Аникина, Ирина Дмитриевна. Формирование и оценка эффективности финансово-инвестиционной стратегии социально ответственной стратегии социально отвественной корпорации : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Аникина Ирина Дмитриевна; [Место защиты: ГОУВПО "Волгоградский государственный университет"].- Волгоград, 2011.- 371 с.: ил.

**Содержание к диссертации**

Введение

**1 Методологические основы стратегического финансового управления социально ответственной корпорацией**

1.1 Сущность и содержание финансово-инвестиционной стратегии (ФИС) корпорации 19

1.2 Формирование ФИС корпорации в условиях социально ориентированной экономики 41

1.3 Концепция формирования ФИС социально ответственной корпорации 55

**2 Капитал корпорации как объект стратегического финансового управления 69**

2.1 Особенности капитала корпорации как интегрированной системы ресурсов 69

2.2 Стоимость капитала как критерий достижения целей ФИС корпорации 84

**3 Формирование портфеля финансовых ресурсов как интегрированной части ФИС корпорации110**

3.1 Формирование и оценка источников финансирования инвестиций корпорации 110

3.2 Экономическая характеристика методов формирования собственного капитала корпорации 121

3.3 Компаративный анализ методов формирования заемного капитала корпорации 145

**4 Формирование инвестиционного портфеля как интегрированной части ФИС социально ответственной корпорации**

4.1 Методология формирования инвестиционного портфеля корпорации 165

4.2 Методика финансового управления социальными инвестициями корпорации 188

4.3 Инвестиционные стратегии российских корпораций: анализ, проблемы, перспективы 218

**5 Реализация ФИС корпорации и оценка ее эффективности 247**

5.1 Финансовый механизм реализации ФИС социально ответственной корпорации 247

5.2 Мониторинг эффективности реализации ФИС корпорации 274

5.3 Интегрированная система оценки эффективности реализации ФИС корпорации 284

Заключение 302

Библиография 310

Приложения 333

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**На этапе модернизации российской экономики и ее перехода к инновационному социально ориентированному типу развития основным фактором экономического роста становится человеческий капитал, создающий основу для развития инноваций и роста инвестиционной привлекательности и компаний, и страны в целом. Актуальным является внедрение модели стратегического финансового управления, которая базируется на конвергенции финансовых и инвестиционных решений, направлена на повышение инновационной активности корпораций и создание условий для развития человеческого потенциала, что находит отражение в устойчивом росте стоимости бизнеса.

Сложность и нестабильность внешней среды функционирования корпорации, глобальная конкуренция, необходимость увеличения скорости разработки и внедрения инноваций для удовлетворения потребностей стейкхолдеров и противоречивость интересов экономических субъектов, заинтересованных в результатах деятельности корпораций, требуют развития методологии формирования и оценки финансово-инвестиционной стратегии корпораций с позиций теории заинтересованных сторон (стейкхолдерской теории фирмы), отражения интересов стейкхолдеров в концепции финансового менеджмента, методах и инструментах реализации стратегии, показателях ее оценки.

Особенностью инновационной социально ориентированной экономики является взаимосвязь интересов корпорации с интересами общества в целом, что приводит к переосмыслению модели финансового управления, ориентированной на реализацию интересов только акционеров и рост стоимости акционерного капитала корпорации. Необходимо развитие методов стратегического финансового менеджмента компании, предусматривающих учет и формализацию интересов как финансовых, так и нефинансовых стейкхолдеров, а также выявление новых условий повышения стоимости капитала корпорации, имеющих приоритетное значение для формирования

стратегических направлений развития, обоснования способов финансовой устойчивости и снижения рисков деятельности, корректной оценки ее капитала.

Таким образом, решение важной хозяйственной задачи перехода к инновационной социально ориентированной экономике обусловливает актуальность разработки концепции и методологии формирования и оценки финансово-инвестиционной стратегии корпорации, адаптированной к современному этапу социально-экономического развития.

**Степень разработанности проблемы.**Многоаспектность изучаемой проблемы обусловливает необходимость ее рассмотрения с различных позиций. В процессе исследования были использованы результаты трудов по формированию стратегий корпораций, изложенные в работах таких зарубежных ученых-экономистов, как Д. Аакер, М. Альберт, И. Ансофф, Р. Грант, П. Дойль, Д. Дэй, Р. Каплан, А. Мескон, Д. Нортон, М. Портер, Р. Рэнделл, А. Стрикленд, А. Томпсон, Й. Уилсон, Л. Фаэй, Ф. Хедоури, Р. Хэндфилд, а также отечественных ученых: О. Виханского, Г. Клейнера, Н. Косиновой, Б. Мильнера, Р. Фатхутдинова и др.

При разработке предлагаемой в диссертации концепции социально ориентированного финансового менеджмента были использованы результаты теоретических и практических исследований взаимодействия бизнеса, государства и общества, изложенные в трудах Л. Абалкина, Ю. Благова, В. Гордина, В. Иноземцева, Н. Лапиной, С. Литовченко, Л. Полищук, А. Чириковой, Ф. Шамхалова, Л. Шиловой, С. Шишкина и др.

Для теоретико-методологической разработки вопросов оценки управления капиталом корпораций особый интерес представляют труды зарубежных исследователей, посвященные стоимостной оценке капитала, управлению стоимостью корпораций и принятию решений на основе максимизации стоимости бизнеса: Д. Бишоп, Ю. Бригхема, Дж. К. Ван Хорна, Л. Гапенски, П. Гохана, К. Гриффида, А. Дамодарана, Т. Коллера, Т. Коупленда, Дж. Муррина, Б. Пешеро, Ш. Пратта, К. Уилсен, К. Ферриса, Дж. Фишмена, Ф. Эванса и др. Работы данных ученых посвящены

исследованию рыночной стоимости ценных бумаг, оценке стоимости корпораций в странах с развитыми фондовыми рынками, сформировавшейся рыночной инфраструктурой, сложившимися принципами корпоративного управления. Стимулом к отражению российской специфики факторов формирования стоимости капитала корпорации стало изучение трудов отечественных ученых, специализирующихся на оценке и управлении стоимостью отечественных компаний: Л. Белых, И. Беляевой, Т. Бердниковой, Г. Булычевой, С. Валдайцева, В. Григорьева, А. Грязновой, В. Есипова, И. Ивашковской, В. Рутгайзера, М. Федотовой и других ученых.

