

Бадюкина Евгения Андреевна

канд. экон. наук, профессор, заведующая кафедрой
ФГБОУ ВО «Сыктывкарский государственный
университет им. П. Сорокина»

Ильина Луиза Ивановна

д-р экон. наук, профессор
ФГБОУ ВО «Сыктывкарский государственный
университет им. П. Сорокина»

Швецова Ирина Николаевна

канд. экон. наук, доцент, директор
Институт экономики и финансов
ФГБОУ ВО «Сыктывкарский государственный
университет им. П. Сорокина»
г. Сыктывкар, Республика Коми

DOI 10.31483/r-97756

НЕФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ В СИСТЕМЕ ЦЕННОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННОГО УПРАВЛЕНИЯ КОМПАНИЕЙ

***Аннотация:** в статье обобщены результаты эмпирических исследований ученых о нефинансовых показателях стоимости и о необходимости их учета наравне с финансовыми при управлении рыночной капитализацией. Рассмотрена динамика рыночной стоимости и показателей социальной и экологической ответственности на примере компаний энергетического сектора. На основе регрессионных моделей исследована степень тесноты связи между рыночной стоимостью компаний и индикаторами социальной и экологической ответственности. Осуществлен прогноз изменения рыночной стоимости компаний с учетом влияния на нее основных социальных и экологических показателей.*

***Ключевые слова:** стоимость, нефинансовые показатели, концепция, метод, модель, регрессия, управление.*

Ценностно-ориентированное управление компанией представляет собой один из подходов к менеджменту, ключевым звеном которого является ориентация стратегии развития компании на максимизацию стоимости компании (рост благосостояния собственников), что является более широким понятием по сравнению с максимизацией прибыли [16].

Нефинансовые показатели стоимости компаний, как и финансовые, представляют собой часть информационно-аналитической среды организации и взаимно дополняют друг друга, являются опережающими и объясняющими для других, результирующих, целевых [1]. Большинство инвесторов считают, что нефинансовые факторы и показатели играют ключевую роль в принятии инвестиционных решений и в обеспечении устойчивой доходности компаний [2].

Вместе с тем анализ информации, публикуемой в нефинансовой отчетности отечественных компаний, свидетельствует о том, что она не всегда прозрачна и объективна, а вопросы, связанные с корпоративной социальной ответственностью, не всегда освещаются в необходимом аспекте. Это обуславливает актуальность исследования, нацеленного на анализ динамики нефинансовых показателей и их влияния на изменение стоимости компаний, и в конечном счете на принятие управленческих решений по повышению эффективности их деятельности.

Исследование гипотезы влияния нефинансовых показателей на стоимость отечественных компаний позволило авторам обобщить результаты эмпирических исследований зарубежных и российских ученых в рамках ее выдвижения. Влияние отдельных нефинансовых индикаторов на рыночную капитализацию компаний исследовалось в трудах зарубежных ученых, представителями которых являются: M. Ararat, B.S. Black, B.B. Yurtoglu, J. Garcia-Madariaga, F. Rodriguez-Rivera, F. Belo, X. Lin, M.A. Vitorino [3]. Важность учета нефинансовых факторов формирования стоимости рассматривалась также в работах российских авторов И.В. Ивашковской, Я.С. Юрецкой [3; 4].

Исследование показало, что среди ученых нет единого мнения о видах нефинансовых показателей, связанных с формированием стоимости компаний и, которые следует включать в их годовую отчетность. Такие авторы,

как С.Р. Древинг, Л.Е. Хрустова, считают, что к ним необходимо отнести «факторы корпоративного управления, степень социальной ответственности, интеллектуальный капитал и его оценку, степень инновационности, лояльность клиентов и степень узнаваемости бренда, качество и новизну производимой продукции и др.» [5].

В 90-х годах XX столетия зарубежными авторами стали предлагаться системы измерения эффективности деятельности компаний, с включением, как финансовых, так и нефинансовых показателей, примерами которых могут служить следующие: «Динамическая многомерная оценка эффективности» 2003 г. (авторы А. Малц, А. Шенхар, Р. Рейли), «Трансформационное измерение эффективности» 2007 г. (автор Д. Спицер) [6]. Кроме финансовых показателей, особый статус нефинансовых показателей в сложных корпоративных субъектах выделили в своих исследованиях российские экономисты Г.А. Васильева, Г.В. Савицкая, В.И. Сергеев [7; 8; 9].

