

К ВОПРОСУ ОБ УПРАВЛЕНИИ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ В РАМКАХ КОНЦЕПЦИИ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ

УДК 338.984

Елена Игоревна Павлова,
аспирантка кафедры Экономики в энергетике
и промышленности
Национальный исследовательский универси-
тет «Московский энергетический институт»
Эл. почта: PavlovaEI@mpei.ru

Елена Яковлевна Синицына,
к.э.н. доцент, кафедра Экономики в энерге-
тике и промышленности
Национальный исследовательский универси-
тет «Московский энергетический институт»
Эл. почта: SinitsynaYY@mpei.ru

В статье приводятся исследования, связан-
ные с выявлением влияния соблюдения
принципов устойчивого развития на рыноч-
ную стоимость компании. Рассмотрены
способы определения уровня устойчивого
развития компаний. Предложена методика
оценки устойчивости компаний. Предложена
методика определения влияния показателей
устойчивого развития на репутационную
стоимость компании.

Ключевые слова: устойчивое развитие,
корпоративная социальная ответствен-
ность, управление стоимостью, показате-
ли устойчивого развития, репутационная
стоимость компании

Elena I. Pavlova,
Post-graduate student of the Department of
Economics in energy and industry
National Research University «Moscow Power
Engineering Institute»
PavlovaEI@mpei.ru

Elena Ya. Sinitsyna,
Ph.D. Associate Professor, Department of
Economics in the energy and industry
National Research University «Moscow Power
Engineering Institute»
SinitsynaYY@mpei.ru

TO THE QUESTION OF MANAGING VALUE COMPANY WITHIN THE CONCEPT OF SUSTAINABLE ECONOMIC DEVELOPMENT

The article presents the study of identifying
the impact of compliance with principles of
sustainable development in the market value of
the company. The methods of determining the
level of sustainable development of companies.
The urgency of following the concept of
sustainable development of enterprises. The
method of determining the impact of sustainable
development indicators in the reputational value
of the company.

Keywords: sustainable development, corporate
social responsibility, cost management,
sustainable development indicators, the value
of the company's reputation.

Настоятельным требованием современного этапа развития че-
ловечества является переход к устойчивому развитию (sustainable
development) [1]. На глобальном уровне правительства большого числа
стран, осознавая это, приняли ряд согласованных документов. В 2000м
году по предложению генерального секретаря ООН был инициирован
глобальный договор ООН (ГД ООН). Это международное объединение
компаний и общественных организаций, направленное на содействие
устойчивому развитию. Летом 2012 года на Корпоративном форуме по
устойчивому развитию в числе принятых решений резолюция о том,
что «информация о показателях устойчивого развития должна быть
доступна на всех уровнях экономической деятельности...» [2].

Основоположником концепции корпоративной устойчивости счи-
тается Дж. Элгингтон, который ввел понятие триединого итога (triple
bottom line; 3BL). Эта модель «использовала деление на экологическую,
экономическую и социальную среду устойчивого развития в приложе-
нии к компаниям» [3]. Для обозначения отчетности, содержащей на ряду
с экологическими, социальными и экономическими показателями, ипользу-
ются следующие термины: «отчетность об устойчивом развитии»,
«отчетность о социальной ответственности», «открытая отчетность»,
«интегрированная отчетность». Экономическое преимущество работы ком-
паний, представляющих в открытом доступе такую информацию, за-
метно улучшаются. Так, по данным американской правительственной
организации «Conference Board» в 1999 году у компаний, реализующих
концепцию социальной ответственности, доход на инвестированный
доллар был на 9,8 % выше, чем у компаний, не реализующих, доход
с инвестированного доллара на 5,55% прибыли – на 6,55% [4].