Теоретико-методическим проблемам разработки финансовой стратегии значительное внимание уделили в своих исследованиях такие российские ученые, как А. Архипов, И. Бланк, 3. Боди, В. Бочаров, П. Гребенников, Д. Ендовицкий, В. Ковалев, А. Леусский, Л. Перекрестова, Р. Сайфулин, В. Сенчагов, Е. Стоянова, Е. Сысоева, Л. Тарасевич, А. Шеремет, а также зарубежные: Б. Коласс, Ченг Ф. Ли, Р. Мертон, М. Миллер, Ф. Модильяни, Дж. И. Финнерти, Э. Хелферт, М. Эрхард и др.

Анализу финансового инструментария инвестирования, проблемам взаимодействия производственного, банковского секторов экономики и финансовых рынков посвящены работы российских (В. Барда, А. Гавриленко, О. Овчинниковой, И. Рыковой) и зарубежных (И. Романе, Ж. Франшона) исследователей.

Теоретические и практические аспекты управления инвестициями с разной степенью полноты рассматривались в трудах многих отечественных ученых: А. Аганбегяна, В. Аныпина, Л. Валинуровой, А. Гуковой, В. Евстигнеева, А. Егорова, Т. Ивановой, Л. Игониной, Н. Игошина, Н. Лахметкиной, М. Лимитовского, И. Липсица, И. Мазура, Н. Ольдерогге, Ю. Осипова, В. Павлюченко, Т. Тепловой, Е. Четыркина, В. Шапиро, В. Шеремета, М. Эскиндарова, — и зарубежных экономистов: Г. Александера, Г. Бирмана, Р. Брэйли, Дж. Бэйли, А. Дамодарана, Л. Крушвица, С. Майерса, У. Шарпа, С. Шмидта и др.

Несмотря на значительное количество работ, посвященных исследованию финансовых и инвестиционных решений и оценке стоимости капитала корпораций, существует необходимость всестороннего изучения принципов, методов, механизмов формирования финансово-инвестиционной стратегии корпорации и определения на этой основе методических рекомендаций по совершенствованию критериев достижения цели стратегии. Вместе с тем, уже полученные результаты научных исследований большинства перечисленных ученых послужили базой для более глубокого изучения проблемы формирования финансово-инвестиционной стратегии корпораций на основе системного и стоимостного подходов.

Недостаточная изученность, актуальность, теоретическая и практическая значимость проблем формирования финансово-инвестиционной стратегии (ФИС) корпорации реального сектора экономики обусловили выбор темы, цель и задачи исследования.

**Цель и задачи исследования.**Целью исследования являются теоретико-методологическое обоснование положений концепции формирования и реализации финансово-инвестиционной стратегии социально ответственной корпорации и разработка методического инструментария по оценке эффективности стратегии в условиях социально ориентированной экономики.

Достижение поставленной цели предусматривает необходимость решения ряда задач, определивших логику и структуру диссертации:

систематизировать понятийный аппарат ФИС корпорации на единой методологической основе и показать логическую соподчиненность основных рассматриваемых категорий;

развить методологические основы формирования ФИС корпорации и раскрыть содержание ее основных блоков;

— обосновать концепцию социально ответственного финансового  
менеджмента с целью применения в процессе формирования ФИС корпорации;

— предложить методику оптимального выбора источников  
финансирования на основе учета таких групп факторов, как

макроэкономические, факторы корпорации в целом, конкретного инвестиционного проекта;

разработать практические рекомендации по совершенствованию формирования инвестиционного портфеля корпорации;

раскрыть роль и значение социальных инвестиций бизнеса в финансово-инвестиционной деятельности корпорации;

— предложить методику финансового управления социальными  
инвестициями бизнеса как составной части инвестиционного портфеля  
корпорации;

— определить направления совершенствования финансового механизма  
реализации ФИС социально ответственной корпорации в условиях социально  
ориентированной экономики;

— сформировать комплексную систему мониторинга оценки  
эффективности реализации ФИС корпорации.

**Объектом исследования**выступает процесс формирования и оценки финансово-инвестиционной стратегии социально ответственной корпорации.

**Предметом исследования**являются финансовые отношения между корпорацией и экономическими акторами и субъектами, возникающие в процессе формирования, реализации и оценки ее финансово-инвестиционной стратегии.

**Теоретико-методологическую основу исследования**составили классические и современные труды отечественных и зарубежных экономистов, в которых нашли отражение конкретные приложения теории научного познания к проблемам формирования и оценки финансово-инвестиционной стратегии корпорации.

Исследование выполнено в соответствии с Паспортом специальности научных работников 08.00.10 — финансы, денежное обращение и кредит, часть 1. Финансы, раздел 3. Финансы хозяйствующих субъектов, п. 3.8. Обеспечение стоимостного прироста финансовых ресурсов, п. 3.10. Система финансовых ресурсов экономических субъектов, п. 3.20. Источники финансирования

хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала, п. 3.27. Финансовая стратегия корпораций, п. 3.28. Финансовый менеджмент.

**Инструментарно-методический аппарат.**Исследование проводилось в рамках стоимостного подхода как методологического инструментария, определяющего мировоззренческие позиции автора. Методологической и теоретической основой исследования послужили теоретические положения, изложенные в работах отечественных и зарубежных ученых, нормативные документы Российской Федерации по вопросам финансовой, инвестиционной и оценочной деятельности. В работе были использованы системный подход и следующие методы исследования: статистический и финансовый анализ, финансовая математика, экспертные оценки.

**Информационно-эмпирическую базу исследования**составили экономические факты, установленные на основе анализа данных статистических и финансово-экономических обзоров; материалы научных финансово-экономических изданий; официальные данные Министерства финансов Российской Федерации (Минфин России), Федеральной службы государственной статистики, Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), Центрального Банка Российской Федерации (Банк России), фондовых бирж, кредитных организаций, компаний ФИНАМ, S&P; сведения о финансовой отчетности отдельных предприятий; материалы информационной сети Интернет, а также результаты расчетов автора.