Согласно исследованиям Т. Коупленда, выявление нефинансовых факторов стоимости помогает понять, чем обусловлены текущие результаты деятельности и как они сложатся в дальнейшем. Это могут быть такие факторы, как развитие НИОКР, доля на рынке, обновление автопарка, расширение (сокращение) активов [10].

В процессе изучения роли нефинансовых показателей в обеспечении результативности деятельности компаний мы пришли к выводу, что для каждой отрасли нефинансовые факторы являются специфичными, как по виду, так и степени воздействия на стоимость компаний, однако их использование дополняет концепцию стоимости по созданию механизма ее максимизации.

Учитывая значимость российских сетевых организаций в формировании доходов бюджета, для исследования влияния нефинансовых показателей на стоимость российских компаний были выбраны дочерние компании ПАО «Россети» – ПАО «МРСК Центра», ПАО «МРСК Северо-Запада», ПАО «ФСК ЕЭС», ПАО «Ленэнерго», ПАО «МРСК Урала».

Рыночная стоимость компании является одним из критериев эффективности управления, который позволяет соблюдать баланс между заинтересованными сторонами и решать возникающие противоречия между ними, и отражает объективное состояние компании с учетом стратегических перспектив развития. Динамика капитализации и основных финансовых показателей компаний приведена в таблице 1.

Таблица 1

Динамика основных финансовых показателей и капитализации компаний – «голубых фишек» в 2010–2019 гг., млн руб.

Показатели	Компании-участницы фондового рынка				
	ПАО «МРСК Центра»	ПАО «МРСК Северо-Запада»	ПАО «ФСК ЕЭС»	ПАО «Ленэнерго»	ПАО «МРСК Урала»
Капитализация					
2010 г.	54625	21609	455184	10148	5623
2019 г.	13383	5115	255749	71414	14426
2019 к 2010, %	-75,5	-76,3	-43,8	603,7	156,5
2010 г.	61415	26669	111065	23115	49783
2019 г.	94506	49136	249600	82665	106149
2019 к 2010, %	53,9	84,2	124,7	257,6	113,2
Чистая прибыль					
2010 г.	5019	5115	36118	132	1685
2019 г.	215	1081	86600	11962	2657
2019 к 2010, %	-95,7	-78,9	139,8	8962,1	57,7
EBITDA					
2010 г.	13412	2641	79123	6415	5124
2019 г.	16038	7143	136200	30072	12153
2019 к 2010, %	19,6	170,5	72,1	368,8	137,2

Примечание. Рассчитано авторами по [11–15].

Из данных таблицы 1 следует, что тенденция снижения капитализации компаний на конец исследуемого периода имела место в ПАО «МРСК Центра», ПАО «МРСК Северо-Запада», ПАО ФСК «ЕЭС». В ПАО «МРСК Центра» снижение стоимости компании в 2019 г. к 2010 на 75,5% сопровождалось снижением

чистой прибыли на 95,7% при росте выручки на 53,9% и показателя EBITDA на 19,6%.

Снижение капитализации ПАО «ФСК ЕЭС» в 2019 г. по сравнению с 2010 составило 43,8% по причине обесценения основных средств из-за понижения прогнозов роста тарифа естественных монополий и в связи с ростом долговой инвестиционной нагрузки.

Как свидетельствуют данные, стоимость компаний ПАО «Ленэнерго» и ПАО «МРСК Урала» в 2019 г. по сравнению с 2010 возросла, соответственно, в 6 раз и 1,56 раза. Рост капитализации ПАО «Ленэнерго» к концу 2019 г. был вызван докапитализацией компании на 32 млрд руб., существенным снижением чистого долга компании при одновременном росте показателя EBITDA, повышением привлекательности дивидендной политики для инвесторов.

Для изучения влияния выбранных нефинансовых показателей на формирование стоимости компаний была рассмотрена их динамика, представленная в таблице 2.

Таблица 2

Динамика нефинансовых показателей дочерних компаний ПАО «Россети»
в 2010–2019 гг., млн руб.

