**Введение**

В современной стратегии развития бизнеса одну из важнейших ролей играют инвестиции. Но далеко не каждый возможный инвестиционный проект в итоге оказывается прибыльным. Выгодные на первый взгляд вложения при дальнейшем рассмотрении могут принести убытки. Это обосновывает необходимость умения правильно оценивать эффективность инвестиционных проектов.

Следует отметить, что в последние годы наблюдается заинтересованность государства и бизнеса не только в экономически эффективных, но и социально ответственных инвестициях. Важно, что интерес к данной тенденции растет со стороны крупных российских компаний, в число которых входят также металлургические и нефтегазовых корпорации, что обуславливает актуальность рассмотрения данной теории.

Целью данной работы является рассмотрение понятия и обзор современного состояния социально-ответственных инвестиций, а также исследование методов оценки эффективности социально-ответственных инвестиционных проектов.

Для достижения вышеописанной цели поставлены следующие задачи:

* выявление актуальных проблем, связанных с оценкой социально-ответственных инвестиций;
* рассмотрение существующих критериев оценки социально-ответственных инвестиций;
* разработка рекомендаций к построению модифицированной системы критериев оценки социально-ответственных инвестиций;
* подробное рассмотрение различных методов оценки эффективности инвестиционных проектов;
* выявление плюсов и минусов каждого из данных методов;
* анализ возможности учета соответствующих индексов в моделях оценки затрат на капитал в целях анализа социальных эффектов реализации инвестиционных проектов рассматриваемого типа.

Особое внимание в данной работе уделяется коэффициентам оценки социально-ответственных инвестиций, а также методам, применимым для оценки частично-социального проекта, чтобы подчеркнуть необходимость создания модифицированной системы критериев оценки эффективности социально-ответственных инвестиций. Кроме того, в работе будет подробно рассмотрен ряд проблем, связанных с вышеуказанными факторами, а также сделана попытка найти способы их решения.

**Глава 1. Теоретические основы оценки социально-ответственных инвестиционных проектов**

* 1. Понятие и сущность социально-ответственных инвестиций

Известно, что ценность компании рассчитывают исходя из нескольких факторов, среди которых немаловажную роль играют инвестиции. Для формирования наиболее четкого представления о данной теории, обратимся к схеме, описанной в работе «Финансовое обоснование стратегических решений в российских корпорациях».[[1]](#footnote-1)

Ценность компании представляет собой совокупность приведенной ценности денежных потоков в период изменяющихся темпов роста и приведенной ценности денежных потоков в период постоянных темпов роста. Исходя из вышесказанного, необходимо подчеркнуть, что прогнозируемый денежный поток, темпы и период его роста являются основными показателями ценности предприятия. Из этого следует, что управление ростом денежного потока базируется на трех основных рычагах:[[2]](#footnote-2)

* Увеличение денежным потоком от имеющихся в наличии активов;
* Увеличение темпа роста денежного потока за счет новых инвестиций;
* Увеличение периода высоких темпов роста денежного потока.

Ценность компании- PV ее ожидаемых денежных потоков

Финансовая стратегия

Инвестиционная стратегия

Ценность компании

Источники ценности на стороне активов

* Денежный поток
* Темп роста
* Период роста

Источники ценности на стороне обязательств и собственного капитала

* Стоимость капитала
* Структура капитала
* Риск дефолта

Рис. 1 Управление ценностью компании как генератором денежного потока

Моделирование роста за счет новых инвестиций.

Вторым рычагом повышения ценности компании является увеличение темпов роста предприятия, которое возможно за счет новых инвестиций. Достижение данного фактора возможно с помощью следующих шагов:[[3]](#footnote-3)

1. Выделение перспективных направлений бизнеса, где:

* находятся привлекательные рыночные возможности;
* присутствуют конкурентные преимущества.

1. Увеличение темпов роста инвестиций в перспективные направления бизнеса компании. Темпы роста инвестиций целесообразно увеличивать пока значение рентабельности новых инвестиций выше значения стоимости капитала.

Исходя из вышеизложенной информации, можно отметить, что рост фирмы возможен не только за счет роста дохода на капитал, но также и из рационального осуществления инвестиционной деятельности, что для наглядности продемонстрировано на рисунке 1. Таким образом, правильная разработка инвестиционных проектов и их реализация может значительно увеличить ценность компании.

Международные стандарты финансовой отчетности дают следующее определение: «Инвестиции – это актив предприятия, который компания держит в целях наращения богатства за счет различного рода доходов, получаемых от объекта инвестирования, прироста стоимости капитала, или с целью получения инвестирующей компанией других выгод, возникающих, например, при долговременных торговых взаимоотношениях». Экономический словарь подчеркивает, что инвестициями являются вложения, как коммерческой, так и социальной направленности, что означает, что инвестиционные проекты могут нести выгоду не только для инвестирующей компании, но и для общества, окружающей среды и экономики в целом.[[4]](#footnote-4)

Таким образом, инвестиционный проект - обоснование экономической рациональности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектная документация, разработанная в соответствии с законодательством Российской Федерации, а также описание практических действий по осуществлению инвестиций.[[5]](#footnote-5)

Исходя из вышесказанного, в рамках данной работы инвестиционный проект следует определять, как комплекс мероприятий, направленных на достижение определенных социальных или экономических целей посредством использования инвестиций.

Однако рациональная инвестиционная деятельность рассматривается не только с точки зрения расчетов экономической эффективности проекта. Последние несколько лет набирает популярность теория корпоративной социальной ответственности (КСО), последователи которой утверждают, что применение данной концепции может также способствовать успешной деятельности компании с экономической точки зрения, т.е. существует прямая связь между успешными инвестициями и степенью социальной ответственности компании перед обществом.

Вначале XXI века ООН сформулировала обращение к предпринимателям всего мира, включающее в себя 10 принципов Глобального договора, составляющих концептуальную основу Корпоративной Социальной Ответственности, КСО:[[6]](#footnote-6)

* способствовать соблюдению прав человека, принятых международным сообществом;
* не участвовать в нарушениях прав человека;
* поддерживать свободу ассоциаций и признавать право персонала на заключение коллективных договоров;
* поддерживать уничтожение различных видов принудительного труда;
* способствовать уничтожению дискриминации в сфере труда и занятости;
* способствовать полному искоренению детского труда;
* препятствовать отрицательному влиянию на окружающую среду;
* нести ответственность за состояние окружающей среды;
* принимать участие в развитии и распространении экологически чистых технологий;
* устранять коррупцию во всех ее видах, включая вымогательство и взяточничество.

Подводя итог, концепцию Корпоративной Социальной Ответственности можно описать как метод развития компании, позволяющий преуспеть посредством учета интересов общества и осуществления «добрых дел».[[7]](#footnote-7) Необходимо также подчеркнуть, что Корпоративная Социальная Ответственность  является неотъемлемой частью инвестиционного процесса, т.к. способствует созданию ценности бизнеса и поддерживает устойчивость инвестиционных проектов.

Несмотря на относительную новизну данной теории, в области Корпоративной Социальной Ответственности был осуществлен ряд исследований, многие из которых привели к значимым результатам. А.В. Нагорнов и М.С.Солнцева в своей работе «Исследования социальной ответственности компании» приводят наглядный обзор методов оценки КСО компании, связанных с раскрытием информации о социальной ответственной деятельности компании, а также историю их развития. Подробная информация о данном обзоре предоставлена в Приложении № 1 и Приложении № 2.

Проанализировав данные сформированных таблиц, представленных в приложениях, необходимо отметить ряд важных основных результатов данного обзора, продемонстрированных на рисунке 2.



Рис. 2 Основные результаты исследований в области КСО

Среди рассмотренных результатов следует выделить исследование Джоффри Хила, рассматривающего роль политик в рамках корпоративной социальной ответственности и определяющего ее как предвидение и минимизацию конфликтов между корпорациями и обществом. Результатом его трудов стало формирование ряда выгод от программ в области корпоративной социальной ответственности.[[8]](#footnote-8)

Лоуренс Митчелл предлагает капитализировать превышение заработной платы менеджмента над среднеотраслевым уровнем для формирования стимулов к активизации внедрения программ КСО.

Уоррен Баффетт в своей работе «Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями» указывает на негативное влияние ориентированности на краткосрочных инвесторов для долгосрочного развития фирмы, а также необходимость ориентации компаний на долгосрочные цели развития, что, по его мнению, призвано обеспечить согласованность коммерческих и социальных целей деятельности компании.

В отличие от многих генеральных директоров, заботящихся о котировке акций собственных предприятий на фондовом рынке, Баффетт отдает предпочтение ситуации, когда акции Berkshire торгуются по их внутренней стоимости или близкой к ней, без заметных скачков цены вверх или вниз. Такая связь означает, что финансовые результаты предприятия за определённый промежуток времени будут выгодны тем, кто владел компанией в течение этого периода. Сохранение такой взаимосвязи потребует от акционеров приверженности общей долгосрочной, ориентированной на компанию инвестиционной философии, а не краткосрочной, ориентированной на рынок стратегии. Баффетт упоминает предположение Фила Фишера о том, что компания подобна ресторану, предлагающему меню, привлекательное для людей с различными вкусами. Долгосрочное меню Berkshire делает особое ударение на том, что затраты на торговые операции могут обесценить долгосрочные результаты. Действительно, по расчётам Баффетта операционные издержки от активно торгуемых акций, комиссионные брокеров и спрэд участников рынка часто составляют более 10% от прибыли. Избегать или сводить к минимуму такие издержки необходимо для долгосрочного успеха инвестиционной деятельности, а листинг Berkshire на Нью-Йоркской фондовой бирже помог ограничить такие затраты.[[9]](#footnote-9)

Социально-ответственные инвестиции нельзя рассматривать исключительно с точки зрения корпоративной стратегии. Государство также проводит активную политику, развивая стратегию социально-ответственного инвестирования и создавая ряд программ, поддерживающих данную тенденцию. Методы оценки корпоративных и государственных социально-ответственных инвестиций могут быть схожими, но должны принимать во внимание данную специфику.

Основываясь на рассмотренных результатах, под социально-ответственными инвестициями в контексте работы следует понимать коммерческие или государственные вложения, частично или полностью направленные на создание выгоды для общества.

Под инвестиционными проектами социально-ответственного типа будем понимать комплекс мероприятий, направленных на достижение определенных социальных целей посредством использования социально-ответственных инвестиций.

Несмотря на тот факт, что в данной сфере было проведено значительное количество исследований и рассмотрено множество подходов к анализу социально-ответственных инвестиций, на данном этапе не существует выработанной системы критериев оценки эффективности социально-ответственных инвестиционных проектов, что вынуждает обратиться к стандартным методам оценки инвестиционных проектов.

* 1. Основные методы оценки инвестиционных проектов

Для того чтобы выбрать наилучшую альтернативу вложения денежного капитала, необходимо оценить эффективность каждого проекта. Оценка эффективности инвестиционных проектов осуществляется с целью соотнесения затрат и результатов реализации инвестиционных проектов. Именно данные показатели характеризуют рациональность принятия того или иного инвестиционного проекта.

В настоящее время для оценки эффективности инвестиционных проектов используют Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования, утвержденных Госстроем России, Министерством экономики РФ, Министерством финансов РФ, Госкомпромом России от 31 марта 1994 г. №7-12/47, а для проектов, претендующих на получение господдержки, руководствуются методикой МЭРТ. В отечественных и зарубежных методических рекомендациях используется единый критерий оценки эффективности проекта, которым является положительная величина показателя NPV.[[10]](#footnote-10)

Под эффективностью проекта понимается эффективность проекта, осуществляемого единственным участником за счет собственных вложений. Исходя из этого, показатели эффективности выявляются на основании денежных потоков исключительно от инвестиционной и операционной деятельности. Многие последователи данной теории определяют данную постановку задачи оценкой проекта «в чистом поле», концентрируя внимание на недостатке сведений об источниках и инструментах финансирования и самом исполнителе данного проекта, что можно отметить еще на прединвестиционной стадии инвестиционного проекта. Опыт работы с потенциальными иностранными инвесторами и кредиторами проектов показывает их заинтересованность в именно такой постановке задачи оценки проекта, отражаемой в его бизнес-плане.[[11]](#footnote-11)

Прежде чем переходить непосредственно к оценке эффективности реализации какого-либо инвестиционного проекта, необходимо учитывать, что анализ эффективности любого проекта происходит исходя из основных принципов, таких как:

* влияние стоимости денег во времени;
* учет альтернативных издержек;
* учет возможных изменений в параметрах проекта;
* проведение расчетов на основе реального потока денежных средств, а не бухгалтерских показателей;
* отражение и учет инфляции;
* учет риска, связанного с осуществлением проекта. [[12]](#footnote-12)

Основные или стандартные методы, используемые для оценки эффективности инвестиционных проектов, подразделяют на две категории:

1. статические или традиционные методы;
2. динамические методы.[[13]](#footnote-13)

Отличие данных категорий состоит в том, что динамические методы используют за основу концепцию дисконтирования денежного потока, в то время как статические методы получили широкое применение в российской и зарубежной практике еще до применения данной концепции. Следует подчеркнуть, что если в середине 20 века инвестиционные проекты оценивались преимущественно статическими методами, то с модернизацией подходов к оценке эффективности инвестиционных проектов через 20 лет большинство предприятий проводило расчет с помощью динамических методов. Таким образом, необходимо отметить, что подходы к оценке эффективности инвестиционных проектов, базирующиеся на дисконтировании, являются более современными и усовершенствованными методами анализа эффективности инвестиционного проекта, а соответственно и более актуальными.