**Основные положения диссертационного исследования,**выносимые на защиту:

1. Финансово-инвестиционная деятельность (ФИД) корпорации рассматривается в исследовании как деятельность по привлечению финансовых ресурсов и их трансформации в инвестиционные для выпуска и реализации инвестиционного продукта (товара, работы, услуги) с целью повышения стоимости капитала корпорации посредством удовлетворения потребностей субъектов ФИД. Одним из инструментов повышения эффективности ФИД является финансово-инвестиционная стратегия (ФИС) корпорации как часть общекорпоративной стратегии, сущность которой состоит в конвергенции

финансовых и инвестиционных решений, интересов субъектов финансирования и инвестирования, интеграции финансовых и инвестиционных потоков корпорации.

1. Формирование ФИС корпорации представляет собой процесс планирования комплекса финансовых и инвестиционных решений в рамках создания, увеличения и/или поддержания стоимости капитала корпорации, осуществляемый на основе анализа экзогенных (макро- и мезоуровень), эндогенных факторов корпорации в целом и факторов конкретного инвестиционного проекта (микроуровень) в соответствии с принципами обеспечения финансовой устойчивости и управленческой гибкости корпорации; сочетания, взаимосвязи и взаимообусловленности составляющих ФИС; учета интересов финансовых и нефинансовых стейкхолдеров корпорации; учета стадий цикла экономики, жизненного цикла отрасли и корпорации; динамики стратегии; корректировки стратегии. Объектом финансового управления ФИС является капитал корпорации, что обусловило разработку модели формирования ФИС, включающую аналитический блок (сбор, систематизация и анализ информации о факторах стоимости капитала), блок разработки стратегии (анализ, оценка капитала корпорации, принятие финансовых и инвестиционных решений) и блок контроля (контроль реализации и мониторинг стратегических решений по увеличению стоимости капитала корпорации).
2. Концепция социально ответственного финансового менеджмента, положенная в основу разработки ФИС, ориентирована на удовлетворение интересов стейкхолдеров корпорации и предполагает выбор в качестве критерия эффективности ФИД корпорации увеличение инвестиционной стоимости ее капитала, для повышения которой необходима формализация интересов финансовых и нефинансовых стейкхолдеров корпорации в методиках формирования и оценки ФИС, рассмотрение социальной ответственности бизнеса как условия формирования стоимости капитала корпорации.
3. Выбор оптимальной ФИС корпорации может быть осуществлен на основе сравнения различных видов стоимости капитала корпорации исходя из увеличения инвестиционной стоимости капитала, определенной с учетом интересов стейкхолдеров, инвестиционных и финансовых возможностей корпорации, относительно вмененной стоимости, рассчитанной по среднеотраслевым показателям. Рыночная стоимость корпорации в данном случае служит дополнительным ориентиром для сопоставления рыночной ситуации с предпочтениями конкретных стейкхолдеров.
4. Для выбора источников финансирования деятельности корпорации в работе обоснована целесообразность применения методики расчета интегрального показателя приоритетности альтернативных источников финансирования. Интегральный показатель определяется на основе анализа системы показателей и отражает степень достижения целевых значений показателей с учетом их значимости в общей системе оценки. Система показателей, подлежащих анализу со стороны корпораций при выборе источника финансирования, включает показатели: 1) объемные (объем предоставляемых ресурсов; уровень ставки привлечения); 2) качественные (вид ставки привлечения ресурсов; валюта привлекаемых ресурсов; необходимость залога и его условия, ограничения кредитора при предоставлении заемных финансовых ресурсов; условия погашения привлеченных финансовых ресурсов; возможность досрочного погашения); 3) временные (срок предоставления; время реализации метода привлечения); 4) структурные (структура капитала корпорации).

6. Формирование портфеля инвестиционных проектов корпорации  
является одним из этапов разработки ФИС и основывается на ее общих  
принципах. При определении эффективного инвестиционного портфеля за  
основу берутся такие его характеристики, как инвестиционный потенциал  
проекта, сбалансированность портфеля, мультипликативное взаимовлияние  
проектов, «портфельные» синергетические эффекты. Инвестиционный  
потенциал проекта определяется путем сопоставления рейтинга его

технических, экономических, социальных, экологических и иных параметров с идеальными (оптимальными); сбалансированность портфеля проектов оценивается на основе анализа карты проектов и их соответствия ресурсным ограничениям; взаимовлияние проектов и «портфельные» синергетические эффекты рассчитываются при оценке портфеля как «целостного».

7. ФИС социально ответственной корпорации предполагает включение в  
состав инвестиционного портфеля социальных инвестиций, рассматриваемых  
как один из сигналов стейкхолдерам для оценки ими инвестиционной  
привлекательности корпорации, улучшение которой расширяет спектр  
доступных корпорации финансовых источников. Главным критерием  
эффективности социальных инвестиций бизнеса является рост инвестиционной  
стоимости капитала за счет повышения финансовой устойчивости корпорации  
и снижения рисков и вариации денежных потоков. Существует противоречивое  
воздействие социальных инвестиций бизнеса на стоимость капитала (с одной  
стороны, уменьшение рисков корпорации, приводящее к снижению  
средневзвешенной цены капитала, с другой — рост расходов, снижающий  
объем денежных потоков), объем которых зависит от стадии жизненного цикла  
корпорации (минимизация социальных инвестиций на стадиях спада и  
реорганизации и их рост на стадии юности и расцвета).

8. Финансовое управление социальными инвестициями бизнеса  
целесообразно осуществлять методами стоимостного менеджмента на основе  
системы показателей, которая учитывает интересы и бизнеса, и стейкхолдеров.  
В исследовании обоснована система количественных и качественных  
показателей степени реализации целей и задач социальной политики компании  
по следующим направлениям инвестиций: развитие персонала корпорации,  
охрана здоровья и труда персонала, природоохранная деятельность и  
ресурсосбережение, поддержание добросовестной деловой практики, развитие  
местного сообщества. Методика оценки эффективности социальных  
инвестиций бизнеса основана на анализе динамики количественных и  
качественных показателей результатов социальных инвестиций и позволяет

определить варианты изменения эффективности этих инвестиций (рост, стабилизация и снижение эффективности), что направлено на предотвращение неэффективных вложений.