В нашей стране действует Стандарт торговой компании «Социальная ответственность» [5]. Существующие исследования позволяют
рассчитывать прибыль от бренда (репутации) Компании [6]. Между
тем, существуют «различия в сроках (довольно коротких в случае ре-
ализации стратегии компании) и длительных для появления признаков
устойчивого развития» [7]. Экономическим показателем, отражающим
не краткосрочную успешность компании, а достигнутый ею уровень
результативности в реализации выбранной стратегии за длительный пе-
риод, является оценка стоимости компании. Представляет несомненный
интерес выявление взаимосвязи между достижением компаний эффек-
тивности в трёх важнейших сферах (экономической, экологической и
социальной) и оценкой стоимости этой компании.

Устойчивое развитие и корпоративная социальная ответственность
стали важнейшими инструментами управления деятельностью совре-
менных компаний. Показатели устойчивого развития имеют широкое
практическое применение. Их используют для формирования портфеля
социально-ответственного инвестирования, финансовых инструментов
и продуктов, идентификации лидеров в области устойчивого развития,
сравнения лучших практик различных компаний, а также оценки доход-
ности портфелей социально-ответственного инвестирования.

Различают индикаторы и индексы устойчивого развития.

Индикаторами устойчивого развития называют показатели, выво-
димые из первичной информации, позволяющие судить о состоянии
и/или изменениях параметров устойчивого развития (экологических,
экономических, социальных) *Индексы устойчивого развития* – это
комплексные показатели, получаемые в ходе агрегации (объединения)

нескольких индикаторов между собой или с другими данными.

Наиболее известна методика оценки уровня устойчивого развития компании с помощью *индекса устойчивости Доу-Джонса* (Dow Jones Sustainability Index – DJSI). Значения индекса публикуются с 1999 г. Он рассчитывается на основании системы весов для различных качественных и количественных показателей в трех областях:

- экономическое воздействие. Оцениваются эффективность корпоративного управления, развитость системы антикризисного и риск-менеджмента, соблюдение кодекса деловой этики / противодействие коррупции;
- воздействие на окружающую среду. Оценивается качество экологической отчетности и отчетности в области устойчивого развития;
- социальное воздействие. Оцениваются развитие человеческого капитала, привлечение и сохранение талантливых сотрудников, трудовые отношения, корпоративная социальная ответственность и филантропия, социальная отчетность.

В каждой области оцениваются различные социальные, экологические и экономические критерии. Через систему весов (коэффициентов) данные показатели сводятся к значению, выражающему проценты. Значение индекса от 0 до 100%, характеризует наивысшую «устойчивость».

Однако, существует ряд исследований, авторы которых данной зависимости не обнаружили. Они объясняют это тем, что на финансовый результат влияет слишком много переменных, понятие социальной ответственности слишком многогранно, что устанавливается сложной взаимосвязью между этими явлениями становится практически невозможным.

Большинство исследований делают вывод о наличии положительного результата. Их авторы – сторонники теории (stakeholders), суть которой заключается в необходимости налаживания отношений и учета интересов всех заинтересованных сторон. Они отмечают, что социально ответственное поведение позволяет компаниям добиваться лояльности сотрудников и потребителей продукции или ее услуг, способствует повышению имиджа компании, что в конечном счете выражается в повышении ее стоимости.

Как правило, материальные активы равны балансовой стоимости компании (в случае если нематериальные активы не оценены и не учитываются в балансе). Материальные и нематериальные активы в сумме, как известно, равны рыночной стоимости компании. Иными словами, если компания социально ответственна, то составляющая нематериальных активов в рыночной стоимости компании растет. К примеру, в рыночной стоимости компании Coca-Cola нематериальные активы составляют 96% (репутация и брэнд). Имеются расчеты, согласно которым, увеличение социальной ценности компании на один пункт повышает репутацию на 0,55 пункта; тогда как увеличение экономической ценности – повышает репутацию только на 0,32 пункта.