Показатели эффективности инвестиционных проектов, не основывающиеся на дисконтировании, рассчитываются на базе фактических, плановых и проектных данных о затратах и результатах, обусловленных реализацией проектов. При использовании таких методов в ряде случаев прибегают к методу расчета среднегодовых данных о затратах и результатах за весь срок реализации инвестиционного проекта. Вышеописанный метод используют в таких случаях, когда затраты и результаты неравномерно распределяются в течение срока реализации инвестиционного проекта. В результате такого методического приема не в полной мере учитывается временной аспект стоимости денег, а также факторы, связанные с инфляцией и риском от реализации инвестиционного проекта. Кроме того, усложняется процесс проведения сравнительного анализа проектных и фактических данных по годам осуществления инвестиционного проекта. Все вышесказанное позволяет сделать заключение о том, что проводить оценку эффективности инвестиционного проекта с помощью какого-либо статического метода целесообразно в той ситуации, когда затраты и результаты равномерно распределены по годам реализации инвестиционных проектов, а срок окупаемости инвестиций не превышает пяти лет. Таким образом, к недостаткам таких методов можно отнести охват краткого периода времени, игнорирование временного аспекта стоимости денег и неравномерного распределения денежных потоков в течение всего срока функционирования инвестиционных проектов.[[14]](#footnote-14)

Необходимо отметить, что, несмотря на вышеуказанные недостатки, статические методы хоть несовершенны, однако в тоже время широко используемы. Можно предположить, что основанием такого явления служат основные положительные качества данной группы методов оценки эффективности инвестиционных проектов: доступность для понимания, высокая скорость расчетов, а также относительная простота.

Всю совокупность статических методов оценки эффективности инвестиционных проектов подразделяют на две группы:[[15]](#footnote-15)

1. Методы абсолютной эффективности инвестиций.

Концепция абсолютной эффективности капитальных вложений основывается на следующем предположении: целесообразно реализовывать только те инвестиции, которые способны гарантировать выполнение установленных инвестором нормативов эффективности использования капитальных вложений. К подобным нормативам можно отнести нормативный срок полезного использования инвестиций, или получение заданной нормы прибыли на капитал. Проект можно реализовывать, если ожидаемое значение вышеописанных показателей будет равным или большим их нормативных значений. Для проверки данных значений используют:

* подход, базирующийся на вычислении сроков окупаемости инвестиций;
* подход, базирующийся на расчете нормы прибыли на капитал.

1. Методы сравнительной эффективности вариантов капитальных вложений.

Концепция сравнительной эффективности капитальных вложений основывается на следующем предположении: рационально реализовывать только те инвестиции, которые принесут либо минимальную сумму приведенных затрат, либо максимум прибыли, либо максимум накопленного эффекта за расчетный период его использования. Для проверки данных значений используют:

* метод накопленного сальдо денежного потока (накопленного эффекта) за расчетный период;
* метод сравнительной эффективности — метод приведенных затрат;
* метод сравнения прибыли.

Прежде чем перейти к описанию динамических методов оценки эффективности инвестиционных проектов, необходимо дать определение дисконтированию, которое заложено в основе концепции данных методов.

Дисконтирование — метод оценки инвестиционных проектов путем выражения будущих денежных потоков, связанных с реализацией проектов, через их стоимость в текущий момент времени. Методы оценки эффективности инвестиций, основанные на дисконтировании, применяются в случаях крупномасштабных инвестиционных проектов, реализация которых требует значительного времени.[[16]](#footnote-16)

Динамические методы оценки эффективности инвестиционных проектов включают в себя:[[17]](#footnote-17)

* Метод чистой приведенной стоимости.

Данный метод позволяет принять управленческое решение о целесообразности реализации проекта исходя из сравнения суммы будущих дисконтированных доходов с издержками, необходимыми для реализации проекта.

* Метод внутренней нормы прибыли.

Данный метод представляет собой такое значение расчетной ставки процента, при котором сумма дисконтированных доходов за весь срок реализации инвестиционного проекта равна сумме первоначальных вложений. Такую норму можно определять как максимальную ставку процента, под которую фирма имеет возможность взять кредит с целью финансирования проекта с использованием заемного капитала.

* Дисконтированный срок окупаемости инвестиций.

Данный показатель представляет собой период окупаемости первоначальных инвестиций, используемых для реализации проекта за счет доходов, дисконтированных по заданной процентной ставке (норме прибыли) на текущий момент времени.

* Индекс доходности.

Данный индекс представляет собой отношение приведенных денежных доходов к приведенным на начало реализации проекта инвестиционным затратам. Проект подлежит реализации, если индекс доходности принимает значение больше 1.

* Метод аннуитета.

При использовании данного метода необходимо рассчитать общую сумму затрат на приобретение по современной общей стоимости платежа, которые затем равномерно распределяются в течение всего срока жизни инвестиционного проекта.

Следует отметить, что данные методы выгодно отличаются от статистических тем, что устраняют ряд их основных недостатков: использование в расчетах динамических методов позволяет учитывать временной аспект стоимости денег, а также факторы, связанные с инфляцией и риском, что дает возможность рассчитать эффективность использования капитала за продолжительный период времени.

* 1. Методы оценки инвестиционного проекта с помощью показателей экономической прибыли

На сегодняшний день для оценки эффективности инвестиционных проектов часто используются динамические методы, в основе которых лежит концепция дисконтирования денежных потоков. Как было указано выше, данные методы имеют ряд плюсов, выгодно отличающих их от статистических методов: учитывается временной аспект стоимости денег, инфляция и риск. Однако динамические методы имеют ряд существенных недостатков.

Представленные методы оценки инвестиционных проектов позволяют рассчитать эффективность на стадии отбора проекта, однако не дают возможности влиять на проект в ходе его реализации. Необходимо отметить, что иногда проект становится невыгодным после того, как произойдут определенные изменения на стадии реализации проекта, учесть которые в расчетах уже не представляется возможным, вследствие чего предприятие выполняет уже неэффективный проект. Все вышеизложенное приводит нас к выводу, что возможность расчета эффективности и способность влиять на проект на стадии реализации позволила бы прибегнуть к необходимым изменениям или вовсе исключить нерациональную реализацию проекта. [[18]](#footnote-18)

Глобализация экономики и изменения условий хозяйственной деятельности, возрастание роли интеллектуального капитала и ценности партнерских отношений, а также повсеместное применение международных стандартов финансовой отчетности позволили устранить данные недостатки и создать концепцию оценки эффективности инвестиционных проектов Value Based Management (VBM), направленная на создание стоимости.[[19]](#footnote-19)

Самые ранние упоминания о данной теории прослеживаются еще в конце 18 века, когда по причине механизации и промышленной революции становится возможным достичь экономии за счет инвестирования в оборудование и найма производственных рабочих. Дислокация объектов делает непосредственный надзор сложнее, и понимание в эффективности и производительности производственного процесса становится все более важным. В настоящее время методы становятся все более эффективными и производительными. В 19-м веке, благодаря развитию транспорта и механизма связи, эти методы становятся еще более продуктивными. Эти системы направлены не только на поощрение и оценку эффективности и продуктивности децентрализованных производственных процессов, но еще и на управления создание стоимости как таковой.[[20]](#footnote-20)

Из совокупности множества разработанных моделей важно уделить внимание 6 наиболее успешным подходам к оценке эффективности инвестиционных проектов, таким как:

1. Метод остаточного дохода(residual income accruing to a firm’s owner) Альфреда Маршала;
2. [Экономическая добавленная стоимость](http://afdanalyse.ru/publ/finansovyj_analiz/1/ehkonomicheskaja_dobavlennaja_stoimost_eva/15-1-0-247) (economic value added - EVA) консалтинговой фирмы Stern Stewart & Co (США);
3. Рыночная добавленная стоимость (Market Value Added - MVA) компании «McKinsey»;
4. Доходность инвестиций на основе денежного потока (Cash Flow Return on Investment-CFROI) HOLT Value Associates;
5. Денежная добавленная стоимость (cash value added - CVA) Бостонской консалтинговой группы;
6. Совокупная акционерная прибыль (TSR).

На рисунке 3 указаны имена авторов основных методов (сиреневый фон) и последователей данной теории (голубой фон), внесших большой вклад в развитие концепции.



Рис. 3 Авторы и последователи методов VBM концепции

Как было указано выше, данные методы базируются на основе концепции добавленной стоимости (value added) или экономической прибыли (economic profit), а определение итоговых критериев эффективности осуществляется с помощью информации, которая присутствует в финансовой отчетности компании. Важно отметить тот факт, что данные методы основываются на единой теоретической и информационной базе, а отличия состоят только в методах корректировки учетных данных, используемых для исчисления соответствующих индексов.[[21]](#footnote-21)

1. *Метод остаточного дохода Альфреда Маршала.*

Самым первым методом данной концепции является показатель остаточного дохода, созданный Альфредом Маршалом 19 веке. Данный показатель рассчитывался как разница между чистой прибылью и затратами на капитал собственника, которые определялись умножением требуемой доходности собственника на величину собственного капитала компании.[[22]](#footnote-22)   
Основным плюсом метода остаточного дохода является простота его вычисления, что не исключает необходимость использования рыночных данных. Метод Альфреда Маршала имеет также и значительный недостаток: несопоставимость информации. Затраты на капитал учитывают доходность, получаемую на рынке, базируясь на рыночной стоимости, а чистая прибыль представляет собой бухгалтерский показатель и рассчитывается на базе учетной стоимости. С течением времени расхождения между рыночной и учетной стоимостью фирмы стали составлять существенную величину, в связи с чем наступила необходимость модифицирования данного метода.[[23]](#footnote-23)

Исходя из вышесказанного, необходимо подчеркнуть, что в настоящее время данный показатель остаточного дохода не используется, уступив место более современным методам.

1. [*Экономическая добавленная стоимость*](http://afdanalyse.ru/publ/finansovyj_analiz/1/ehkonomicheskaja_dobavlennaja_stoimost_eva/15-1-0-247) *(economic value added - EVA) консалтинговой фирмы Stern Stewart & Co (США).*

[Экономическая добавленная стоимость](http://afdanalyse.ru/publ/finansovyj_analiz/1/ehkonomicheskaja_dobavlennaja_stoimost_eva/15-1-0-247) представляет собой меру денежной добавленной стоимости, созданной инвестициями или портфелем инвестиций. Рассмотрим взаимосвязь между экономической добавленной стоимостью и основными факторами, используемыми при его расчете, указанными на рисунке 4. Метод EVA основывается на трех элементах исходных данных: доходность капитала, заработанная на инвестиции; стоимость привлечения капитала по этим инвестициям; инвестированный капитал. [Экономическая добавленная стоимость](http://afdanalyse.ru/publ/finansovyj_analiz/1/ehkonomicheskaja_dobavlennaja_stoimost_eva/15-1-0-247) рассчитывается как продукт избыточной доходности, заработанной на инвестиции, и капитала, вложенного в эти инвестиции.[[24]](#footnote-24)

Выручка от реализации

Затраты

Чистая операционная прибыль после налогообложения

Номинальная налоговая ставка

Экономическая добавленная стоимость

Инвестированный капитал

Капитал\*

Стоимость капитала

Средневзвешенная стоимость капитала

Рис. 4 Основные факторы, формирующие EVA

Данный показатель считается самым распространенным методом расчета оценки эффективности инвестиционных проектов. Одной из причин данного явления служит доступность для понимания, однако, в отличие от статистических методов, у которых также присутствует подобное преимущество, показатель EVA, основанный на принципе экономической прибыли, может быть использован не только для анализа краткосрочных проектов, но и для рассмотрения долгосрочной деятельности компании.

Основная идея, на которой базируется данная концепция, состоит в необходимости получения акционерами предприятия большего дохода за счет деятельности данной фирмы, чем из альтернативных вариантов вложений.

Существует несколько вариаций расчета показателя EVA:  
 (1)

(2)

(3)

где  
OP (operating profit) — прибыль от основной (текущей) деятельности; CEскор. (capital employed) – скорректированный инвестированный капитал;  
NOPATскор. (net operating profit after taxes) – прибыль от основной деятельности после налога на прибыль;  
WACC (weighted average cost of capital) – средневзвешенные затраты на капитал;   
ROCEскор***.***(return of capital employed) = NOPATскор /CEскор – рентабельность скорректированного инвестированного капитала.

Если EVA>0, то происходит создание акционерной стоимости;

если EVA=0, то акционерная стоимость в ходе реализации проекта не создается;

если EVA<0, акционерная стоимость в ходе реализации проекта разрушается. [[25]](#footnote-26)

Плюсы EVA:

* EVA представляет собой наглядную оценку превышения дохода на капитал над стоимостью капитала, т.е. является мерой денежной прибавочной стоимости, создаваемой инвестициями или портфелем инвестиций;
* EVA позволяет построить эффективную систему мотивации персонала, опирающуюся на создание стоимости;
* благодаря однопериодному характеру (добавочная стоимость рассчитывается ежегодно) и форме представления, EVA облегчает построение факторной модели стоимости, а значит, повышает эффективность управления данным показателем. Благодаря данному фактору становится возможным рассчитывать эффективность инвестиционных проектов не только на стадии отбора, но и в течение всего срока реализации проекта.