9. Финансовый механизм реализации ФИС представляет собой целевую  
систему принципов, методов, финансовых инструментов, каналов  
финансирования, нормативно-правовых норм, регулирующих процессы  
привлечения, распределения и размещения финансовых ресурсов в рамках  
определенных организационных структур. Переход к социально  
ориентированной экономике обусловливает соответствующую адаптацию  
финансового механизма корпорации посредством расширения его функций  
(дополнение такими, как инновационная, информационно-интегрирующая и  
функция учета интересов стейкхолдеров), изменения субъектно-объектной  
структуры (увеличение роли и значения экономических субъектов,  
организующих процесс финансирования (инвесторы и реципиенты финансовых  
ресурсов, финансовые посредники) и составляющих каналы финансирования) и  
форм организации ФИД. Выбор каналов финансирования предлагается  
реализовывать на основе анализа их характеристик (структура участников  
финансирования, длина и ширина канала) по критериям надежности, затрат,  
гибкости, времени, качества финансовых технологий и технических средств.

10. Принятие решений о целесообразности дальнейшего финансирования  
инвестиционного портфеля корпорации целесообразно осуществлять на основе  
мониторинга эффективности реализации ФИС путем непрерывного  
наблюдения за качественными изменениями факторов стоимости капитала и  
финансовыми показателями корпорации. Эффективность реализации ФИС  
корпорации определяется на основе сопоставления темпов прироста  
рентабельности инвестированного капитала и средневзвешенной цены  
капитала, что позволяет выявить секторы, характеризующие различную степень  
эффективности ФИС и принять соответствующее решение о целесообразности  
продолжения, корректировке, реструктуризации стратегии.

11. Модель принятия инвестиционных решений разработана на основе анализа факторов роста стоимости капитала корпорации в соответствии с концепцией менеджмента на основе ожиданий (expectanions-based management — ЕВМ): превышения фактических инвестиций над ожидаемыми; роста фактической рентабельности инвестированного капитала по сравнению с ожидаемой; уменьшения фактической средневзвешенной цены капитала компании по сравнению с ожидаемой. Модель анализа эффективности использования финансовых ресурсов корпорации основана на взаимосвязи показателей рентабельности собственного капитала, цены капитала; мультипликатора капитала и мультипликатора дохода. Предложенные модели позволят уточнить направления финансирования инвестиционных проектов корпорации и определить резервы снижения средних издержек привлечения и обслуживания капитала на единицу получаемого дохода.

**Научная новизна исследования**заключается в разработке и развитии теоретико-методологических положений финансового менеджмента в части формирования и оценки ФИС социально ответственной корпорации, что позволило определить и научно обосновать соответствующие практические и методические подходы. Исследование направлено на решение актуальной научной проблемы в области развития и адаптации методов финансового менеджмента корпорации к условиям социально ориентированной экономики.

К числу основных научных результатов, определяющих новизну проведенного исследования, относятся следующие:

— развиты методологические положения формирования ФИС социально ответственной корпорации посредством уточнения цели, принципов, методов, эндогенных и экзогенных факторов, а также взаимосвязей и взаимозависимостей между корпорацией и экономическими акторами и субъектами, возникающими в процессе формирования, реализации и оценки ее ФИС, что развивает современную теорию финансов хозяйствующих субъектов в сфере управления корпоративным капиталом;

— предложена концепция социально ответственного финансового  
менеджмента, сущность которой заключается не только в использовании  
принципов и методов управления стоимостью бизнеса и стоимостных  
критериев оценки деятельности корпорации, но и в учете корпоративной  
социальной ответственности при формировании ФИС корпорации, что  
расширяет теорию финансового менеджмента и позволяет уточнить  
методический инструментарий формирования и оценки эффективности  
реализации ФИС;

— разработана система стоимостных критериев оценки формирования  
ФИС корпорации, включающая инвестиционную, рыночную и вмененную  
стоимости, сравнение которых позволяет выбрать наиболее эффективную  
стратегию;

предложена методика выбора источников финансирования инвестиционной стратегии корпорации на основе расчета интегрального показателя, отражающего степень достижения целевых значений параметров и определяющего приоритетность метода финансирования, что позволит повысить эффективность управления финансовыми ресурсами корпорации;

конкретизированы характеристики инвестиционного портфеля (инвестиционный потенциал проекта, сбалансированность портфеля, мультипликативное взаимовлияние проектов, «портфельные» синергетические эффекты) по этапам предложенного алгоритма его формирования;

дополнительно аргументировано включение социальных инвестиций бизнеса в состав инвестиционного портфеля корпорации, так как это обеспечивает повышение инвестиционной привлекательности корпорации за счет роста его финансовой устойчивости и минимизации рисков; обоснованы противоречивость влияния социальных инвестиций на инвестиционную стоимость капитала и зависимость объемов социальных инвестиций от стадии жизненного цикла корпорации;

разработана методика оценки эффективности социальных инвестиций корпорации, основанная на анализе взаимосвязи их динамики и интегральных

показателей результативности социальных проектов и программ, с помощью которой можно оценить увеличение стоимости капитала корпорации, учитывая состояние ее человеческих ресурсов;

— конкретизирован финансовый механизм реализации ФИС социально  
ответственной корпорации посредством уточнения его сущности, функций,  
характеристик и критериев выбора каналов финансирования, что позволит  
определить дальнейшие направления его модернизации;

— раскрыты роль и содержание мониторинга эффективности ФИС  
корпорации, реализующегося путем наблюдения и оценки показателей  
динамики рентабельности инвестированного капитала и средневзвешенной  
стоимости капитала, что обеспечивает раннюю диагностику обнаружения  
проблем реализации ФИС и разработку корректирующих мероприятий;

— представлены модели анализа эффективности реализации  
инвестиционных проектов и привлечения финансовых ресурсов корпорации,  
позволяющие оценивать ее инвестиционные и финансовые решения на основе  
сравнения ожидаемых и фактических значений рентабельности  
инвестированного капитала, с одной стороны, и издержек привлечения и  
обслуживания финансовых ресурсов — с другой.

**Теоретическая значимость проведенного исследования**и полученных диссертантом результатов заключается в совершенствовании теоретико-методологических подходов к формированию ФИС социально ответственной корпорации, к разработке алгоритма формирования инвестиционного портфеля корпорации и методик формирования финансовых ресурсов инвестиционной стратегии, оценки эффективности социальных инвестиций бизнеса, конкретизации финансового механизма реализации ФИС в условиях социально ориентированной экономики. Результаты исследования развивают теорию и практику управления финансами компании путем расширения научного категориального аппарата теории финансов, что позволяет устранить неоднозначность интерпретации сущности финансовой и инвестиционной деятельности на микроуровне и уточнить методический инструментарий

оценки эффективности реализации ФИС корпорации, способствуют совершенствованию теории финансового менеджмента посредством разработки концепции социально ориентированного финансового менеджмента.