Показатели	Компании-участницы фондового рынка				
	ПАО «МРСК Центра»	ПАО «МРСК Северо-Запада»	ПАО «ФСК ЕЭС»	ПАО «Ленэнерго»	ПАО «МРСК Урала».
Индикаторы социальной устойчивости и ответственности - количество пострадавших от несчастных случаев на производстве, ед.					
2010 г.	5	14	4	4	5
2019 г.	3	5	0	2	1
- расходы на социальную политику, млн руб.					
2010 г.	805	466	166	282	310
2019 г.	882	730	373	309	340
- расходы на охрану труда, млн руб.					
2010 г.	362	335	94	86	108
2019 г.	605	443	232	191	238
Индикаторы экологической ответственности - количество валовых выбросов загрязняющих веществ в атмосферный воздух, т					
2010 г.	178	633	76	37	52

2019 г.	117	560	161	23	33
- объем образования отходов производства и потребления, тыс. т					
2010 г.	32	13,09	9,90	6,44	10,30
2019 г.	7	3,90	9,40	2,96	4,73
- расходы на охрану окружающей среды, млн руб.					
2010 г.	24,31	13,50	186,10	16,59	19,91
2019 г.	40,00	20,90	395	26,50	29,98

Примечание. Рассчитано авторами по [11–15].

Данные таблицы 2 показывают, что за исследуемый период почти все компании, характеризовались снижением индикаторов социальной и экологической ответственности в натуральных измерителях и ростом названных индикаторов в стоимостном выражении, что положительно характеризовало деятельность компаний в плане социальной и экологической ответственности бизнеса.

Результаты анализа показали, что колебания стоимости компаний в большинстве своем были примерно сопоставимы с изменением индикаторов социальной и экологической ответственности. Полученные данные об установлении взаимосвязи между рыночной капитализацией компаний и уровнем их социальной и экологической ответственности были использованы авторами для построения моделей регрессионной зависимости.

По данным произведенных расчетов в финансовой модели по первичным нефинансовым показателям было установлено, что наименее значимыми индикаторами социальной и экологической ответственности в формировании стоимости компаний явились, соответственно, число несчастных случаев на производстве и величина расходов на охрану окружающей среды. С учетом исключения вышеназванных факторов, была построена уточненная общая линейная модель множественной регрессии с использованием нефинансовых показателей социальной и экологической ответственности.

В результате обработки показателей капитализации компаний и выбранных ключевых нефинансовых показателей за период с 2010 по 2019 гг. были получены следующие уравнения множественной регрессии (таблица 3).

Таблица 3

Уравнения множественной регрессии по дочерним компаниям ПАО «Россети»

Компании	Уравнение
ПАО МРСК Центра	$\hat{Y} = 116,95 - 0,0048x_1 - 0,1784x_2 + 0,1811x_3 + 1,3672x_4$
ПАО МРСК Северо-Запада	$\hat{Y} = -13,11 - 0,0148x_1 + 0,0029x_2 + 0,0459x_3 + 0,8522x_4$
ПАО ФСК ЕЭС	$\hat{Y} = 626,76 + 15,91x_1 - 25,86x_2 + 1,3440x_3 - 53,9987x_4$
ПАО Ленэнерго	$\hat{Y} = -126,68 + 0,3008x_1 + 0,5802x_2 - 1,4014x_3 + 7,9427x_4$
ПАО МРСК Урала	$\hat{Y} = -7,08 + 1,1059x_1 - 0,0053x_2 - 0,4328x_3 + 0,3910x_4$

Оценка тесноты связи между стоимостью дочерних компаний ПАО «Россети» и нефинансовыми факторами показала, что изменение капитализации большинства исследуемых компаний было вызвано влиянием показателей экологической ответственности, такими, как объем образования отходов производства и потребления (во всех обществах) и количество валовых выбросов загрязняющих веществ в атмосферный воздух (в четырех из пяти).

На стоимость компаний ПАО «МРСК Урала» и ПАО «ФСК ЕЭС», кроме перечисленных показателей, заметное влияние оказывали расходы на социальную политику, ПАО «Ленэнерго» – расходы на охрану труда. Между исследуемыми показателями наблюдалась как прямо пропорциональная, так и обратно пропорциональная зависимость.