Минусы EVA:

* Игнорирование денежных потоков.

Исходя из приведенных выше формул расчета показателя EVA, можно сделать выводы о возможных путях улучшения значения данного показателя:

1.        Увеличение доходов, генерируемых вложенными средствами. Данный результат может достигаться различными путями – через управление издержками, повышение эффективности бизнес-процессов посредством реинжиниринга и т.д.

2.        Путем расширения, т.е. инвестирования средств в проекты, рентабельность которых превышает затраты на капитал, вовлеченный в реализацию такого проекта.

3.        Повышение эффективности управление активами – продажа непрофильных, убыточных активов, сокращение сроков оборачиваемости дебиторской задолженности, запасов и т.д.

4.        Управление структурой капитала. [[26]](#footnote-27)

1. *Рыночная добавленная стоимость (Market Value Added - MVA).*

Рыночную добавленную стоимость можно назвать частным методом экономической добавленной стоимости. Она представляет собой приведенную стоимость всех ожидаемых в будущем составляющих экономической добавленной стоимости. Зависимость между EVA и MVA отображена на рисунке 5. Данный показатель можно представить как разницей между рыночной стоимостью акционерного капитала и рыночной стоимостью заемных средств.

Если использование показателя экономической добавленной стоимостью EVA оценивает отдачу от инвестиций с помощью корректировки прибылей, то использование показателя рыночной добавленной стоимости MVA основывается на рыночной капитализации компании, которая более значима для АО, котирующихся на фондовых биржах.

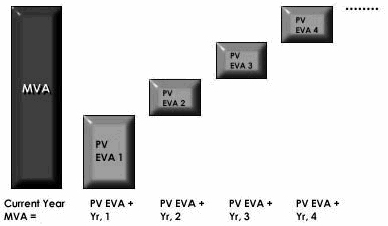
******

Рис. 5 Зависимость между EVA и MVA

Для расчета показателя MVA также существует несколько вариаций:

[[27]](#footnote-28)

или

[[28]](#footnote-29)

где

MVE (Market Value of Equity)- рыночная стоимость акционерного капитала;

MVD (Market Value of Debt)-рыночная стоимость долга;

TITAC (Total Invested or Total Adjusted Capital) - совокупный капитал.

Необходимо отметить, что первая формула представляет собой интерпретацию MVA, указанную выше.

Плюсы MVA:

* является более значимым показателем для АО, котирующихся на фондовых биржах.

Минусы MVA:[[29]](#footnote-30)

* не учитывает альтернативные стоимости инвестированного капитала;
* не учитывает промежуточные прибыли акционерам;
* данный показатель невозможно высчитать на уровне стратегической бизнес единицы и для частной компании.

*4.Доходность инвестиций на основе денежного потока (Cash Flow Return on Investment-CFROI).*

Данный показатель чаще всего используется инвестиционными менеджерами и корпорациями.

Благодаря тому, что в основу расчета показателя положены прогнозируемые денежные потоки, генерируемые операционный деятельностью компании, он обеспечивает более точную оценку экономической нормы доходности бизнеса. Вследствие чего применение CFROI в рамках модели CVA позволяет охватить не только фактическое состояние, но и ожидания относительно будущего положения компании в процессе оценки качества ее работы, чего не предполагает показатель EVA. Формула расчета:

(5)

Если - происходит создание стоимости предприятия;

если - происходит снижение стоимости предприятия.

Плюсы CFROI:

* устранение недостаток EVA: учитывает денежные потоки;
* учет фактора инфляции.

Минусы CFROI:

* трудности при вычислении;
* получение результата в виде относительного показателя.

*5. Денежная добавленная стоимость (cash value added - CVA).*

Данный метод рассматривается в роли альтернативы экономической добавленной стоимости EVA. Специалисты из Boston Consultng Group , являющиеся разработчиками денежной добавленной стоимости утверждают, что использование данного метода позволит избежать «бухгалтерских погрешностей», которые допускаются при расчете эффективности инвестиционного проекта методом EVA.

При разработке показателя CVA Томас. Г. Левис попытался устранить то, что не удалось Стерну и Стюарту. Вместо того чтобы корректировать бухгалтерские данные, для расчета показателя рентабельности, которые недостаточно коррелируют с фактическим развитием стоимости предприятия, им был предложен показатель доходности инвестированного капитала на базе денежного потока CFROI. По своей сути CFROI является внутренней нормой отдачи валовых денежных потоков и стоимости неамортизируемого имущества от валовых инвестиций в виде стоимости активов текущего периода. Период расчета отдачи от инвестиций определяется на основе ожидаемого срока жизни активов.[[30]](#footnote-32)

Расчет метода СVA выглядит следующим образом:

(6)

Или

где

AOCF-(Аdjusted Operating Cash Flows) – скорректированный операционный денежный поток;

WACC - средневзвешенная цена капитала;

TA – суммарные скорректированные активы.

Плюсы CVA:[[31]](#footnote-34)

* в качестве отдачи от инвестированного капитала используется потоковый показатель – денежные потоки (cash flows);
* в явном виде, в отличие от показателя CFROI, учитываются затраты на привлечение и обслуживание капитала из разных источников, т.е. средневзвешенная цена капитала.

Минусы CVA:

Несмотря на хорошую идею использования инвестиционного показателя рентабельности капитала, практические расчеты CFROI базируются на данных прошлых, а не будущих периодов, что является основным предметом критики данного метода. Основной критике подвергается тот факт, что вместо вычисления средневзвешенной стоимости капитала фирмы при расчете CVA используется усредненная ставка затрат на совокупный капитал на базе представительной выборки акционерных предприятий их важнейших отраслей.

*6.Совокупная акционерная прибыль (total shareholder return-TSR).*

Данный метод основывается на концепции полной отдачи от инвестиций и отражает норму доходности акционеров как совокупный эффект начисления дивидендов и изменения курсов акций.

Показатель совокупной доходности акционеров основывается на восприятии рынком будущей эффективности фирмы. Величину показателя TSR определяют три финансовых фактора:[[32]](#footnote-35)

•доходность инвестиций и прирост инвестированного капитала. Высокая норма прибыли на инвестированный капитал обеспечивает рост курсов акций и прирост инвестированного капитала, получая больше средств для реализации инвестиционных проектов;

•альтернативные стратегии, применяемые предприятиями с целью увеличения нормы прибыли на инвестированный капитал для обеспечения роста начисляемых акционерам дивидендов;

•увеличение свободного денежного потока.

Формула расчета:

(8)

Если , то происходит создание стоимости компании, а также растет эфффективность управленческих решений.

Плюсы TSR:[[33]](#footnote-37)

* присутствует возможность сравнения данного показателя по компаниям, а также относительно прибылей отрасли или рынка не учитывая размер организации, поскольку TSR измеряется в процентном выражении.

Минусы TSR:[[34]](#footnote-38)

* TSR нельзя рассчитать на уровне стратегической бизнес единицы;
* нет возможности рассчитать данный показатель для ЗАО, не говоря уже о неакционерных формах бизнеса.

Таким образом, можно сказать, что каждый показатель концепции VBM имеет свои недостатки, некоторые из которых нельзя избежать даже в том случае, когда показатели используются совместно. В контексте настоящей работы данные методы будет эффективно использовать для оценки эффективности инвестиционных проектов, цели которых носят частично-социальный характер, что означает, что данные проекты предназначены не только для принесения пользы обществу, но и для коммерческих целей компании. Вышеописанными методами может быть проанализирована коммерческая составляющая проекта, тогда как социальная составляющая может быть оценена определенными специальными индексами, представленными в пункте 1.4.

1.4 Специальные показатели оценки социально-ответственных инвестиций

Поскольку выше было отмечено, что на данном этапе развития стратегии КСО не существует системы оценок, то для инвестиционных проектов, в которых присутствует также коммерческая направленность, рационально использовать методы концепции VBM. Однако данные методы подходят лишь для оценки их коммерческой составляющей. Социальную эффективность таких проектов, а также оценку полностью социальных проектов, следует проводить иными методами. В настоящее время существует ряд индексов, не объединенных в систему, но позволяющих произвести определенный анализ социально-ответственных инвестиций.

Первый метод оценки эффективности социально-ответственных инвестиций называется метод анализа издержек и выгод. В ходе оценки проекта данным методом выполняется сравнение агрегированных выгод, оцененных в денежном выражении, получаемых от реализации бюджетных расходов по конкретному направлению, и самих расходов.[[35]](#footnote-39)

Данный метод представляет собой формулу чистых текущих выгод:

где

NB – чистые текущие выгоды(net present benefit);

Bt– выгоды в момент времени t;

Ct– затраты в момент времени t;

d – социальная ставка дисконтирования.

Необходимо отметить, что данный метод является одним из самых трудных в расчетах. Сложности возникают, когда выгоды в момент времени представлены не в денежном выражении. Кроме того, для расчетов в данной ситуации необходима социальная ставка дисконтирования, нахождение которой вызывает также определенные трудности. Однако, в случае, когда выгоды от социального проекта реально оценить, данный метод позволяет выполнить сравнение между различными социально-ответственными инвестициями и сделать определенные выводы. Именно этот факт побуждает сделать выбор в пользу данного метода в практической части работы.

Вторым способом оценки эффективности социально-ответственных инвестиций является метод анализа издержек и результативности. Важно отметить, что использование данного метода несколько проще, чем расчет NB, поскольку эффект (знаменатель) расчетах не должен представлять собой денежный результат.

Данный метод представляет собой формулу C/E:

(10)

Третий метод называется анализ издержек и полезности (cost-utility analysis – CUA), базирующийся на сравнении издержек в денежном измерении и пользы для общества от реализации социально-ответственных инвестиций, измеряемой в единицах полезности. Наиболее применимой сфера социальной деятельности государства для оценки данным методом является здравоохранение. Отличие данного метода от предыдущего выражается в наличии возможности обобщения эффектов бюджетных расходов.[[36]](#footnote-42)

Анализ издержек и полезности вычисляется по следующей формуле:   
 (11)

Для случаев, когда выгоды от социально-ответственных инвестиций не могут быть измерены в деньгах, а также присутствует необходимость агрегирования множества социальных результатов, рационально проводить расчет эффективности инвестиционного проекта методом анализа издержек и взвешенной результативности. Анализ издержек и взвешенной результативности также подходит для расчетов в образования и здравоохранения. При использовании данного метода важно правильно распределить веса каждого результата социальных инвестиций, что является весьма сложной задачей.[[37]](#footnote-44)

Оценка бюджетных расходов производится исходя из следующих расчетов:

[[38]](#footnote-45) (12)

где

Ei– i-ый эффект;

wi– вес i-ого эффекта.

Среди методов, разработанных специально для российской реалии, встречаются несколько индексов, использование которых может при учете указанных условий может привести к определенным результатам.

Исходя из проекта «Корпоративный менеджмент» А. П. Шихвердиева, в российской теории Корпоративная Социальная Ответственность (КСО) определяется как обязанность бизнеса следовать высоким стандартам поведения. Иными словами, КСО предполагает такую форму ведения бизнеса, при которой экономическая эффективность производства не является основной целью фирмы и, кроме того, должна одновременно способствовать гармо­ничному эффективному развитию общества в целом.

В данном проекте представлена методика оценки количественного индекса социальных инвестиций:[[39]](#footnote-46)

Индекс удельных социальных инвестиций IL- величина социальных инвестиций компании, приходящихся на 1 работника в рублях.

[[40]](#footnote-47) (13)

где

Ci – объем социальных инвестиций i-ой фирмы (включая добровольные и обязательные затраты на социальные программы);

Li – среднесписочная численность работников i-ой компании;

n – количество предприятий, принимающих участие в исследовании.

В случае использования данного показателя в целях проведения межвременных сравнений данный индекс может дефлироваться путем домножения на соответствующие коэффициенты роста цен. При проведении межстрановых сравнений указанные показатели могут переоцениваться в других видах валют путем домножения либо на валютный курс, либо на паритет покупательной способности.[[41]](#footnote-48)

Отношение социальных инвестиций рассмотренных российских компаний к суммарному объему их продаж в процентах- IS.

где

Ci – объем социальных инвестиций i-ой фирмы;

Si – валовый объем продаж i-ой фирмы.

(15)

где

Si min и Si max – верхний и нижний интервалы объема продаж i-ой фирмы.

В идеальной ситуации фактические показатели компаний не должны выходить за пределыSi min и Si max.

Существует также и методика оценки качественного индекса социальных инвестиций, однако, используемые критерии не входят в рамки предполагаемой концепции «затраты на капитал» и возможны только при разработке отдельной программы критериев для каждой компании и наличии дополнительной информации о проекте. Исходя из этого, для оценки проекта с коммерческой направленностью в работе будет использован расчет количественных показателей, опирающихся на наиболее оптимальный из VBM методов, позволяющих получить результаты деятельности компании в любой момент времени.