**Практическая значимость диссертационной работы**заключается в доведении теоретических положений научной концепции до практического уровня реализации путем разработки практических выводов и рекомендаций по выбору источников финансирования инвестиционной стратегии корпорации, формированию ее инвестиционного портфеля, управлению социальными инвестициями бизнеса.

Выдвинутые автором теоретические, методологические, методические и научно-практические рекомендации могут быть использованы при совершенствовании финансового механизма корпораций. Разработанные рекомендации по внедрению социально ответственного финансового менеджмента применимы в качестве практического руководства для руководителей и финансовых служб корпораций.

Полученные в исследовании результаты могут быть учтены органами государственной власти при разработке социально-экономической политики региона и уточнении индикаторов его развития.

Разработанные в диссертации положения и концептуальные решения отдельных проблем могут найти применение в преподавании таких учебных дисциплин, как «Финансовый менеджмент», «Инвестиционный менеджмент», «Управление стоимостью корпорации».

**Апробация результатов исследования.**Основные положения и выводы диссертационного исследования были представлены и обсуждены на 16 конференциях, в том числе международных (Балашов, 2009; Волгоград 2010; Краснодар, 2010; Липецк, Новосибирск, 2011; Саратов, 2010), всероссийских (Волгоград, 2009, 2010; Краснодар, 2010; Москва, 2009; Новосибирск, 2009; Пенза, 2008), региональных (Волгоград, 2008, 2009, 2010).

Предложенные методологические подходы и методические разработки по формированию и оценке ФИС корпорации использованы в деятельности ООО

«Ярославские моторы», консалтинговой компании ООО СКЦ «Экспертиза и оценка». Отдельные разработки автора, касающиеся обоснования роли и значения социальных инвестиций, их целей и критериев эффективности нашли свое применение в деятельности Комитета экономики Администрации Волгоградской области.

Полученные результаты исследования используются в учебном процессе, в программах профессиональной переподготовки специалистов по финансам и кредиту, осуществляемых в Волгоградском государственном университете, при чтении учебных дисциплин «Стратегический финансовый менеджмент», «Финансовый менеджмент», «Управление стоимостью предприятия».

**Публикация результатов исследования.**По теме докторской диссертации опубликовано 50 печатных работ общим объемом 120,2 п.л., в том числе 4 монографии объемом 53,7 п.л. (авторские), 42 статьи в периодической печати и в сборниках научных трудов объемом 28,2 п.л. (авторский вклад — 23,4 п.л.), из них в изданиях, рекомендованных ВАК, — 17 статей объемом 13,5 п.л. (авторский вклад — 11,7 п.л.).

**Структура диссертационной работы**состоит из введения, пяти глав, включающих 14 параграфов, заключения, списка литературы и приложений. Работа имеет следующую структуру, определенную логикой исследования взаимосвязанных аспектов изучаемого предмета и совокупностью решаемых задач: **Введение**

**1. Методологические основы стратегического финансового управления  
социально ответственной корпорацией**

1. Сущность и содержание финансово-инвестиционной стратегии (ФИС) корпорации
2. Формирование ФИС корпорации в условиях социально ориентированной экономики
3. Концепция формирования ФИС социально ответственной корпорации

2. **Капитал корпорации как объект стратегического финансового  
управления**

1. Особенности капитала корпорации как интегрированной системы ресурсов
2. Стоимость капитала как критерий достижения целей ФИС корпорации

**3. Формирование портфеля финансовых ресурсов как интегрированной  
части ФИС корпорации**

1. Формирование и оценка источников финансирования инвестиций корпорации
2. Экономическая характеристика методов формирования собственного капитала корпорации
3. Компаративный анализ методов формирования заемного капитала корпорации

**4. Формирование инвестиционного портфеля как интегрированной части  
ФИС социально ответственной корпорации**

1. Методология формирования инвестиционного портфеля корпорации
2. Методика финансового управления социальными инвестициями корпорации
3. Инвестиционные стратегии российских корпораций: анализ, проблемы, перспективы

**5. Реализация ФИС корпорации и оценка ее эффективности**

1. Финансовый механизм реализации ФИС социально ответственной корпорации
2. Мониторинг эффективности реализации ФИС корпорации
3. Интегрированная система оценки эффективности реализации ФИС корпорации

**Заключение Список литературы Приложения**

## Формирование ФИС корпорации в условиях социально ориентированной экономики

Формирование ФИС корпорации - один из основных этапов стратегического управления. Ириэтом общепринятого подхода к разработке-стратегии не существует. Для- формулирования элементов ФИС рассмотрим различные подходы к пониманию стратегии-компании и ее разработке.

Наиболее распространено следующее понимание стратегии - это «набор правил, которыми руководствуется организация при принятии управленческих решений или стратегия - это общий комплексный план развития организации, обеспечивающий осуществление миссии и достижение стратегических целей организации, это общий план по использованию ресурсов для установления благоприятного положения. Стратегия формируется исходя из стратегических целей, она предлагает основные методы их достижения таким образом, чтобы организация приобрела единое направление действий. Таким образом, стратегия определяет границы возможных действий организации и принимаемых управленческих решений в зависимости от конкретных условий производственно-хозяйственной деятельности» ". Но существуют и другие концепции стратегии53:

Стратегия как связь между корпорацией и окружающей средой корпорация, используя ресурсы, посредством реализации стратегии осуществляет воздействие на окружающую среду, достигая долгосрочных целей. Данная концепция обращает внимание на анализ капитала корпорации (его ресурсов) и анализ внешней среды, а также на соответствие стратегии капиталу корпорации (имеющимся ресурсам) и факторам внешней и» внутренней среды. 2. Стратегия как диверсифицированное решение, направленное на решение внешних проблем организации. Данная- концепция обращает внимание на анализ внешней среды, рынков и конкурентов- корпорации: Конкуренция - центральная характеристика среды, конкурентные преимущества - одна из основных стратегических целей, а обладание ресурсами и компетенциями — основной источник конкурентного преимущества. М. Портер, согласно данной позиции, дает следующее определение стратегии: «Конкурентная стратегия касается того, как отличаться друг от друга. Она подразумевает преднамеренный выбор совершенно иной совокупности действий, направленных на то, чтобы обеспечить уникальный набор ценностей»54. В определении Портера привлекает внимание необходимость выбора действий, что подразумевает наличие совокупности5 альтернативных стратегий и процедуры их оценивания с целью выбора оптимальной. 3. Стратегия как выбор покупателей, товаров и услуг, технологии, ресурсов. Это определение подчеркивает: «стратегия всегда имеет дело с выбором» . Таким образом, стратегическое планирование предполагает формулирование альтернатив, их оценивание и выбор. 4. Стратегия как согласование решений. Формализация целей, задач и методов достижения целей помогает повысить качество и эффективность принятия стратегических решений на предприятии, упрощая принятие решений, ограничивая варианты альтернатив, снижая затраты на типовые управленческие решения, объединяя знания многих людей. 5. Стратегия как механизм координации. Стратегия помогает соординировать действия многих людей, так как стратегия — это инструмент коммуникации: формулируя миссию, принципы деятельности, задавая; цели и критерии эффективности действий, корпорация способствует формированию организационной культуры, а также доносит до акционеров; работников, других стейкхолдеров - свою идентичность, конкурентные преимущества1. Кроме того, функция, стратегического планирования - делегирование, ответственности за стратегические действия с высшего уровня управления до уровня линейных специалистов, с корпоративного уровня — на уровень бизнес-единиц. 6: Стратегия как цель. Стратегия должна формулировать» видение корпорации в будущем (каким она будет в будущем) и мотивировать сотрудников на реализацию стратегии, аппелируя к их чувствам, ценностям. 7. Стратегия, как управление стоимостью. Стоимость капитала изменяется в процессе функционирования корпорации, в том числе в результате ФИД. Деятельность корпорации может протекать и без формулирования, стратегии, но задача стратегии - оптимизация ФИД посредством выбора наиболее эффективных финансовых и инвестиционных решений и на этой основе - максимизация стоимости капитала корпорации. Поэтому необходимо включение анализа факторов создания стоимости кпитала в стратегический анализ корпорации. Капитал корпорации является объектом управления его стратегии.

Стратегия как управление опционами. В современной экономике, характеризующейся высокой изменчивостью внешней среды, что приводит к росту рисков вследствие сложности прогнозирования тех или иных будущих событий, возможность корректировки того или иного финансового и инвестиционного решения в процессе его реализации представляет собой ценный ресурс. Данный ресурс, определяемый как управленческий опцион, увеличивает привлекательность финансовых и инвестиционных решений, повышает стоимость, бизнеса. Поэтому, формируя стратегию, корпорация при выборе из альтернативных вариантов, может учитывать те, которые имеют опционные характеристики.

Вышепредставленные концепции показывают, что формирование стратегии требует объективного анализа корпорации (капитала корпорации, конкурентных преимуществ, сильных и слабых сторон), внешней среды, формулирования стратегии и затем ее реализации. Крупные корпорации, как правило, имеют отделы стратегического планирования, занимающиеся вопросами стратегического планирования и управления. Но анализ успешнах компаний выявил, что деятельность многих из них характеризовалась «бессистемным подходом к проникновению на рынок при минимуме анализа и отсутствии четкого плана»56. Г. Минцберг считает, что рациональное планирование — это «вообще ущербный способ- создания стратегии» . Большинство исследователей придерживаются мнения, что данные точки зрения должны дополнять друг друга, а формирование стратегии.— это цепь последовательности и случайности.

## Стоимость капитала как критерий достижения целей ФИС корпорации

Система стоимостных показателей необходима для оценки формирования эффективности реализации ФИС корпорации. Сравнение оценок, полученных в ходе применения различных оценочных подходов, может дать информацию, необходимую для1 дальнейшего управления компанией. Для оценки эффективности формирования ФИС корпорации среди всех подходов к оценке стоимости капитала следует выделить доходные методы, которые позволяют в явном виде выделить основные составляющие стоимости и оценить их вклад в создание стоимости капитала корпорации. Такой подход к управлению компанией называется стоимостным менеджментом (value management) и он прослеживает, какая взаимосвязь существует между действиями акционеров и стоимостью акционерного капитала. Этот метод управления определяет мышление менеджеров с точки зрения денежных потоков и помогает направлять процессы планирования, инвестиционную политику, выбор финансовых альтернатив и текущие решения, касающиеся производственной деятельности, на увеличение стоимости капитала.

Определение стоимости корпорации доходными подходами позволяет учесть все финансовые и производственные решения, создающие денежный поток, а финансовые решения, вытекающие из изменения структуры капитала фирмы, ведут к изменению средневзвешенной стоимости капитала. Качество менеджмента также можно учесть при определении стоимости через увеличение или уменьшения ставки дисконтирования (увеличение или уменьшение риска вложений инвестиционных ресурсов): Таким образом, доходный подход позволяет рассматривать корпорацию, как- систему, делая особый акцент на денежные потоки.

Главная идея управления созданием стоимости компании — осознание менеджерами обязанности основывать все свои инвестиционные, финансовые и производственные решения на экономическом фундаменте, то есть на движении денежных потоков и управлять всеми доверенными им ресурсами так, чтобы получить наивысшую экономическую отдачу. Эти методы приведут к увеличению стоимости капитала корпорации и укреплению ее положения на рынке.

Несмотря на то, что теория стоимостного менеджмента является широко известной, ее применение не только на российских корпорациях, но и в мировой практике, неоднозначно. Как подчеркивают Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин, «эта тема может показаться вполне обыденной или, наоборот, весьма спорной в зависимости от того, в какой стране вы живете» . Эти исследователи отмечают, что применение критерия стоимости капитала зависит от модели корпоративного управления. Так, в США, этот критерий является определяющим при оценке действий менеджеров, так как развитый фондовый рынок, большая доля индивидуальных инвесторов в структуре акционерного капитала корпораций, механизмы враждебного поглощения, оказывают сильное давление на менеджеров, побуждая их действовать в целях увеличения стоимости акционерного капитала. Но в. германской и японской модели корпоративного управления сложились другие стимулы и критерии действий корпораций. «В1 континентальной Европе и Японии центр тяжести смещен в сторону интересов потребителей, поставщиков, рабочих, правительства, заимодателей, собственников капитала и даже общества в целом. В этих странах максимальное повышение стоимости в интересах каждого акционера зачастую считается близорукой, неэффективной, упрощенной и, возможно, антиобщественной политикой (выделено А.)» .