Большая часть последних исследований также подтверждает наличие положительной взаимосвязи между

корпоративной социальной ответственностью и финансовыми показателями компании. Однако продолжает оставаться дискуссионным вопрос обусловленности. По сути, здесь возникает определенный замкнутый круг, когда КСО улучшает финансовые показатели, а новые финансовые ресурсы, в свою очередь, улучшают практику КСО и т.д.

Индекс устойчивого развития Доу Джонса (DJSI) включает 10% лучших в плане устойчивости и корпоративной ответственности компаний из 2500 крупнейших фирм, входящих в индекс Dow Jones Global Index (DJGI), а европейский Dow Jones STOXX Sustainability Index состоит из лучших 20% компаний, составляющих индекс Dow Jones STOXX 600 Index). Попадание в списки индекса устойчивого развития Доу Джонса прежде всего связано с повышением имиджа компании.

Однако статистика свидетельствует и о том, что в среднем финансовые результаты компаний, включаемых в индекс устойчивого развития Доу Джонса, выше результатов Глобального индекса Доу Джонса.

Кривая доходности компаний, входящих в Индекс устойчивого развития Доу Джонса (DJSI) выше кривой доходности Глобального индекса Доу Джонса (DJGI). Ввиду вышеизложенного инвесторы Доу Джонса портфельные инвестиции принимают на основе выбора своих инвестиционных решений.

Эти результаты совпадают с результатами исследований, проведенных выше упомянутой компанией SAM. SAM – это независимая инвестиционная компания, специализирующаяся на устойчивых инвестициях. Она проводит исследования для того, чтобы определить устойчивость компаний, – держателей своих активов, которые отвечают критериям устойчивого развития. SAM совместно с Pricewaterhouse Coopers провела исследование, которое было опубликовано в 2005 г. в книге «Устойчивое развитие 2005» (The Sustainability Yearbook 2005). В этом исследовании использовалась оценка влияния социально ответственного поведения на рост свободного денежного потока и средней стоимости капитала. В общей сложности в исследовании приняли участие порядка 1460 компаний, действующих в 60 отраслях.

Способ выявления и оценки связи между действиями, отвечающим стратегии устойчивого развития, и финансовыми результатами являлась оценка двух определяющих величин: свободный денежный поток и средняя стоимость капитала. Исследователи предположили, что корпоративное устойчивое развитие должно влиять на стоимость акционерного капитала по одному из этих компонентов. В результате исследования было выявлено, что доходность компаний, отвечающих критериям устойчивого развития, выше средней доходности по соответствующей отрасли.

В результате был сделан вывод, что, интегрируя стратегию устойчивого развития в общую стратегию компании, компания уменьшает нефинансовые риски. Уменьшение рисков приводит к снижению стоимости продукции и меньшей стоимости финансов при займе капитала. Это в свою очередь ведет к увеличению свободного денежного потока или уменьшению стоимости



Рис. 1. Рыночная капитализация

финансирования, определяемой как средняя стоимость капитала.

Что касается России, то сведения которыми мы располагаем, единственной организацией, проводившей оценку социальных инвестиций российских компаний, является Ассоциация менеджеров. Ею была разработана методика измерения индекса социальных инвестиций российских компаний. И использовались 3 рейтинга, основанные на индексе социальных инвестиций. Связь между финансовыми показателями и социальной ответственностью компании в результате этого исследования не была выявлена. Основным итогом данного исследования сводился к тому, что социальные инвестиции не обуславливают создание имиджа и повышение репутации, а несут такой образ, являющийся долгосрочными вложениями в нематериальные активы компании.

Действия компании в области устойчивого развития с одной стороны влияют на денежные потоки компании, а с другой – приводят к результатам, оказывающим влияние на ее репутацию, а значит и на увеличение ее конкурентоспособности на рынке акций.

В общем виде можно выделить 2 направления влияния стратегии устойчивого развития на стоимость компании – через реальную стоимость и через нематериальные активы (рис. 1).