Часть индексов, разработанных для оценки социально-ответственных инвестиций, при модификации в единую систему оценки эффективности данного вида инвестиционных проектов, предоставит возможность проводить анализ эффективности социально-ответственных инвестиций.

На данном этапе метод анализа издержек и выгод, метод анализа издержек и результативности, анализ издержек и полезности, анализ издержек и взвешенной результативности возможно использовать для разных типов социально-ответственных государственных проектов, направленность которых описана выше в данном пункте.

Методы, описанные в проекте «Корпоративный менеджмент», в рамках данной работы будут использованы для оценки социальной составляющей инвестиционных проектов, носящих частично социальных характер. Рациональность использования именно этой группы методов для оценки социально-ответственных инвестиций продиктована тем фактом, что создавались данные методы с целью оценки корпоративных социально-инвестиционных проектов.

Демонстрация расчетов эффективности социально-ответственных инвестиций с помощью данных методов подчеркнет необходимость создания модифицированной системы оценки социально-ответственных инвестиций.

**Глава 2. Возможные пути совершенствования методов оценки социально-ответственных инвестиционных проектов**

* 1. Современная социально-ответственная политика

российского государства

Все большее количество предприятий позиционируют себя как социально - ответственные компании, учитывая не только коммерческие выгоды, но и социальную ответственность перед обществом. Примером такой ответственности могут послужить социально-ответственные проекты ОАО «Газпром».

В отчете о социальной ответственности ОАО «Газпром» отмечен тот факт, что предприятие каждый год увеличивает долю участия в инвестиционных проектах, целью которых является социальная поддержка общества. Основные направления данных проектов связаны с созданием новых рабочих мест, оказания помощи малообеспеченным и малоимущим, военнослужащим, ветеранам и инвалидам Великой Отечественной Войны, осуществлением программы социальной поддержки народов Крайнего Севера, вложением средств в строительство объектов производственной и социальной инфраструктуры в регионах Российской Федерации. Подчеркивается, что главным направлением было и остается оказание поддержки детям-инвалидам, сиротам и воспитанникам детских домов. В отчете также указано, что ОАО «Газпром» ежегодно выделяет средства на строительство жилых домов, детских садов, поликлиник и др.[[42]](#footnote-51)

Вышеописанную политику компании можно считать ярким примером Корпоративной Социальной Ответственности, поскольку деятельность предприятия ориентирована не только на получение коммерческой выгоды, но и на оказание поддержки обществу. Подобные действия благоприятно влияют на имидж компании, создавая безупречную репутацию предприятия в глазах контрагентов. Необходимо отметить, что данной стратегии придерживаются множество крупнейших компаний, как, что позволяет сделать вывод о наличии прямой зависимости между социальной ответственностью и процветанием компании.

Государство также поддерживает данную тенденцию. В настоящее время разрабатывается и реализуется множество социальных программ различной направленности:

* оплата труда и доходы населения;
* трудовые отношения;
* рынок труда и занятость;
* система социального обеспечения населения.

Социально-ответственным государство можно назвать в том, случае, если оно создает и поддерживает достойный уровень жизни населения, способствуя всестороннему развитию и процветанию каждого члена общества. Важно отметить, что такое государство на законодательном уровне признает и своей экономической и социальной политикой, правоприменительной и правоохранительной практикой гарантирует экономические, социальные и культурные права человека и гражданина, защищает свободу и собственность, обеспечивает на этой основе социальный мир, экономический рост и безопасность государства, физическое, духовное и нравственное совершенствование человека. [[43]](#footnote-52)

На рисунке 6 отражены основные приоритеты социально-ответственного государства. Основой успешной реализации данных направлений служит продуманный, последовательный и, главное, конструктивный характер действий государства. Только в таком политико-управленческом режиме мы, как пишет В.В.Путин, «мы сможем улучшить нашу жизнь, сделать более справедливым общественное устройство». [[44]](#footnote-53)

Рис.6 Главные приоритеты социально-ответственного государства

Социальная политика государства приобретает системный характер. Большое количество направлений данной политики свидетельствует о необходимости разработки системы критериев оценки результатов социально-ответственных инвестиционных проектов. Возможно, что существует необходимость обратить больше внимания на другие сферы, нуждающиеся в социальной поддержке. Возможно также, что существуют сферы, которые остро нуждаются в поддержке, но их пока не рассматривают с данной точки зрения.

В настоящее время в России реализуется широкий ряд государственных программ социальной направленности:[[45]](#footnote-54)

* Информационное общество (2011 - 2020 годы)
* Доступная среда на 2011–2015 годы
* Социальная поддержка граждан
* Содействие занятости населения
* Развитие здравоохранения
* Развитие культуры и туризма на 2013–2020 годы
* Развитие образования на 2013–2020 годы
* Развитие науки и технологий
* Развитие лесного хозяйства на 2013–2020 годы
* Охрана окружающей среды на 2012–2020 годы
* Развитие авиационной промышленности на 2013–2025 годы
* Развитие промышленности и повышение её конкурентоспособности
* Развитие электронной и радиоэлектронной промышленности на 2013–2025 годы
* Развитие судостроения на 2013–2030 годы
* Развитие фармацевтической и медицинской промышленности на 2013–2020 годы
* Обеспечение доступным и комфортным жильём и коммунальными услугами граждан Российской Федерации
* Развитие Северо-Кавказского федерального округа на период до 2025 года
* Развитие транспортной системы
* Космическая деятельность России на 2013–2020 годы
* Развитие сельского хозяйства и регулирование рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2013–2020 годы
* Обеспечение государственной безопасности
* Противодействие незаконному обороту наркотиков
* Управление федеральным имуществом
* Управление государственными финансами
* Обеспечение общественного порядка и противодействие преступности
* Обеспечение безопасности потерпевших, свидетелей и иных участников уголовного судопроизводства на 2014–2018 годы (является составной частью Государственной программы «Обеспечение общественного порядка и противодействие преступности»)
* Развитие рыбохозяйственного комплекса
* Создание условий для эффективного и ответственного управления региональными и муниципальными финансами, повышения устойчивости бюджетов субъектов Федерации
* Развитие внешнеэкономической деятельности
* Развитие физической культуры и спорта
* Внешнеполитическая деятельность
* Региональная политика и федеративные отношения
* Социально-экономическое развитие Калининградской области до 2020 года
* Воспроизводство и использование природных ресурсов
* Экономическое развитие и инновационная экономика
* Социально-экономическое развитие Дальнего Востока и Байкальского региона
* Энергоэффективность и развитие энергетики на 2013–2020 годы
* Юстиция

Исходя из рассмотренных направлений государственных программ, можно резюмировать, что государство стремиться к социальной ответственности и уверенно продвигается к поставленной цели. Однако, исходя из большой численности малоимущего населения, малой доступности качественного образования, уровня медицины следует, что общество все еще нуждается в дополнительной поддержке со стороны государства.

Как правило, в представленных программах трудно найти методы, с помощью которых были найдены те или иные цифры, составлены прогнозы, а также не указаны причины меньшего эффекта отчасти уже реализованных инвестиционных проектов. Наличие подобной информации способствовало бы проведению более совершенного анализа эффективности социально-ответственных инвестиций.

Таким образом, возникает ряд шагов, выполнив которые, возможно решить вышеизложенные проблемы:

* Разработка принципов отбора сфер, наиболее нуждающихся в инвестировании.

Данный шаг поможет разработать методику распределения инвестиционных потоков преимущественно в те отрасли, которые возможно упускаются из виду на данный момент. Такой подход не означает прекращение инвестирования в текущие направления, но предусматривает некоторое перераспределения долей социально-ответственных инвестиций.

* Создание системы критериев оценки государственных социально-ответственных инвестиционных проектов, с учетом направления инвестирования.

Поскольку методы оценки социально-ответственных инвестиций для государства также не систематизированы, как и для предприятий, что подтверждает обзор индексов оценки социально-ответственных инвестиций в Главе 1, этот шаг также необходим, так как государственные инвестиции обладают отдельной спецификой.

* Использование алгоритма оценки социально-ответственных инвестиционных проектов.

Вопрос разработки сценария алгоритма оценки социально-ответственных инвестиций как государственных, так и частных, требует более подробного рассмотрения, что приводит к следующей части данной главы.

Кроме того, государство способно внести вклад в корпоративные социально-ответственные инвестиции. Примером такого вклада может послужить установление налоговых льгот для предприятий, осуществляющих социально-ответственных инвестиций, а также участием в финансировании таких проектов. Данный вопрос также нуждается в более подробном рассмотрении, что приводит нас к пункту 2.2.

* 1. Сценарии разработки системы методов оценки

социально-ответственных инвестиционных проектов

Выгоды от реализации программ внедрения социально-ответственных инвестиций сложно оценить как по сумме, так и по срокам получения в связи с высоким уровнем неопределенности, в то время как затраты необходимо осуществлять сегодня и они вполне материальны, т.е. использование стандартных критериев оценки социально-ответственных инвестиционных проектов не дает адекватного результата.

Проблема заключается в отсутствии финансовых механизмов, компенсирующих повышенные риски реализации таких проектов. Разработка таких механизмов может быть связана со следующими действиями:

* установлением налоговых льгот;
* разработкой программ государственной поддержки социально-ответственных инвестиций, не связанных непосредственно с финансовыми вложениями;
* упрощением процедур отбора таких проектов;
* развитие стандартов раскрытия информации о государственных социально-ответственных инвестициях для расчета индексов социальной ответственности;
* разработкой модифицированной системы критериев оценки социально ответственных инвестиций;
* развитием стандартов раскрытия информации о КСО в финансовой отчетности фирм для расчета индексов социальной ответственности;
* учетом соответствующих индексов в моделях оценки затрат на капитал в целях анализа социальных эффектов реализации инвестиционных проектов рассматриваемого типа.

Необходимо отметить, что реализация одного из рассмотренных пунктов может внести значительный вклад в анализ эффективности социально значимых инвестиционных проектов, однако, решение проблемы возможно только при устранении основных и наиболее значимых недостатков, что кажется возможным при осуществлении трех последних действий данного списка.

Процесс разработки модифицированной системы критериев оценки социально ответственных инвестиций может опираться на показатели, используемые в настоящий момент для оценки инвестиционных проектов, однако, данный расчет должен производиться с учетом компоненты социальной ответственности. В роли данной компоненты может выступать доля средств, которая представляла бы собой доход для инвестора, но с учетом характера проекта, стала вкладом в общество.

Стоит также отметить, что даже при успешной разработке подобной системы, расчет не представляется возможным без раскрытия определенной информации. Как известно, большинство фирм предпочитают скрывать наиболее значимые данные по понятным причинам. Поскольку проекты, у которых отсутствует идея социальной значимости, несут эффективность исключительно для самих инвесторов, скрытие информации представляется рациональным по ряду причин, однако, если полезность от проекта направлена на общество, оценка значимости возможна только при наличии в расчетах реальных данных, указанных в системе критериев оценки социально ответственных инвестиций.

При просмотре отчетов о социальной деятельности предприятия, можно заметить, что показаны исключительно частичные издержки, отметить факт устаревших данных. Некоторые предприятия предпочитают раскрывать только направления своей социальной деятельности, не предоставляя обзор издержек и результатов данного вида инвестиционной деятельности. Все эти факты сильно препятствуют проведению анализа. Кроме того, такое неполное отражение информации может негативно сказаться на имидже компании, так как, как было указано выше, последователи стратегии КСО отмечают стремление контрагентов работать с социально-ответственными предприятиями, а недостаток информации иногда может указывать на проблемы в данной сфере.

Кроме того, как было указано выше, на данный момент наиболее вероятным представляется оценка проекта с помощью затрат. Поэтому расчет эффективности инвестиционного проекта должен включать показатель «затраты на капитал». Среди методов, разработанных специально для российской реалии, встречаются несколько индексов, использование которых может при учете указанных условий может привести к определенным результатам.

***Алгоритм оценки социально-ответственных инвестиционных проектов с наличием коммерческой выгоды***

Подготовка к оценке данного вида инвестиционных проектов должна осуществляться в 3 этапа, как показано на рисунке 7:

* Разработка критериев оценки социально-ответственных инвестиционных проектов
* Разработка стандартов раскрытия информации
* Разработка процедуры отбора социально-ответственных инвестиционных проектов

Рис. 7 Подготовка к оценке социально-ответственных инвестиционных проектов

Процедура оценки:

* Отбор проектов по установленным критериям
* Оценка проектов с помощью модифицированной системы критериев:

Пример: систематизация EVA и социальных индексов.

* При расчете EVA учитывается понижение ставки доходности в пользу социальной направленности проектов

***Алгоритм оценки социально-ответственных инвестиционных проектов (вся выгода от реализации проекта идет на пользу обществу)***

Подготовка к оценке данного вида инвестиционных проектов также должна осуществляться в 3 этапа, как показано на рисунке 8.

* Разработка критериев оценки социально-ответственных инвестиционных проектов
* Разработка стандартов раскрытия информации
* Разработка процедуры отбора социально-ответственных инвестиционных проектов

Рис. 8 Подготовка к оценке социально-направленных инвестиционных проектов

Процедура оценки:

* Отбор проектов по установленным критериям
* Оценка проектов с помощью модифицированной системы критериев:

Пример: систематизированный ряд социальных индексов.