В европейских и японских корпорациях больше внимания; чем увеличению стоимости акционерного капитала, уделяется требованиям рабочих. В Германских корпорациях работники имеют право непосредственного участия в принятии управленческих решений, и избирать половину представителей наблюдательного совета95. В других Европейских странах работники также активно участвуют в процессе управления.

Отличие между американскими и европейскими и японскими корпорациями, приводящие к различным критериям оценки эффективности деятельности корпораций заключаются еще и в различной структуре акционерного капитала и способах финансирования. В структуре акционерного капитала корпораций США преобладают индивидуальные инвесторы, которых интересует, прежде всего, рост дивидендов и курсовой стоимости акций. В структуре акционерных компаний германских и японских корпораций доля индивидуальных инвесторов менее незначительна и преобладающую роль играют институциональные инвесторы. Для них важную роль играют партнерские долгосрочные, стабильные отношения, которые также способствуют росту стоимости акционерного капитала.

В американских корпорациях во внешнем финансировании значительную долю составляют облигации и коммерческие векселя; такая структура финнасовых ресурсов также способствует тому, что менеджеры должны следить за ростом рыночной стоимости акций. В германских и японских корпорациях значительную роль играют привлеченные средства банков (корпоративные облигации составляют 0,14 % от общего объема германских облигаций, находящихся в обращении, а в Японии корпоративные облигации, поступившие в открытую продажу, обеспечивают всего 2,8 % внешнего капитала, выпуск обыкновенных акций — только 8,9 %) , которым важны способность корпораций к генерированию ими денежных потоков, обеспечивающих своевременный возврат вложенных средств. Поэтому, даже если рост акционерной стоимости не является главным показателем для банков и других институциональных инвесторов, то показатели, на основе которых они принимают инвестиционные решения, напрямую способствуют росту стоимости капитала корпорации.

По мнению автора, хотя механизмы, способствующие принятию решений в целях увеличения стоимости акционерного капитала, различны в корпорациях США, Европы и Японии (в, США — развитый рынок корпоративного контроля, в Европе и Японии — прямое участие акционеров в управлении корпорациями) различны, но и те, и другие способствуют учету долгосрочных показателей результатов деятельности при принятии управленческих решений, а, следовательно, и повышению стоимости капитала корпораций.

## Экономическая характеристика методов формирования собственного капитала корпорации

Компания Северсталь за 9 месяцев 2008 г. показала рост основных финансовых показателей компании: выручка группы выросла на 60,6 % (18,2 млрд. долл.); показатель EBITDA - на 69,4 % (5,0 млрд. долл.); чистая прибыль увеличилась на 112, 5 % (3,2 млрд. долл.); чистый денежный поток -на 7,1 % (2,1 млрд. долл.). Но данные результаты еще не отражают влияния кризиса на деятельность компании, и уже в ноябре 2008 г. сокращение производства стали на предприятиях группы составило 50 %119. По итогам работы трех месяцев 2010 г. компания получила прибыь от операционной деятельности в размере 297,657 тыс. долл., тогда как за 2009 г. убытки от операционной деятельности составили 320,540 тыс. долл.120.

Компания ММК в 2008 г. получила выручку в размере 10 550 млн. долл., но в 2009 г. снижение выручки составило 51,8 % (5 081 млн. долл.), снижение чистой прибыли - 79,7 % в 2009 г. по сравнению 2008 г. (219 млн. долл. и 1081 млн. долл. соответственно) , в 2010 г. началсяя медленный рост: выручка составила 7 719 млн. долл. (рост 52 %), чистая прибыль - 232 млн. долл. (рост 6 %)122.

Таким образом, возможности внутренних источников роста1 компаний для финансирования инвестиционных стратегий в настоящее время характеризуются высокой степенью неопределенности, что усложняет процесс принятия инвестиционных решений. 2. Методы формирования собственного капитала за счет внешних источников. Выбор внешних источников роста собственного капитала-компании должен производиться на основе комплексного анализа имеющихся альтернатив, при этом необходимо учитывать следующие факторы: - требования нормативно-правовых актов, регулирующих объем и структуру собственного капитала; — риски методов привлечения собственного капитала; — абсолютные и относительные издержки, связанные с каждым методом роста собственного капитала (включая расходы и комиссионные платежи по размещению ценных бумаг); - влияние на контроль над деятельностью компании, угрозу недружественного поглощения. Методы роста собственного капитала за счет внешних источников роста имеют свои преимущества и риски; подробно проанализированные ниже. Частное размещение может рассматриваться и как самостоятельный вид финансирования, и как часть долгосрочной ФИС компании по выходу на публичные рынки капитала. Привлекательность частного размещения заключается в том, что на деньги инвесторов могут претендовать компании с оборотом от пяти млн. долл. в год, а затраты (финансовые и временные) на подготовку и реализацию проекта существенно ниже; чем при IPO.

Инвесторам- в первую очередь интересны компании, растущие на уровне или быстрее рынка, готовые осуществить продажу пакета акций размером от 10 до 75% и наиболее полно раскрыть юридическую и финансовую» информацию о компании и ее владельцах. Наибольшей популярностью до кризиса пользовались такие отрасли, как ритейл, банковская и финансовая сферы, сервисные компании нефтегазового сервиса, IT. Как правило, инвесторы приобретают неконтрольные пакеты, входят в совет директоров и влияют только на стратегические вопросы, непосредственно не вмешиваясь в оперативное управление. Частное размещение способствует формированию соответствующей мировым стандартам, структуры корпоративного, оперативного и финансового управления компанией. Компания, прибегшая к данной форме финансирования, получает в свои активы гудвилл в виде наработанных деловых связей инвесторов, в том числе и западных, чья репутация в дальнейшем может оказаться немаловажным фактором при получении дополнительных источников финансирования . К сожалению, оценить объемы реализации частного размещения в России довольно сложно, поскольку большинство таких сделок не освещаются в СМИ, но в качестве примера можно-привести следующие факты: ОГК- 3 (частное размещение), привлекшая в 2007 г. 3 100 млн. долл.; Мосэнерго (ТГК-3) (частное размещение) (2007 г., объем привлеченных средств — 2 000 млн. долл.); TFK-8 (частное размещение) (2007г., объем привлеченных средств - 1 700 млн. долл.); ТГК-5 (частное размещение) (2007г., объем привлеченных средств — 453 млн. долл.)!24.