Для управления стоимостью компании предлагается использовать следующую последовательность действий:

- определить методом корреляции зависимость репутационной стоимости компании от показателей устойчивого развития в ретроспективе.
- определить каким образом возможно управлять данными параметрами.
- определить наиболее оптимальный вариант управленческих решений.

На примере компании ЕврОхим определим влияние факторов устойчивого развития на стоимость компании.

Изначально факторы имеют различную размерность. Для того, чтобы можно было проводить расчеты, необходимо их нормировать. Для этого воспользуемся мето-

дикой, предложенной в статье Луценко А. И. Показатели устойчивого развития крупного предприятия и их связь с оценками GRI. После этой процедуры все значения, характеризующие то или иное предприятие, будут находиться в диапазоне от 0 до 1. Для нормирования следует использовать следующую формулу:

$$l_{i,j} = \left(1 + e^{\frac{\bar{x}_j - x_{i,j}}{\sigma(x_j)}} \right)^{-1} \quad [4]$$

где $l_{i,j}$ – нормированное значение j -го показателя для i -го предприятия, \bar{x}_j – среднее значение показателя на выборке, $\sigma(x_j)$ – соответствующее стандартное отклонение.

Такое нормирование обеспечит то, что самые плохие с точки зрения устойчивого развития индексы будут близки к 0, а самые хорошие – к 1. Для того, чтобы определить влияние факторов устойчивого развития на стоимость компании, а именно на репутационную ее часть, следует определить степень корреляции каждого из факторов с гудвиллом.

Коэффициент ранговой корреляции r_s определяется по формуле:

$$r_s = 1 - 6 \cdot \frac{\sum d^2}{N \cdot (N^2 - 1)} \quad [4]$$

где r_s – коэффициент ранговой корреляции, N – количество значений, d – разность между рангами А и В (колонка d); d^2 – квадрат разности d в квадрате (колонка d^2); $\sum d^2$ – сумма квадратов; $\sum d^2 / (N \cdot (N^2 - 1))$ – результат расчета коэффициента корреляции r_s по формуле:

- 1) Ранжирование значений А и В.
- 2) Произведен подсчет разности между рангами А и В (колонка d);
- 3) Возведение каждой разности d в квадрате (колонка d^2);
- 4) Подсчитана сумма квадратов;
- 5) Произведен расчет коэффициента ранговой корреляции r_s по формуле:

$$r_s = 1 - 6 \cdot \frac{\sum d^2}{N \cdot (N^2 - 1)} \quad [4]$$

Для выручки:

№ п/п	Значения А	Ранг А	Значения В	Ранг В	d (ранг А – ранг В)	d^2
1	0,771293695	5	204866	1,5	3,5	12,25
2	0,679986337	4	204866	1,5	2,5	6,25
3	0,48687345	3	295275	3	0	0
4	0,293857236	2	1137169	4	–2	4
5	0,25372204	1	12677150	5	–4	16
Суммы		15		15	0	38,5

$$r_s = 1 - 6 \times 38,5 / 5(25-1) = 0,925$$

Выручка: Результат: $r_s = 0,925$

Потребление энергии: Результат: $r_s = 0,425$

Расходы на охрану: Результат: $r_s = -0,825$

Потребление воды: Результат: $r_s = 0,675$

Выбросы в атмосферу: Результат: $r_s = 0,95$

Сброс сточных вод: Результат: $r_s = 0,825$

Травматизм: Результат: $r_s = 0,175$

Инвестиции в социальные проекты и благотворительность: Результат: $r_s = -0,925$

В итоге получаем, следующую степень влияния показателей на гудвилл:

	Оказываемое влияние	Степень корреляции	Степень влияния, в долях
Выручка	стимулятор	0,925	0,1616
Потребление энергии	дестимулятор	0,425	0,0742
расходы на охрану ос	стимулятор	0,825	0,1441
Потребление воды	дестимулятор	0,675	0,1179
Выбросы в атмосферу	дестимулятор	0,95	0,1659
Сброс сточных вод	дестимулятор	0,825	0,1441
Травматизм	дестимулятор	0,175	0,0306
Инвестиции в социальные проекты и благотворительность	стимулятор	0,925	0,1616

Из расчета видно, что наибольшее влияние на репутационную составляющую оказывают показатели: инвестиции в социальные проекты и благотворительность, выбросы в атмосферу, потребление энергии, расходы на охрану окружающей среды, выручка.