* При расчете доходности проекта необходимо учитывать полную социальную направленность проекта, что исключает коммерческую выгоду.

При создании модифицированной системы оценки социально-ответственных инвестиций следует опираться на метод анализа издержек и выгод, так как данный подход позволяет произвести расчет выгод в денежном выражении, что станет возможным и наиболее рациональным способом в условиях применения разработанных стандартов раскрытия информации (формула 9):

где

NB – чистые текущие выгоды(net present benefit);

Bt– выгоды в момент времени t;

Ct– затраты в момент времени t;

d – социальная ставка дисконтирования.

Кроме того, важно, чтобы была возможность рассчитать ставку социального дисконтирования. Для определения данного компонента существует несколько подходов:

* Социальная альтернативная стоимость капитала

(16)

где

w- отдача, обеспечиваемая инвестициями в частном секторе (средняя по отрасли ROE);

δ- норма амортизации;

s- ставка реинвестирования;

SRTP- социальная ставка межвременных предпочтений.

* Метод потребительского эквивалента

(17)

где

SDR-социальная ставка дисконтирования;

SPC-теневая цена капитала;

SRTP-социальная ставка межвременных предпочтений;

- доля инвестиций в основной капитал в экономике;

-доля потребления в экономике.

* Ставка социальных межвременных предпочтений

[[46]](#footnote-56) (18)

где

- чистая ставка межвременных предпочтений;

L- уровень риска для жизни.

(19)

- эластичность предельной полезности потребления

где

δ – чистая ставка межвременных предпочтений;

APC – альтернативная стоимость капитала (alternative price of capital);

APS- средняя норма сбережений;

y – темп прироста дохода от работы.

Так как предполагается, что оценка социальных инвестиционных проектов будет проводиться именно в России, при разработке модифицированной системы критериев оценки социальных проектов социальную ставку дисконтирования следует рассчитывать способом, наиболее подходящим именно для российской практики, а именно методом социальных межвременных предпочтений.

Основная причина рациональности данного шага заключается в том, что данный показатель позволяет оценить эффективность социального инвестиционного проекта в зависимости от затрат. Кроме того, так как данный индекс позволяет оценивать не только затраты, но и выгоды от социальных программ в денежном выражении, при условии разработанных стандартов раскрытия информации, данный коэффициент может быть очень полезным.

Дополняя вышесказанное, важно подчеркнуть, что данный показатель подходит для оценки государственных инвестиций. Однако, как было отмечено ранее, выгоды от социального проекта трудно оценить, поэтому возможно стоит модифицировать данный показатель к модели затрат на капитал. Также, необходимо также вывести дополнительный ряд индексов, позволяющих более подробно оценить инвестиционный проект. Важно, чтобы данные показатели не ограничивали оценку проекта лишь на стадии отбора, но и делали возможным расчет эффективности в течение всего срока реализации социально-ответственного проекта.

Стоит отметить также, что подробный расчет эффективности невозможно будет произвести при недостаточном количестве данных, из чего вытекает необходимость реализации одного из вышеописанных действий: развитием стандартов раскрытия информации о КСО в финансовой отчетности фирм и информации о государственных проектах для расчета индексов социальной ответственности.

С учетом финансовых механизмов, компенсирующих повышенные риски реализации социальных проектов, и модернизацией указанных индексов становится возможным создание системы оценки социально-ответственных инвестиций.

**Глава 3. Практическая оценка эффективности социально-ответственных инвестиционных проектов**

* 1. Расчет эффективности социально-ответственного инвестиционного проекта ОАО “Гостиничный комплекс “Славянка”

ОАО «Гостиничный комплекс “Славянка” является одним из наиболее привлекательных центров отдыха, бизнеса, путешествий в г. Москве, активно развивающимся в последние годы.

В комплекс услуг данной гостиницы входит оздоровительный центр, однако, рассмотрим проект, возможный для реализации данной компанией и представляющий собой построение физкультурно-оздоровительного комплекса, открытый для проживающих в отеле и других гостей, часть услуг которого будут носить социальный характер. Рассчитаем возможность осуществления предложенного проекта в 2012 году.

Поскольку часть услуг физкультурно-оздоровительного комплекса будет иметь социальный характер, а другая - коммерческий, данный проект можно назвать частично-социальным. Поэтому, основой оценки эффективности данного инвестиционного проекта станет наиболее распространенный метод, относящийся к VBM, а именно EVA.

(1)

где

* NOPAT (Net Operationg Profit After Tax) - Чистая прибыль, полученная после уплаты налога на прибыль и за вычетом суммы процентов, уплаченных за пользование заемным капиталом. То есть это Чистая прибыль по данным финансовой отчетности (по Отчету о прибылях и убытках) с учетом необходимых корректировок.
* WACC (Weight Average Cost Of Capital) *-* Средневзвешенная стоимость капитала (измеряется в относительных величинах - в %), это стоимость совокупного капитала (собственного и заемного).
* CE (Capital Employed) - Инвестированный капитал. Представляет собой капитал, определяемый с учетом стоимости ресурсов, не включенных в баланс. Рассчитывается путем коррекции данных финансовой отчетности на величину "эквивалентов капитала владельцев".

(21)

Значение EBIT можно получить из отчета о финансовых результатах компании (Приложение № 3): сумма строк «Прибыль (убыток) до налогообложения» и «Проценты к уплате». Так как в отчетности данной компании проценты к уплате отсутствуют, данный показатель равен значению первой строки.

EBIT 2012=59 444 тыс. руб.

EBIT 2011=11 853 =11 853 тыс. руб.

Для того чтобы наглядно показать динамику EBIT компании, необходимо рассчитать коэффициент роста и темп роста и прироста. Для этого необходимо учесть EBIT предыдущего периода.

(22)-коэффициент роста;

=11 853/19550=0,606

=59 444 /11 853 =5,015

(23) -темп роста; =506%

-темп прироста ;=406%

Если посмотреть на результаты отчетности за предыдущие периоды, видно, что такой скачок спровоцировал какой-либо посторонний фактор. Исходя из статистики, предложенной в статье «Россия. СНГ и Грузия. Индекс оценочной стоимости 2011.» HVS , средний темп роста гостиничного бизнеса в России 7%, который можно использовать для дальнейших расчетов.

NOPAT(2012)= 59 444 тыс. руб. (1-0,16)=49932,96 тыс. руб.

* Средневзвешенная стоимость капитала (WACC) рассчитывается по формуле:
* (24)

где

- Стоимость заемного капитала (%);

- Доля заемного капитала (в %) (по балансу);

- Стоимость собственного капитала (%);

- Доля собственного капитала (в %) (по балансу);

T - Ставка налога на прибыль (в %).

(25)

где

СК-собственный капитал (кол-во акций\* котировка от 31.12.12);

ЗК-заемный капитал. (из баланса);

(26)

где

находим как среднее значение долгосрочных ставок рынка ГКО-ОФЗ c 01.01.2012 по 01.12.2012 .

находится как средняя доходность акций компании.

Для расчета (27) необходимо определить доходность акций данной компании и индекса страны за определенный период. Однако данная компания не выпускает акции на рынок, вследствие чего предложенная схема не подходит для расчета EVA данного предприятия. Таким образом, необходимо использовать альтернативный вариант:

WACC = Σ(Ci × qi) [[47]](#footnote-60) (28)

где

Ci — стоимость каждого источника средств;

qi — доля данного источника в общей сумме инвестируемого капитала.[[48]](#footnote-61)

При привлечении кредита необходимо рассчитать текущую рыночную оценку заемного капитала формулу:

где

-текущая рыночная оценка заемного капитала;

- процентные платежи в год;

- выплата долга в год;

- объем получаемого кредита.

Таблица 1

**Стратегия получения и возврата кредита,тыс.руб.**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период**  **Показатель** | **1** | **2** | **3** | **4** | **5** | **6** | **7** | **8** | **9** | **10** |
| Получение кредита | 50 | 100 | 150 | 200 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Сумма возврата кредита | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 50 | 140 | 290 | 440 |
| Остаток кредита | 50 | 150 | 300 | 500 | 500 | 500 | 450 | 360 | 210 | 60 |

Стоимость кредита банка с эффектом налогового щита определяется по формуле:

С = (r × 1,1)(1 – 0,24) + (i – r × 1,1) (30)

где

r- ставка рефинансирования.

Пусть r = 8,25%, тогда коэффициент составит 8,25 % × 1,1=0,09075

С = 0,09075× (1 – 0,24) + (0,16 – 0,09075) = 0,06897+0,06925=0,13822=13,82 %

WACC=13,82 %\*1=13,82

EVA=49932,96-13,82%\*670=49840,366

Предположим, что значение WACC остается на прежнем уровне, тогда:

Таблица 2

**Расчет EVA в течение реализации проекта**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период**  **Показатель** | **1** | **2** | **3** | **4** | **5** |
| EBIT,  млн.руб. | 59444 | 63605,08 | 68057,44 | 72821,46 | 77918,96 |
| Tпр | 7% | 7% | 7% | 7% | 7% |
| EVA | 40673,56 | 44168,87 | 47908,85 | 51910,62 | 56192,52 |

Таблица 2

**Расчет EVA в течение реализации проекта (продолжение)**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период**  **Показатель** | **6** | **7** | **8** | **9** | **10** | **6** |
| EBIT,  млн.руб. | 83373,29 | 89209,42 | 95454,07 | 102135,9 | 109285,4 | 83373,29 |
| Tпр | *7%* | *7%* | *7%* | *7%* | *7%* | *7%* |
| EVA | 60774,16 | 65676,51 | 70922,02 | 76534,72 | 82540,31 | 60774,16 |

Полученные результаты EVA>0 в каждом периоде, что означает, что проект создает акционерную стоимость. Однако в случае непредвиденных изменений менеджер получит возможность внести необходимые исправления или поменять свое решение относительно реализации данного проекта.

Перейдем к социальной оценке данного проекта.

Продажи и процесс возврата кредита начнется с 6 периода, соответственно затраты социального характера могут начаться в этот же период.

Предположим, что компания разработала следующую стратегию:

До 18-00 посещение оздоровительного центра учитывается с 50% скидкой для детей до 18 лет. После 18-00 посещение происходит с прежней скидкой для всех гостей.

* Индекс удельных социальных инвестиций IL

[[49]](#footnote-62) (13)

где

Ci – объем социальных инвестиций *i*-ой компании = 2 млн.руб.

Li – среднесписочная численность работников *i*-ой компании

за 2012 г.= 1034 ед.

n – число компаний, участвующих в исследовании.

= 7736,94391

* Отношение социальных инвестиций рассмотренных российских компаний к суммарному объему их продаж в процентах- IS.  
   (14)

где

Ci – объем социальных инвестиций *i*-ой компании=2 млн.руб.

Si – валовой объем продаж *i*-ой компании = 4 200 000 руб. в год

=0,47619=47,65% в год

Исходя из расчетов видно, что при учете реализации данного проекта, компания осуществляет значительные социальные инвестиции. Более того, пользуясь данными расчетами, ОАО «Славянка» сможет при необходимости пересмотреть свою стратегию инвестирования, т.к. EVA позволяет анализировать любой период реализации проекта, что, несомненно, имеет большое значение при осуществлении инвестиционной деятельности.

Также вышеописанные коэффициенты позволяют проследить динамику КСО данной фирмы и сделать соответствующие выводы в конце срока жизни проекта.

Однако необходимо заметить, что наличие системы критериев оценки данного типа проектов, информации по социально значимым инвестиционным проектам в открытом доступе, а также развитие стандартов раскрытия информации о КСО в финансовой отчетности фирм для расчета индексов социальной ответственности позволило бы гораздо точнее рассчитать эффективность и сделать соответствующие выводы, что приводит к мысли о необходимости реализации вышеописанных действий на практике.

3.2 Оценка эффективности проекта “Государственная программа Российской Федерации “Развитие здравоохранения””

Одним из основных направлений социальной политики государства является здравоохранение. С целью улучшить уровень данной сферы, была создана государственная программа Российской Федерации "Развитие здравоохранения", включающая в себя ряд подпрограмм, некоторые из которых содержат данные, способствующие расчету эффективности данных социально-ответственных инвестиций методами, предложенными в главе 1.

* *“Комплексная реабилитация и ресоциализация потребителей наркотических средств и психотропных веществ”*

В рамки данной программы входит борьба с наркотической зависимостью населения. Для этих целей создан специальный государственный проект, направленный лечение граждан, пораженных данной зависимостью.

