основными результатами реализации концепции устойчивого инвестирования на практике являются: 1) снижение степени неопределенности при осуществлении капиталовложений и управлении инвестиционными проектами; 2) повышение бизнес-эффективности инвестирования, состоящей в увеличении стоимости бизнеса; 3) повышение инвестиционной результативности вложения средств; 4) генерация положительных внешних эффектов, выраженных в сокращении отрицательного влияния на окружающую среду. На основе исследования результативности устойчивого инвестирования, состоящего в оказании многомерного влияния, обосновано, что в концепции устойчивого инвестирования учтены одновременно основные направления развития теории инвестиций. Данная концепция позволяет реализовать предложенный новый подход к рассмотрению инвестирования.

Определено устойчивое инвестирование как процесс вложения средств, основанный на паритете принципов: устойчивого развития и максимизации прибыли, который направлен на снижение рисков, повышение рентабельности инвестиций и устранение негативных экстерналий в долгосрочном периоде посредством учета при принятии решений об инвестировании не только финансовых, но также экологических, социальных и корпоративно- управленческих факторов (ЭСКУ факторов). Авторская трактовка позволяет идентифицировать концепцию устойчивого инвестирования среди других концепций инвестирования, которые также предусматривают учет нефинансовых факторов.

На основе анализа мировой практики осуществления устойчивых инвестиций выявлены основные инструменты их финансирования: проектное финансирование; микрофинансирование; финансирование посредством коллективных инвестиций; «зеленая ипотека»; специализированные сберегательные счета»; доверительное управление; венчурное финансирование.

Обосновано, что формирование рынка устойчивых инвестиций как совокупности экономических отношений между продавцом и покупателем объектов устойчивого инвестирования (акции, облигации, паи и т.д.) детерминируется его доходностью и диспозицией (нормативно-правовой и инфраструктурной готовностью). Выявлены как общие барьеры развития рынка устойчивых инвестиций: неразвитость методической базы; преобладание краткосрочных горизонтов планирования; сложность ЭСКУ мониторинга; скептицизм и др., так и свойственные экономике России: слабая интегрированность инвесторов в международное финансовое сообщество; несоответствие нормативно-правовой базы и др. Предложены способы их преодоления: повышение степени раскрытия информации; проведение исследований эффективности устойчивого инвестирования; расширение форм и масштабов государственной поддержки; обеспечение биржевого и банковского содействия; формирование компетентного профессионального сообщества.

Разработана модель функциональных связей между элементами институциональной среды рынка устойчивых инвестиций России, реализация которой позволит преодолеть кадровые, инфраструктурные и институциональные барьеры развития российского рынка устойчивых инвестиций.

Обосновано понятие «устойчивый инвестиционный проект» как проект, при реализации которого осуществляется мониторинг и анализ нефинансовых факторов, проектирование экологической, социальной и корпоративно-управленческой деятельности (ЭСКУ деятельности), раскрытие информации о них для превентивного снижения рисков, повышения рентабельности инвестиций и генерирования внешних положительных эффектов. Разработана структура такого проекта, предполагающая системную оценку влияния ЭСКУ факторов на его предынвестиционной фазе; внедрение экологического и социального мониторинга, аудита нефинансовой отчетности и ее раскрытие для заинтересованных пользователей на последующих фазах. Разработанная структура проекта позволит повысить эффективность управления им и сформировать информационную базу для его оценки и анализа.

Разработана методика оценки эффективности финансирования устойчивых инвестиций, которая предполагает принятие инвестиционного решения как на основе методов традиционного инвестиционного анализа, так и анализа нефинансовой эффективности вложения средств и рентабельности инвестиций в экологическую, социальную и корпоративно- управленческую деятельность (ЭСКУ инвестиций). Эта методика позволяет диагностировать чистую приведенную стоимость устойчивых инвестиций и ее эластичность, индекс рентабельности, норму доходности и показатель общей нефинансовой результативности.

Обоснованность полученных результатов подтверждается критически переработанными теоретическими позициями; тщательной проработкой российских и международных нормативно-правовых и программно-проектных положений; соответствием разработанного методического обеспечения процесса учета нефинансовых факторов при финансировании инвестиций положениям ООН, МФК, Базельского комитета по банковскому надзору; обсуждением результатов на научно-практических конференциях, семинарах и форумах; публикациями в научных изданиях, в том числе включенных в список ВАК Мино- брнауки России.