В условиях финансового кризиса стратегия частного размещения акций может рассматриваться компаниями (особенно малыми и средними) как антикризисная, направленная на получение ликвидности с целью оплаты первоочередных обязательств, при невозможности рефинансирования, или пролонгации долгов и выхода на публичные рынки капитала. Как отмечает руководитель управления/ инвестиционно-банковских услуг CIG («Центринвестгрупп») Д. Попов, «сейчас для выхода эмитентов на рынок время не самое удачное. Иное дело — частные сделки. В роли инвесторов выступают инвестфонды. Есть большое количество фондов, которых нынешний кризис практически не коснулся. Прежде всего, это фонды из Сингапура, стран Юго-Восточной Азии, Персидского залива. Они, напротив, активно- скупают активы, в том числе в США, проявляют интерес к России» . Это мнение разделяют и другие эксперты, полагающие, что число сделок частного размещения может увеличиться, но выгодность данной.

## Методика финансового управления социальными инвестициями корпорации

Согласно предложенной концепци социальное ответственного финансового менеджмента, при формировании финнасов-инвестиционнош стратегии корпорации необходимо учитывать принципы корпоративной социальной: ответственности, что будет способствовать росту стоимости капитала корпорации; посредством возможности реализации долгсрочных и рискованных инвестиционных преоктов: Корпоративная- социальная-, ответственность. (КСО) в социально ориентированной экономике — одно из актуальных направлений в управлении компанией, а объем социальных инвестиций. — один из. основных показателей социальной ответственности .бизнеса} Вопрос о роли ответственности бизнеса в современных условиях хозяйствования, характеризующихся ускорением научно-технического прогресса; возрастанием роли творческого труда при создании экономических благ, усилением взаимозависимости результатов деятельности экономических субъектов друг от друга, исчерпанием природных ресурсов, сложен и неоднозначен. Один из подходов к данной проблеме: за социальную сферу отвечает государство, а задача бизнеса — отвечать за свою частную собственность,- повышая эффективность деятельности предприятий. Социальная ответственность бизнеса, согласно: такому подходу заключается в том, что компании должны заниматься своей основной деятельностью, создавать рабочие места, улучшать условия и качество труда. Несмотря на различные точки зрения по поводу социальной ответственности корпораций, по мнению автора, в России социальная политика компаний является необходимостью и относится к факторам, непосредственно влияющим на экономическую эффективность корпораций. Как пример, приведем такие цифры: в России 460 моногородов; в которых проживает Л городского населения страны и производится, 40 % ВВІЬ . Корпорации- поставлены перед необходимостью уделять внимание социальной, политике, так как в первую очередь от качества трудовых ресурсов зависит их собственная эффективность. Проводя ответственную корпоративную социальную политику, компания обеспечивает устойчивость своего бизнеса и может надеяться на помощь государства и лояльность работников в кризисных ситуациях: Социологические- исследования подтверждают важность.для россиян принципов-социально ответственного ведения бизнеса: социальная ответственность бизнеса предполагает для россиян не только своевременную и полную уплату налогов» (так считают 25 % опрошенных), но и активное участие бизнеса в решении социальных проблем Г. %)193.

Корпоративная социальная ответственность, согласно Докладу о социальных инвестициях194, — «это философия поведения и концепция выстраивания деловым сообществом, компаниями и отдельными представителями бизнеса своей деятельности- с акцентом- на следующие ориентиры: — производство качественной продукции и услуг для потребителей; — создание привлекательных рабочих мест, выплата легальных зарплат, инвестиции в развитие человеческого потенциала; — соблюдение требований законодательства: налогового, экологического, трудового и т.п.; — построение добросовестных отношений со всеми заинтересованными сторонами; — эффективное ведение бизнеса, ориентированное на создание добавленной экономической стоимости и рост благосостояния своих акционеров; — учет общественных ожиданий и общепринятых этических норм в. практике ведения дел; — вклад в формирование гражданского общества через партнерские программы и проекты развития местного сообщества». Но четкого и всеми разделяемого понятия КСО не существует: согласно одной точке зрения, социально ответственная компания должна просто выполнять все требования законодательства, ві том числе; трудового, природоохранного, др.; вторая позиция подразумевает, что социально ответственная компания - та, которая способствует, развитию своего бизнеса и общества, беря на себя обязательств больше предусмотренных нормативными актами. Автор согласен со второй точкой зрения и считает, что социально ответственная компания должна являться лидером в области развития социальных технологий, способствуя формированию гармоничного общества, раскрытию творческого потенциала людей.

Стоит отметить, что существуют не только различные точки зрения на сущность понятия социальной ответственности бизнеса, часть авторов неоднозначно относятся к использованию самого понятия социальной ответственности бизнеса: «социальная ответственность — это термин, соответствующий командно-административной системе. У нас это называется социальной ответственностью, а в мире - благотворительностью и филантропией» (О. Сысуев, председатель совета директоров «Альфа-Банк»). В. Иноземцев «считает понятие корпоративной социальной ответственности нонсенсом и полагает, что оно отражает стремление государства «переложить» социальную ответственность на плечи частного капитала»195. Действительно, КСО противоречит классическому представлению о бизнесе, согласно которому его главная задача — получение прибыли, а социальная ответственность — задача государства. Но как показывают исследования, КСО занимает в настоящее время важное место в системе приоритетов развития компаний, объяснить его место и роль в экономике и обществе помогает институциональная теория, согласно которой, КСО- - инструмент достижения договоренностей между компаниями и стейкхолдерами196. С данной точки зрения, КСО — альтернатива государственному регулированию, и соотношение между данным» институтами складывается, в зависимости от соотношения достоинств и недостатков, им присущих, в« конкретных исторических и экономических условиях. Сравнивая доли средств, направляемых компаниями на социальное инвестирование, исследователи отмечают социальную «гипертрофированность» бизнеса: российские компании отчисляют на социальные проекты от 6 до 17 % прибыли, что намного больше; чем, в среднем 1 % прибыли, вкладываемый американскими компаниями19 .