Несмотря на снижение числа потребителей наркотиков, зарегистрированных наркологическими учреждениями страны, по данным проведенного ФСКН России в 2012 году мониторинга наркоситуации в Российской Федерации число лиц, потребляющих наркотики в немедицинских целях, оценивается в 8 млн. человек. Это свидетельствует о том, что число потребителей наркотических средств и психотропных веществ без назначения врача увеличивается за счет новых потребителей наркотиков. Государственная межведомственная программа направлена, в том числе на реализацию задач, содержащихся в Указе Президента от 7 мая 2012 года № 598 «О совершенствовании государственной политики в сфере здравоохранения», по формированию здорового образа жизни граждан Российской Федерации, в том числе профилактике наркомании, по снижению смертности населения России от дорожно-транспортных происшествий, от болезней системы кровообращения, туберкулеза, других социально-значимых заболеваний, сопутствующих потреблению наркотиков. Государственная межведомственная программа рассчитана на срок с 2014 года по 2020 год. Комплексная реабилитация и ресоциализация потребителей наркотиков в рамках Национальной системы начинается с января 2014 г. и продолжается в течение всего срока реализации Государственной межведомственной программы. Подробная информация о данной программе представлена в приложении №4.[[50]](#footnote-64)

Таблица 3

**Этапы проведения программы**

|  |  |
| --- | --- |
| **Этап** | **Действия** |
| 1 этап – 2014-2015 гг. | 1. Разработка организационных и правовых механизмов реализации Государственной межведомственной программы. |

Продолжение таблицы 3

|  |  |
| --- | --- |
| **Этап** | **Действия** |
| 1 этап – 2014-2015 гг. | 2. Уточнение и дополнение целевых показателей Государственной межведомственной программы с указанием планируемых значений целевых показателей по годам реализации Государственной межведомственной программы. |
| 3. Разработка и утверждение программ (подпрограмм антинаркотических программ) субъектов Российской Федерации по комплексной реабилитации и ресоциализации потребителей наркотиков. |
| 4. Создание организационно-управленческой основы Государственной межведомственной программы, включая формирование органов координации и управления. |
| 5. Формирование банка реабилитационных программ, федерального и регионального реестров организаций всех организационно-правовых форм, работающих в сфере мотивирования, комплексной реабилитации и ресоциализации и включенных в Национальную систему. |
| 6. Создание системы научно-методического и кадрового обеспечения Национальной системы, разработка и внедрение образовательных программ повышения квалификации для психологов, специалистов по социальной работе, социальных работников, которые работают в сфере комплексной реабилитации и ресоциализации. |
| 7. Формирование региональных сегментов Национальной системы. |

Продолжение таблицы 3

|  |  |
| --- | --- |
| **Этап** | **Действия** |
| 1 этап – 2014-2015 гг. | 8. Подведение промежуточных итогов разработки и реализации программ комплексной реабилитации и ресоциализации потребителей наркотиков с внесением необходимых корректировок в Государственную межведомственную программу, перечень и значения целевых показателей. |
| 2 этап – 2016-2017 гг. | 1. Завершение формирования региональных сегментов Национальной системы. |
| 2. Завершение основных запланированных научно-методических разработок в сфере комплексной реабилитации и ресоциализации потребителей наркотиков. |
| 3. Подведение промежуточных итогов разработки и реализации программ комплексной реабилитации и ресоциализации потребителей наркотиков с внесением необходимых корректировок в Государственную межведомственную программу, перечень и значения целевых показателей. |
| 3 этап – 2018 - 2020 гг. | 1. Анализ и оценка результатов реализации Государственной межведомственной программы. |
| 2. Совершенствование организационных основ всех направлений деятельности в рамках национальной системы с учетом результатов мониторинга эффективности мероприятий Государственной межведомственной программы. |
| 3. Разработка методических рекомендаций по дальнейшему совершенствованию функционирования Национальной системы. |

Поскольку реализация данного проекта не подразумевает осуществление коммерческих целей, данный проект можно назвать социальным. Исходя из вышеизложенного заключения, для расчета эффективности данного инвестиционного проекта воспользуемся анализом издержек и выгод:

[[51]](#footnote-65)

где

NB – чистые текущие выгоды;

Bt– выгоды в момент времени t;

Ct– затраты в момент времени t;

d – социальная ставка дисконтирования.

* ***Затраты***

Таблица 4

**Финансирование проекта, тыс.руб.**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Этап | Годы | Инвестиции |
| I | 2014 | 2360807,05 |
| 2015 | 5952518,11 |
| 2016 | 9581138,80 |
| II | 2017 | Не определено |
| 2018 | Не определено |
| 2019 | Не определено |
| 2020 | Не определено |

Как было отмечено выше, реализация данной программы проходит в несколько этапов. Финансирование первого этапа уже определено и расписано на каждый год. Однако объем финансирования второго этапа станет известен после реализации первого этапа, анализа его эффективности и заключения определенных выводов, которые смогут позволить оценить эффективность данного социального проекта и внести определенные корректировки, в случае если в них возникнет необходимость.

* **Выгоды**

Данная социальная программа направлена на достижение ряда результатов, часть которых необходима для расчета выгод от реализации социально-ответственных инвестиций:[[52]](#footnote-66)

* увеличения числа потребителей наркотиков, включенных в программы комплексной реабилитации и ресоциализации, до 150 тысяч ежегодно;
* достижения стойкого (свыше 2 лет) прекращения потребления наркотиков до 30% и более у окончивших программы комплексной реабилитации и ресоциализации;
* сокращение масштабов незаконного потребления наркотических средств и психотропных веществ.

По данным статьи Методика «Одиннадцать опасностей наркомании», зависимые от наркомании тратят на наркотики до одной тысячи рублей в день. [[53]](#footnote-67)

Предположим, что курс реабилитации 1 человека не более года.

Расчет выгоды:

150 000 человек\*0,3= 45 000 человек

45 000 человек\*1 тыс. руб.\*365 дней =16 425 000 тыс. руб.

* ***Социальная ставка дисконтирования***

Существует несколько способов вычисления социальной ставки дисконтирования, однако для определения данного показателя при расчете эффективности предложенного социального проекта будет использована оценка параметров STPR (формула 18), являющаяся наиболее применимой в российских условиях.

(18) [[54]](#footnote-68)

где

- чистая ставка межвременных предпочтений;

L- уровень риска для жизни;

μ-эластичность предельной полезности потребления;

g- темп прироста потребления на душу населения.

* Чистая ставка межвременных предпочтений =0

Для расчетов в рамках данного проекта чистая ставка межвременных предпочтений будет принимать значение равное нулю согласно утилитаристскому подходу:

« Чистая ставка межвременных предпочтений δ принимает значение, равное нулю, поскольку разные поколения считаются равными между собой и ни одному из них не отдается предпочтение, выраженное в потреблении.»[[55]](#footnote-69)

* Уровень риска для жизни
* Эластичность предельной полезности потребления

где

где δ – чистая ставка межвременных предпочтений;

APC – альтернативная стоимость капитала (alternative price of capital);

APS- средняя норма сбережений;

y – темп прироста дохода от работы.

Таблица 5

**Расчет социальной ставки дисконтирования**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Показатель** | **2012** | **2013** |
|  | 0 | 0 |
| Смертность, тыс.чел.[[56]](#footnote-72) | 640,7 | 652,5 |
| Численность населения тыс.чел.[[57]](#footnote-73) | 143 347,1 | 143 667 |
| L | 0,00447 | 0,00454 |
| Эластичность предельной  полезности –  µ | 0,5 | 0,5 |
| Темп  прироста  потребления  на душу  населения – g  (в %) | 0,257 | 0,263 |
| STPR | 0,5755 | 0,5855 |

Таким образом, в таблице 5 получена ставка социального дисконтирования за 2012 и 2013 г.г. Однако, для расчетов необходимо узнать ставку на период реализации инвестиционного проекта. Поэтому, учитывая тот факт, что многие данные рассчитаны с помощью экспертного подхода, а прогнозные результаты такого подхода могут быть еще менее достоверными, корректнее использовать результаты, полученные Министерством Экономического Развития РФ в прогнозе долгосрочного социально-экономического развития РФ на период до 2030 года.

Таблица 6

**Расчет социальной ставки дисконтирования на прогнозный период[[58]](#footnote-74)**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Показатель/год** | **Источник** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** | **2018** |
| Уровень риска для жизни ,% | Долгосрочный прогноз | 1,34 | 1,32 | 1,31 | 1,30 | 1,29 | 1,29 |
| Средневзвешенная ставка по депозитам(сроком до 1 года), % | Среднее за предыдущие 10 лет | 5,2 | 5,2 | 5,2 | 5,2 | 5,2 | 5,2 |
| Доля сбережений в доходах д/х | Среднее за предыдущие 10 лет | 18,8 | 18,8 | 18,8 | 18,8 | 18,8 | 18,8 |
| Темп прироста реальной з/пл, % | Среднесрочный прогноз до 2016 г., с 2017 г. - долгосрочный | 6,2 | 4,0 | 3,8 | 4,3 | 4,7 | 4,7 |
| Эластичность предельной полезности по доходу | Среднесрочный прогноз до 2016 г., с 2017 г. - долгосрочный | 0,86 | 1,23 | 1,28 | 1,16 | 1,08 | 1,08 |
| Темп реального прироста д/х на душу населения, % | Среднесрочный прогноз до 2016 г., с 2017 г. - долгосрочный | 4,5 | 3,9 | 3,7 | 3,4 | 4,7 | 4,7 |
| **SSRD** | **Расчетный показатель** | **5,2** | **6,1** | **6,0** | **5,3** | **6,4** | **6,4** |
| **SOC** | **Среднее за предыдущие 10 лет** | **5,4** | **5,4** | **5,4** | **5,4** | **5,4** | **5,4** |
| Доля инвестиций в ОК в ВВП | Долгосрочный прогноз | 0,22 | 0,23 | 0,24 | 0,24 | 0,25 | 0,25 |
| Доля потребления в ВВП | Среднее за предыдущие 10 лет | 0,68 | 0,68 | 0,68 | 0,68 | 0,68 | 0,68 |
| **SRD** | **Расчетный показатель** | **4,7** | **5,4** | **5,4** | **4,9** | **5,7** | **5,7** |

Продолжение таблицы 6

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Показатель/год | Источник | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Уровень риска для жизни ,% | Долгосрочный прогноз | 1,28 | 1,28 | 1,28 | 1,29 | 1,29 |

Продолжение таблицы 6

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Показатель/год | Источник | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Средневзвешенная ставка по депозитам(сроком до 1 года), % | Среднее за предыдущие 10 лет | 5,2 | 5,2 | 5,2 | 5,2 | 5,2 |
| Доля сбережений в доходах д/х | Среднее за предыдущие 10 лет | 18,8 | 18,8 | 18,8 | 18,8 | 18,8 |
| Темп прироста реальной з/пл, % | Среднесрочный прогноз до 2016 г., с 2017 г. - долгосрочный | 4,7 | 4,7 | 3,6 | 3,6 | 3,6 |
| Эластичность предельной полезности по доходу | Среднесрочный прогноз до 2016 г., с 2017 г. - долгосрочный | 1,08 | 1,08 | 1,33 | 1,33 | 1,33 |
| Темп реального прироста д/х на душу населения, % | Среднесрочный прогноз до 2016 г., с 2017 г. - долгосрочный | 4,7 | 4,7 | 4,5 | 4,5 | 4,5 |
| **SSRD** | **Расчетный показатель** | **6,4** | **6,4** | **7,3** | **7,3** | **7,3** |
| **SOC** | **Среднее за предыдущие 10 лет** | **5,4** | **5,4** | **5,4** | **5,4** | **5,4** |
| Доля инвестиций в ОК в ВВП | Долгосрочный прогноз | 0,26 | 0,26 | 0,26 | 0,26 | 0,26 |
| Доля потребления в ВВП | Среднее за предыдущие 10 лет | 0,68 | 0,68 | 0,68 | 0,68 | 0,68 |
| **SRD** | **Расчетный показатель** | **5,7** | **5,7** | **6,4** | **6,4** | **6,4** |

Поскольку в прогнозе долгосрочного социально-экономического развития РФ на период до 2030 года социальная ставка дисконтирования рассчитана тремя методами (SSRD, SOC, SRD), необходимо выбрать один из результатов для расчета эффективности проекта. Для того чтобы избежать некорректности, нужно рассчитать среднее значение данного показателя.

Таблица 7

**Среднее значение социальной ставки дисконтирования**

**за исследуемый период**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Ставка** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** | **2020** | **Ср.знач.** |
| SSRD | 6,1 | 6,0 | 5,3 | 6,4 | 6,4 | 6,4 | 6,4 | 6,1 |
| SOC | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 | 5,4 |
| SRD | 4,7 | 5,4 | 5,4 | 4,9 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,4 |
| **Ср.знач.** | **5,4** | **5,6** | **5,4** | **5,6** | **5,8** | **5,8** | **5,8** |  |

Таким образом, для расчетов потребуется Среднее значение социальной ставки дисконтирования за исследуемый период 2014, 2015, 2016 г.

Таблица 8

**Расчет чистых текущих выгод NB, тыс.руб.**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Показатель/год** | **2014** | **2015** | **2016** |
| Bt, тыс.руб. | 16 425 000 | 16 425 000 | 16 425 000 |
| Ct, тыс.руб. | 2360807,05 | 5952518,11 | 9581138,80 |
| d,% | 5,4 | 5,6 | 5,4 |
| NB в год, тыс.руб. | 13343636,57 | 9215845,994 | 5844930,62 |
| **Итого NB, тыс.руб.** | **28404413,2** | | |

Исходя из результатов, представленных в таблице 8, необходимо подчеркнуть, что проект несет большие социальные выгоды. Однако, при наличии модифицированной системы критериев оценки социальных проектов, было бы возможно более подробно рассмотреть данный проект.