Достоверность полученных результатов обеспечена достаточной репрезентативностью информационно-эмпирической базы, содержательным анализом выявленных фактов и закономерностей, использованием статистических методов обработки полученных эмпирических данных и программного инструментария Microsoft Excel.

Теоретическая значимость результатов исследования состоит в приращении научных знаний в области теории инвестиций, инвестиционного анализа и оценки стоимости бизнеса организации. Полученные в ходе исследования результаты позволяют теоретически обосновать и развить инструментарно-методический аппарат финансирования устойчивых инвестиций и оценки его эффективности. Исследование дополняет научное представление о факторах, детерминирующих результативность вложения средств, формирует основу для дальнейших исследований вопросов финансирования инвестиций с учетом нефинансовых факторов и становления устойчивого инвестирования в России и мире.

Разработанные теоретические, методические и организационно-управленческие основы финансирования инвестиций с учетом нефинансовых факторов и концепции устойчивого инвестирования способствуют решению задачи повышения качества жизни населения путем обеспечения экономического роста, поддержания социальной стабильности и экологической безопасности.

Практическая значимость заключается в:

* 1. разработке направлений развития рынка устойчивых инвестиций и мероприятий по преодолению барьеров его формирования;
  2. совершенствовании методов оценки стоимости бизнеса на основе учета ЭСКУ факторов;
  3. разработке структуры устойчивого инвестиционного проекта и методики оценки эффективности финансирования устойчивых инвестиций.

Теоретически обоснованные в диссертации положения и практические решения, представляют интерес для органов власти разных уровней при формировании программ стимулирования устойчивого инвестирования; руководителей и специалистов банков, бирж, инвестиционных компаний, нефинансовых коммерческих организаций при разработке стратегий позиционирования на рынке устойчивых инвестиций.

Основные результаты исследования могут быть использованы в учебном процессе при подготовке магистров и аспирантов в области экономической теории, инвестиций, инвестиционного анализа, международных финансовых рынков и финансовых институтов, оценки стоимости бизнеса.

Область диссертационного исследования соответствует п.3.25. «Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования» Паспорта научной специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит.

Апробация и внедрение результатов исследования. Теоретические положения и практические выводы исследования отражены в докладах на 8 международных, всероссийских и региональных научных и научно-практических конференциях: «Инновационное развитие современной экономики: теория и практика» (ЕАОИ: Москва, 2010, 2011 гг.), «Партнерство бизнеса и образования в инновационном развитии региона» (ТФ МЭСИ: Тверь, 2010, 2011 гг.), «Легитимность и эффективность в глобальном экономическом управлении» (Университет Саленто: Италия, Лечче, 2011 г.), «Евразийское пространство: приоритеты социально-экономического развития» (ЕАОИ: Москва, 2011, 2012 гг.), «Инновационная политика хозяйствующего субъекта: цели, проблемы, пути совершенствования» (РУДН, ЕАОИ: Москва, 2011 г.), международном форуме Smart e-Learning Россия (МЭСИ: Москва, 2011 г.) и международном семинаре «Устойчивость как парадигма XXI в.» (МЭСИ: Москва, 2012 г.).

Основные положения диссертации использованы в преподавании курсов: «Инвестиционный менеджмент», ««Инвестиции в человеческий капитал» и при разработке программы дисциплины «Корпоративные финансы» (на английском языке) магистерской подготовки по направлению «Экономика» в Московском государственном университете экономики, статистики и информатики (МЭСИ), а также внедрены в практику деятельности ОАО ««Восточная Транснациональная Компания», г. Томск (акт о внедрении от 28.02.2013 г.); ЗАО «Лотошино», Московская область, Лотошинский район, п. Новолотошино (акт о внедрении от 25.02.2013) .

Публикации. Основные положения диссертации опубликованы в 10 работах (авторский объем - 9,8 п.л.), в том числе в 1 монографии (авторский объем - 5,5 п.л.), 4 научных статьях (авторский объем - 2,05 п.л.), опубликованных в журналах, рекомендуемых ВАК Минобрнауки России.

Структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, приложений.