Следующим шагом расчета является определение способов оптимального управления показателями таким образом, чтобы увеличивалась стоимость компании.

Предлагаемая модель управления стоимостью компании основана на определении зависимости стоимости предприятия C_k от показателей устойчивого развития (УР)

ОТОЗВАННО/RETRACTED

Тогда, условие компромисса между экономической эффективностью и социальной справедливостью можно выразить критерием максимизации показателя стоимости:

$$C_k(UP) \rightarrow \max.$$

Какими способами можно влиять на изменение показателей устойчивого развития?

Условно показатели можно разделить на два типа:

- зависящие от технологического процесса;
- влияющие напрямую на денежный поток.

При этом показатели устойчивого развития компании и затраты на мероприятия связаны коэффициентами эффективности.

Тогда увеличить капитализацию компании можно

Повысив коэффициенты эффективности мероприятий;

Оптимизировав набор мероприятий.

Большинство значимых показателей зависит от технологического процесса. Экономическая значимость

управленческих решений в таком случае сводится к выбору наиболее эффективных мероприятий (инвестиционных проектов).

Оценка эффективности мероприятий принимается на основе условий, что выбранный инвестиционный проект приносит наибольший эффект.

$$\text{Эффективность мероприятия} = \Delta UP / Z,$$

Где ΔUP – изменение показателя устойчивого развития,

Z – затраты на мероприятие.

Существует возможность, что мероприятие может влиять на несколько показателей сразу, тогда следует определить общий вклад мероприятия в репутационную стоимость компании.

$$\text{Вклад мероприятия} = (\Delta UP_1 / Z_1) \times k_1 + (\Delta UP_2 / Z_2) \times k_2 + \dots + (\Delta UP_n / Z_n) \times k_n,$$

где n – количество показателей устойчивого развития, на которые оказывает влияние данное мероприятие.

Таким образом, используя предложенную методику, менеджеры предприятия могут выбирать наиболее зна-

Безопасная корпоративная социальная ответственность через призму раскрытия информации // «Ваш партнер-консультант» №22, 2013

2. Зеркалов Д. В. Проблемы устойчивого социального развития: монография. Киев: Основа, 2012.

3. Герасимчук И. Э. Управление транснациональных корпораций. М.: Всемирный фонд дикой природы (WWF), 2007. С. 46–47.

4. Лущенко А. И. Показатели устойчивого развития крупного предприятия и их связь с оценками GRI // Молодой ученый. — 2011. — №5. Т.1. — С. 207–209.

5. Основные положения стратегии устойчивого развития России /Под ред. А.М. Шелехова. М., 2002. – 161 с.

References

1. Behla Bataeva. Korporativnaya social'naya otvetstvennost' cherez prizmu raskrytiya informacii // «Vash partner-konsul'tant» №22, 2013

2. Zerkalov D. V. Problemy ustojchivogo social'nogo razvitiya: monografiya. Kiev: Osnova, 2012.

3. Gerasimchuk I. EHkologicheskaya praktika transnacional'nyh korporacij. M.: Vsemirnyj fond dikoj prirody (WWF), 2007. S. 46–47.

4. Lucenko A. I. Pokazateli ustojchivogo razvitiya krupnogo predpriyatiya i ih svyaz' s ocenkami GRI // Molodoj uchenyj. — 2011. — №5. T.1. — S. 207–209.

5. Osnovnye polozheniya strategii ustojchivogo razvitiya Rossii /Pod red. A.M. Shelekhova. M., 2002. – 161 s.