Поскольку в данном случае критерий для принятия проекта не такой, как при анализе при помощи метода EVA (EVA>0), для оценки эффективности проекта необходимо провести сравнительный анализ полученных результатов настоящей программы с другой социальной программой, направленной на улучшение сферы здравоохранения. Для сравнения результатов проведем анализ второй государственной программы, направленной на предоставление санаторно-курортного лечения.

* *“Развитие медицинской реабилитации и санаторно-курортного лечения, в том числе детям “ государственной программы Российской Федерации "Развитие здравоохранения””*

Поскольку данная социальная программа также направлена на сферу здравоохранения, для расчета анализа ее эффективности можно использовать схему расчетов предыдущего проекта.

* ***Затраты***

Таблица 9

**Финансирование проекта, тыс.руб.[[59]](#footnote-75)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Этап | Годы | Инвестиции |
| I | 2013 | 9540060 |
| 2014 | 10345266 |
| 2015 | 10614920,4 |
| II | 2016 | 9695227,5 |
| 2017 | 9699608 |
| 2018 | 11621457,6 |
| 2019 | 12101467,3 |
| 2020 | 12443476,7 |

Реализация данной социальной программы проходит также в несколько этапов, однако, в отличие от первой, в данном случае известны суммы финансирования для каждой фазы реализации проекта. Поэтому, для сравнения, необходимо будет рассчитать данные до 2016 г. включительно, исходя из рамок программы «Комплексная реабилитация и ресоциализация потребителей наркотических средств и психотропных веществ».

* **Выгоды**

Данная социальная программа направлена на достижение следующего ряда результатов, часть которых необходима для расчета выгод от реализации социально-ответственных инвестиций:[[60]](#footnote-76)

* *увеличение доступности санаторно-курортного лечения для пациентов до не менее 45 процентов от числа нуждающихся;*
* увеличение доли пациентов, охваченных медицинской реабилитацией, от числа нуждающихся после оказания специализированной медицинской помощи до не менее 25 процентов;
* увеличение доли детей-инвалидов от числа нуждающихся, охваченных медицинской реабилитацией, до 85 процентов

В контексте данной работы присутствует возможность расчета выгоды населения от 1 результата из вышеизложенных.

Прежде всего, необходимо вычислить темп прироста численности детей-инвалидов на исследуемы период. Для расчетов можно использовать среднее значение предыдущих лет.

Таблица 10

**Темп прироста численности детей-инвалидов за исследуемый период, %**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Показатель/год** | **2008** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012** |
| Численность детей-инвалидов в возрасте до 16 лет, получающих социальные пенсии, тыс. чел.[[61]](#footnote-77) | 515 | 519 | 541 | 560 | 568 |
| Тпр, % | - | 0,77 | 4,24 | 3,51 | 1,42 |
| Тпр ср.знач.,% | 2,485 | | | | |

Таким образом, средний темп прироста за последние годы составляет 2,485%. Используя полученный результат, можно спрогнозировать численность детей-инвалидов за исследуемый период. Данный прогноз представлен в таблице 11.

Таблица 11

**Численность детей- инвалидов за исследуемый период, тыс.чел.**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Показатель/год** | **2012** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** |
| Тпр, % | 0,02485 | 0,02485 | 0,02485 | 0,02485 | 0,02485 |
| Численность детей-инвалидов, тыс. чел. | 568 | 582 | 597 | 611 | 627 |

Длительность санаторно-курортного лечения в рамках предоставляемого набора социальных услуг в санаторно-курортном учреждении составляет ля детей-инвалидов - 21 день.[[62]](#footnote-78)

Также известно, что стоимость 1 дня пребывания в санатории, исходя из которой оплачивается стоимость путевки для детей-инвалидов, утверждена Приказом Министерства труда и социальной защиты РФ и в 2013 году не может превышать 928,7 руб. в сутки. [[63]](#footnote-79) Предположим, что данное значение останется неизменным на протяжении исследуемого периода.

Пример расчета выгоды от реализации данной программы за 2013 год:

568 000 чел\* 0,45= 255 600 чел.

21 день\* 928.7 руб=19 502,7руб

245 250\* 19 502,7 руб. = 4 984 890 120 руб.

Таким образом, Bt, выгоды в момент времени t , на 2013 год составят 4 984 890 120 руб.

* ***Социальная ставка дисконтирования***

Для расчетов социальной ставки дисконтирования можно воспользоваться результатами, полученными при анализе предыдущее социальной программы из таблицы 7, поскольку анализ эффективности данного социально-ответственного проекта проводится за идентичный период.

Таблица 12

**Расчет чистых текущих выгод NB**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Показатель/год** | **2014** | **2015** | **2016** |
| Bt | 11643111,9 | 11916150 | 12228193 |
| Ct, тыс.руб. | 10345266 | 10614920,4 | 9695227,5 |
| d | 5,4 | 5,6 | 5,4 |
| NB в год | 24034183,33 | 19715600 | 46906768,52 |
| **Итого NB** | **90656551,85** | | |

Исходя из расчетов, необходимо отметить, что данный проект также несет большие социальные выгоды.

Полученные результаты значительно превышают чистые текущие выгоды от первой государственной социально-ответственной программы. Однако необходимо подчеркнуть, что данные проекты имеют разные направленности, несмотря на то, что обе программы реализуются с целью улучшения сферы здравоохранения. Исходя из этого, невозможно выявить предпочтения и провести полное сравнение исследуемых государственных социально-ответственных проектов. Все вышесказанное подтверждает необходимость создания аппарата оценки социально-ответственных инвестиционных проектов.

**Заключение**

В рамках работы представлена история развития данной теории, освещены основные исследования в области социально-ответственных инвестиций, а также наглядно представлены результаты данных исследований. Резюмируя представленные материалы, в работе сделан вывод об отсутствии систематизированного инструментального аппарата анализа данного типа инвестиций.

Учитывая вышеуказанный вывод, в ходе работы рассмотрены группы методов оценки инвестиционных проектов, а также специальные показатели оценки социально-ответственных инвестиций.

В работе рассмотрены 3 основных группы методов оценки эффективности инвестиционных проектов:

* статические;
* динамические;
* основанные на концепции VBM.

Особое внимание в вопросе оценки частично социальных инвестиционных проектов уделялось группе методов оценки инвестиционных проектов, основанных на показателях экономической прибыли. Данные методы основаны на концепции, ориентированной на создание стоимости, и представляют собой не трансформированный под современность, а скорее альтернативный подход к оценке эффективности инвестиционных проектов. Выбор в пользу методов, основанных на концепции VBM, был обусловлен существенными недостатками остальных 2 групп, а именно отсутствие возможностей влияния на ход инвестиционного проекта в течение срока его реализации.

Однако даже последняя группа методов не устраняет наиболее важного недостатка предыдущих групп: ни один метод не направлен на оценку социально-ответственных инвестиций, вследствие чего возникает необходимость в построении модифицированной системы критериев оценки социально ответственных инвестиционных проектов.

К такому же выводу привел анализ специальных показателей оценки социально-ответственных инвестиций. Из существующих критериев можно выделить ряд показателей, позволяющих провести определенную оценку социально-ответственных инвестиций, однако данные методы не объединены в систему и не позволяют провести полный анализ для формирования итоговых выводов об эффективности социально-ответственных инвестиций.

Кроме того, существует еще ряд факторов, препятствующих корректному анализу эффективности социально-ответственных инвестиций, в связи с чем, в главе 2 разработан ряд рекомендаций, позволяющих решить основные проблемы в данной сфере и провести корректный анализ эффективности социальных проектов.

Среди вышеуказанных мер стоит выделить основные действия, выполнение которых способно привести к значимому результату:

* разработка модифицированной системы критериев оценки социально ответственных инвестиций;
* развитие стандартов раскрытия информации о КСО в финансовой отчетности фирм для расчета индексов социальной ответственности;
* развитие стандартов раскрытия информации о государственных социально-ответственных инвестициях для расчета индексов социальной ответственности;
* учет соответствующих индексов в моделях оценки затрат на капитал в целях анализа социальных эффектов реализации инвестиционных проектов рассматриваемого типа.

Стоит отметить, что даже реализация последнего шага не является универсальным способом решения существующих проблем. В работе описан ряд трудностей, а также приведен список возможных действий, направленных на решение данной проблемы. Цели и задачи, поставленные при написании работы, выполнены.

В данном исследовании также указан алгоритм разработки модифицированной системы критериев оценки для оценки социально-ответственных инвестиций, а также уделено внимание индексам, которые могут стать основой данной системы.

В работе также представлены практические примеры, отражающие выводы, полученные в ходе анализа теоретической части работы и включающие в себя коммерческий проект, включающий в себя социальную направленность, а также государственные социально-ответственные инвестиции.

Основной результат, подводящий итог проведенного исследования, приводит к мысли, что оценка социально ответственных инвестиций нужна и возможна, но для выполнения данной задачи необходимо преодолеть ряд трудностей, реализуя действия, предложенные в работе.

1. Лобанова, Е.Н. Финансовое обоснование стратегических решений в российских корпорациях/ Е.Н. Лобанова, В.П.Паламарчук, В.Б. Минасян.-М.:Издательский дом «Дело» ЗАНХиГС, 2011.-520с.-ISBN: 978-5-7749-0667-3. [↑](#footnote-ref-1)
2. Лобанова, Е.Н. Финансовое обоснование стратегических решений в российских корпорациях/ Е.Н. Лобанова, В.П.Паламарчук, В.Б. Минасян.-М.:Издательский дом «Дело» ЗАНХиГС, 2011.-520с.-ISBN: 978-5-7749-0667-3. [↑](#footnote-ref-2)
3. Лобанова, Е.Н. Финансовое обоснование стратегических решений в российских корпорациях/ Е.Н. Лобанова, В.П.Паламарчук, В.Б. Минасян.-М.:Издательский дом «Дело» ЗАНХиГС, 2011.-520с.-ISBN: 978-5-7749-0667-3. [↑](#footnote-ref-3)
4. Инвестиции [Электронный ресурс].// EkSlovar.ru. – URL: http://ekslovar.ru/slovar/i-/investitsii.html (дата обращения: 08.02.2014). [↑](#footnote-ref-4)
5. Инвестиционный проект [Электронный ресурс]./Юридический словарь. – URL: http://dic.academic.ru/dic.nsf/lower/15043 (дата обращения: 10.02.2014). [↑](#footnote-ref-5)
6. Зарецкий, А.Д. Корпоративная социальная ответственность: мировая и отечественная практика/А.Д. Зарецкий, Т.Е.Иванова// Экономические науки.-2011.-№12.- с. 91-93. [↑](#footnote-ref-6)
7. Kanji, G.K. Corporate social responsibility in a global economy [Электронный ресурс]. / G.K. Kanji, P.K. Chopra// Total Quality Management.- 2010.- Vol. 21, No. 2.-p.119 –143. – URL: <http://m.spolecenskaodpovednostfirem>. cz/wpcontent/uploads/2013/09/CSR%20in%20a%20global%20economy.pdf (дата обращения: 11.03.2014). [↑](#footnote-ref-7)
8. Нагорнов, А.В. Солнцева, М.С., Исследования социальной ответственности компании/А.В.Нагорнов, М.С.Солнцева// Корпоративные финансы. - 2007.-№2-с.112-132. [↑](#footnote-ref-8)
9. Баффет, У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / У. Баффетт.- М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 266 с. - ISBN 5-9614-0180-4. [↑](#footnote-ref-9)
10. Никонова, И. А. Оценка инвестиционных проектов в системе оценки бизнеса / И. А. Никонова. -М.:- 2007.-№ 1.-с.21-25. [↑](#footnote-ref-10)
11. Никонова, И. А. Оценка инвестиционных проектов в системе оценки бизнеса / И. А. Никонова. -М.:- 2007.-№ 1.-с.21-25. [↑](#footnote-ref-11)
12. Ермасова, Н.Б. Методы оценки инвестиционных проектов [Электронный ресурс] / Ермасова, Н.Б. //Финансовый менеджмент. - URL:http://www.be5.biz/ekonomika/f008/18.htm– Загл. с экр ана. (дата обращения: 10.02.2014). [↑](#footnote-ref-12)
13. Ермасова, Н.Б. Методы оценки инвестиционных проектов [Электронный ресурс] / Ермасова, Н.Б. //Финансовый менеджмент. - URL:http://www.be5.biz/ekonomika/f008/18.htm– Загл. с экр ана. (дата обращения: 10.02.2014). [↑](#footnote-ref-13)
14. Власова, В.М. Методы оценки эффективности инвестиций [Электронный ресурс]/ В.М. Власова// Элитариум.-2007.- URL: http://www.elitarium.ru/2007/11/02/metody\_ocenki\_jeffektivnosti\_investicijj.html (дата обращения: 22.01.2014). [↑](#footnote-ref-14)
15. Власова, В.М. Методы оценки эффективности инвестиций [Электронный ресурс]/ В.М. Власова// Элитариум.-2007.- URL: http://www.elitarium.ru/2007/11/02/metody\_ocenki\_jeffektivnosti\_investicijj.html (дата обращения: 22.01.2014). [↑](#footnote-ref-15)
16. Власова, В.М. Методы оценки эффективности инвестиций [Электронный ресурс]/ В.М. Власова// Элитариум.-2007.- URL: http://www.elitarium.ru/2007/11/02/metody\_ocenki\_jeffektivnosti\_investicijj.html (дата обращения: 22.01.2014). [↑](#footnote-ref-16)
17. Власова, В.М. Методы оценки эффективности инвестиций [Электронный ресурс]/ В.М. Власова// Элитариум.-2007.- URL: http://www.elitarium.ru/2007/11/02/metody\_ocenki\_jeffektivnosti\_investicijj.html (дата обращения: 22.01.2014). [↑](#footnote-ref-17)
18. Лукасевич, И.Я.Альтернативные подходы к оценке инвестиционных проектов [Электронный ресурс] / И.Я. Лукасевич// Финансы.- 2010.- №9. - URL: http://afdanalyse.ru/news/ocenka\_investicionnykh\_proektov\_1/2011-05-12-151 (дата обращения: 12.03.2014). [↑](#footnote-ref-18)
19. Лукасевич, И.Я.Альтернативные подходы к оценке инвестиционных проектов [Электронный ресурс] / И.Я. Лукасевич // Финансы.- 2010.- №9. - URL: http://afdanalyse.ru/news/ocenka\_investicionnykh\_proektov\_1/2011-05-12-151 (дата обращения: 12.03.2014). [↑](#footnote-ref-19)
20. The History of Value Based Management [Электронный ресурс]. – URL: http://www.valuebasedmanagement.net/faq\_history\_value\_based\_management.htmlhttp://m.spolecenskaodpovednostfirem.cz/wp-content/uploads/2013/09/CSR%20in%20a%20global%20economy.pdf (дата обращения: 10.03.2014). [↑](#footnote-ref-20)
21. Лукасевич, И.Я.Альтернативные подходы к оценке инвестиционных проектов [Электронный ресурс] / И.Я. Лукасевич // Финансы.- 2010.- №9. - URL: http://afdanalyse.ru/news/ocenka\_investicionnykh\_proektov\_1/2011-05-12-151 (дата обращения: 12.03.2014). [↑](#footnote-ref-21)
22. Ситник, П.Е. Использование показателей экономической прибыли для построения регионального рейтинга российских непубличных компаний/ П.Е.Ситник// Корпоративные финансы. -2008. - №4(8). - с.114-121. [↑](#footnote-ref-22)
23. Ситник, П.Е. Использование показателей экономической прибыли для построения регионального рейтинга российских непубличных компаний/ П.Е.Ситник// Корпоративные финансы. -2008. - №4(8). - с.114-121. [↑](#footnote-ref-23)
24. Damodaran, A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset [Электронный ресурс]. / A. Damodaran.-2-rd ed.-Canada: John Wiley& Sons, Inc. -2002.- ISBN 0-471-41490-5. – URL:http://portaldace.mineco.gob.gt/sites/default/files/unidades/DefensaComercial/Casos/Controversias/Inversionista%20-%20Estado/Etapa%20de%20Meritos%2007-23%20(Ferrovias)/Respondent%20Experts/ Spiller%20Exp%20Rpt%201st/LECG-29-Damodaran\_%20Ch4.pdf(дата обращения: 11.03.2014). [↑](#footnote-ref-24)
25. Компания, ориентированная на акционеров в свете стратегии EVA [Электронный ресурс]. //Финансовые консультации. – URL: http://mavritsky.ucoz.ru/publ/2-1-0-29 (дата обращения: 13.02.2014). [↑](#footnote-ref-26)
26. Степанов, Д. Value-Based Management и показатели стоимости [Электронный ресурс]./Д. Степанов// Сайт Степанова Дмитрия. – URL: http://d-stepanov.narod.ru/publications/vbm02.htm (дата обращения: 15.02.2014). [↑](#footnote-ref-27)
27. Ёлтышева, Ю.С. Создание акционерной стоимости [Электронный ресурс]. – URL: hse.ru/data/2012/12/12/1300356353/(дата обращения: 05.03.2014). [↑](#footnote-ref-28)
28. Степанов, Д. Value-Based Management и показатели стоимости [Электронный ресурс]./Д. Степанов// Сайт Степанова Дмитрия. – URL: http://d-stepanov.narod.ru/publications/vbm02.htm (дата обращения: 15.02.2014). [↑](#footnote-ref-29)
29. Ёлтышева, Ю.С. Создание акционерной стоимости [Электронный ресурс]. – URL: hse.ru/data/2012/12/12/1300356353/(дата обращения: 05.03.2014). [↑](#footnote-ref-30)
30. Ситник, П.Е. Использование показателей экономической прибыли для построения регионального рейтинга российских непубличных компаний/ П.Е.Ситник// Корпоративные финансы. -2008. - №4(8). - с.114-121. [↑](#footnote-ref-32)
31. Степанов, Д. Value-Based Management и показатели стоимости [Электронный ресурс]./Д. Степанов// Сайт Степанова Дмитрия. – URL: http://d-stepanov.narod.ru/publications/vbm02.htm (дата обращения: 15.02.2014). [↑](#footnote-ref-34)
32. Совокупная доходность акционеров (TSR) [Электронный ресурс] // KPI & Balanced Scorecard.-URL: http://balanced-scorecard.ru/vbm/method/230 (дата обращения: 11.02.2014). [↑](#footnote-ref-35)
33. Ёлтышева, Ю.С. Создание акционерной стоимости [Электронный ресурс]. – URL: hse.ru/data/2012/12/12/1300356353/(дата обращения: 05.03.2014). [↑](#footnote-ref-37)
34. Ёлтышева, Ю.С. Создание акционерной стоимости [Электронный ресурс]. – URL: hse.ru/data/2012/12/12/1300356353/(дата обращения: 05.03.2014). [↑](#footnote-ref-38)
35. Емельянов, А. М. О мониторинге результативности бюджетных расходов на региональную систему профилактики и патроната социального сиротства / А. М. Емельянов// Семья в России- 2006. № 4. - С. 11. [↑](#footnote-ref-39)
36. Емельянов, А. М. О мониторинге результативности бюджетных расходов на региональную систему профилактики и патроната социального сиротства / А. М. Емельянов// Семья в России- 2006. № 4. - С. 11. [↑](#footnote-ref-42)
37. Емельянов, А. М. О мониторинге результативности бюджетных расходов на региональную систему профилактики и патроната социального сиротства / А. М. Емельянов// Семья в России- 2006. № 4. - С. 11. [↑](#footnote-ref-44)
38. Емельянов, А. М. О мониторинге результативности бюджетных расходов на региональную систему профилактики и патроната социального сиротства / А. М. Емельянов// Семья в России- 2006. № 4. - С. 11. [↑](#footnote-ref-45)
39. Шихвердиев, А. П. Проект Корпоративный менеджмент: учебное пособие [Электронный ресурс]. / А. П. Шихвердиев. – URL: http://rudocs.exdat.com/docs/index-402440.html?page=10 (дата обращения: 12.03.2014). [↑](#footnote-ref-46)
40. Шихвердиев, А. П. Проект Корпоративный менеджмент: учебное пособие [Электронный ресурс]. / А. П. Шихвердиев. – URL: http://rudocs.exdat.com/docs/index-402440.html?page=10 (дата обращения: 12.03.2014). [↑](#footnote-ref-47)
41. Шихвердиев, А. П. Проект Корпоративный менеджмент: учебное пособие [Электронный ресурс]. / А. П. Шихвердиев. – URL: http://rudocs.exdat.com/docs/index-402440.html?page=10 (дата обращения: 12.03.2014). [↑](#footnote-ref-48)
42. Социальная ответственность «Газпром» [Электронный ресурс]./ ОАО «Газпром».- URL: http://www.gazpromquestions.ru/social/ (дата обращения: 18.05.2014). [↑](#footnote-ref-51)
43. Охотский, Е.В. Социальное государство и социальная политика современной России: ориентация на результат / Е.В. Охотский, В.А. Богучарская // Труд и социальные отношения. - 2012. - № 5(95). - с. 30-44. [↑](#footnote-ref-52)
44. Охотский, Е.В. Социальное государство и социальная политика современной России: ориентация на результат / Е.В. Охотский, В.А. Богучарская // Труд и социальные отношения. - 2012. - № 5(95). - с. 30-44. [↑](#footnote-ref-53)
45. Государственные программы [Электронный ресурс] /Правительство Российской Федерации// Дата обновления: 24.01.2014. URL: http://government.ru/info/778 (дата обращения: 25.03.2014). [↑](#footnote-ref-54)
46. Архипов, В.М. Оценка социальной ставки дисконтирования / В.М. Архипов, Емельянов, А.М. // Финансы и кредит.- 2006. -№ 17. - С. 49-55. [↑](#footnote-ref-56)
47. Яковлева, И.Н. Как рассчитать ставку дисконтирования и риски для производственного предприятия/ И.Н.Яковлева// Справочник экономиста. - 2008. -№9(63). - С. 24-32. [↑](#footnote-ref-60)
48. Яковлева, И.Н. Как рассчитать ставку дисконтирования и риски для производственного предприятия/ И.Н.Яковлева// Справочник экономиста. - 2008. -№9(63). - С. 24-32. [↑](#footnote-ref-61)
49. Шихвердиев, А. П. Проект Корпоративный менеджмент: учебное пособие [Электронный ресурс]. / А. П. Шихвердиев. – URL: http://rudocs.exdat.com/docs/index-402440.html?page=10 (дата обращения: 12.03.2014). [↑](#footnote-ref-62)
50. Государственная межведомственная программа «Комплексная реабилитация и ресоциализация потребителей наркотических средств и психотропных веществ» [Электронный ресурс] / Федеральная служба Российской Федерации по контролю за оборотом наркотиков//-2013. URL: http://fskn.ru/pages/main/prevent/13250/index.shtml (дата обращения: 25.05.2014). [↑](#footnote-ref-64)
51. Емельянов, А. М. О мониторинге результативности бюджетных расходов на региональную систему профилактики и патроната социального сиротства / А. М. Емельянов// Семья в России- 2006. № 4. - С. 11. [↑](#footnote-ref-65)
52. Государственная межведомственная программа «Комплексная реабилитация и ресоциализация потребителей наркотических средств и психотропных веществ» [Электронный ресурс] / Федеральная служба Российской Федерации по контролю за оборотом наркотиков//-2013. URL: http://fskn.ru/pages/main/prevent/13250/index.shtml (дата обращения: 25.05.2014). [↑](#footnote-ref-66)
53. Государственная межведомственная программа «Комплексная реабилитация и ресоциализация потребителей наркотических средств и психотропных веществ» [Электронный ресурс] / Федеральная служба Российской Федерации по контролю за оборотом наркотиков//-2013. URL: http://fskn.ru/pages/main/prevent/13250/index.shtml (дата обращения: 25.05.2014). [↑](#footnote-ref-67)
54. Архипов, В.М. Оценка социальной ставки дисконтирования / В.М. Архипов, Емельянов, А.М. // Финансы и кредит.- 2006. -№ 17. - С. 49-55. [↑](#footnote-ref-68)
55. Емельянов, А.М. Новые исследования: Использование подхода ставки межвременных предпочтений для оценки социальной ставки дисконтирования/ А.М. Емельянов, М.А. Шелунцова // Корпоративные финансы.- 2007.-№1-с. 9-21. [↑](#footnote-ref-69)
56. Демография [Электронный ресурс]. //Федеральная служба государственной статистики. – URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\_main/rosstat/ru/statistics/population/demography/# (дата обращения: 18.04.2014). [↑](#footnote-ref-72)
57. Демография [Электронный ресурс]. //Федеральная служба государственной статистики. – URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\_main/rosstat/ru/statistics/population/demography/# (дата обращения: 18.04.2014). [↑](#footnote-ref-73)
58. Сколько стоит Россия: 10 лет спустя [Электронный ресурс] / И.А.Николаев [и др.]. – Аудиторско-консалтинговая компания ФБК. - М.:- 2014.- URL:http://www.fbk.ru/upload/iblock/d34/12education.pdf (дата обращения: 19.05.2014). [↑](#footnote-ref-74)
59. http://docs.cntd.ru/document/499091785 [↑](#footnote-ref-75)
60. Об утверждении государственной программы Российской Федерации "Развитие здравоохранения" : от 15 апреля 2014 года N 294 [Электронный ресурс] //Электронный фонд правовой и нормативно-технической документации-2013. URL: http://docs.cntd.ru/document/499091785 (дата обращения: 25.05.2014). [↑](#footnote-ref-76)
61. Численность детей-инвалидов в возрасте до 16 лет, получающих социальные пенсии[Электронный ресурс] //Федеральная служба государственной статистики. – URL: http://www.gks.ru/free\_doc/new\_site/population/zdrav/inv-det.htm (дата обращения: 18.04.2014). [↑](#footnote-ref-77)
62. Санаторно-курортное лечение [Электронный ресурс] / Фонд социального страхования Российской Федерации.- URL: http://r86.fss.ru/directions/42781/ (дата обращения: 25.05.2014). [↑](#footnote-ref-78)
63. Санаторно-курортное лечение [Электронный ресурс] / Фонд социального страхования Российской Федерации.- URL: http://r86.fss.ru/directions/42781/ (дата обращения: 25.05.2014). [↑](#footnote-ref-79)