Результаты моделирования были использованы для обоснования среднесрочного прогноза капитализации исследуемых компаний. Несмотря на прогнозирование снижающих темпов роста нефинансовых факторов, негативно влияющих на формирование стоимости компаний, было установлено сохранение выявленной динамики изменения капитализации компаний в 2010–2019 гг. Это подтверждается показателями прогноза рыночной стоимости по исследуемым компаниям (таблица 4).

Таблица 4

Прогноз рыночной стоимости компаний – участниц фондового рынка
на 2020–2022 гг.

Показатели	Дочерние компании ПАО «Россети»				
	ПАО «МРСК Центра»	ПАО «МРСК	ПАО «ФСК ЕЭС»	ПАО «Ленэнерго»	ПАО «МРСК Урала»

		Северо-За- пада»			
Капитализация компаний, млрд руб.					
2019 г.	13,38	5,11	255,75	71,41	14,23
2020 г.	13,65	5,46	247,78	74,47	16,02
2021 г.	11,04	4,54	234,98	81,46	16,98
2022 г.	8,42	3,62	222,17	88,45	17,94
2022 г. к 2019 г., %	-37,09	-29,14	-13,13	23,85	26,07
2022 г. к 2021 г., %	-23,73	-20,27	-5,45	8,58	5,65
2022 г. к 2020 г., %	-38,32	-33,7	-10,34	18,77	11,98

Исследование показало, что обеспечение роста стоимости компаний будет зависеть от выбора ключевых нефинансовых показателей с упором на учет показателей экологической ответственности. Этот вывод подтверждает мнение ряда российских ученых о выделении степени экологической ответственности компании «в качестве отдельного нефинансового фактора» в их классификации.

Таким образом, моделирование зависимости рыночной стоимости российских компаний от нефинансовых показателей позволяет отслеживать их динамику за ряд лет, выявлять позитивное и негативное их влияние на изменение капитализации компаний, разрабатывать прогнозы рыночной стоимости, направленные на ее максимизацию, вырабатывать необходимые управленческие решения по снижению влияния на нее возможных рисков.

Список литературы

1. Нефинансовые показатели деятельности компании [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://yandex.ru/turbo/upr.ru/s/article/nefinansovye-pokazateli/>
2. Влияют ли нефинансовые показатели на реальную стоимость Вашей компании? [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.ey.com/ru_ru/assurance/is-your-nonfinancial-performance-revealing-the-true-value-of-your-business
3. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров / И.В. Ивашковская. – М.: Инфра-М, 2016. – 432 с.

4. Юрецкая Я.С. Аудит нематериальных факторов роста стоимости компании: дис. ... канд. экон. наук / Я.С. Юрецкая. – М.: Финансовый ун-т при Правительстве РФ, 2017. – 184 с.
5. Древинг С.Р. Нефинансовые факторы формирования стоимости в системе финансового контроля стратегии развития холдинга / С.Р. Древинг, Л.Е. Хрустова // Финансы: теория и практика. – 2018. – № 6 (108). – С. 53–68.
6. Еремина Г.А. Системы оценки эффективности деятельности: принципы создания и применения, освещение в научной литературе / Г.А. Еремина // Наукоедение. – 2017. – Т. 9, №6.
7. Васильева Г.А. Показатели оценки эффективности работы подразделения контроллинга / Г.А. Васильева [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www: intelcom.ru](http://www.intelcom.ru)
8. Савицкая Г.В. Методика оценки уровня операционного и финансового структурного риска в предпринимательской деятельности / Г.В. Савицкая // Экономический анализ: теория и практика. – 2017. – №16. – С. 44–52.
9. Сергеев В.И. Ключевые показатели эффективности логистики / В.И. Сергеев [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.elitarium.ru/>
10. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин; пер. с англ. – 3-е изд., перераб. и. доп. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
11. Бухгалтерская финансовая отчетность ПАО «МРСК Центра» / Официальный сайт ПАО «МРСК Центра» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.mrsk-1.ru>
12. Бухгалтерская финансовая отчетность ПАО «МРСК Северо-Запада» / Официальный сайт ПАО «МРСК Северо-Запада» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.mrsksevzap.ru>
13. Бухгалтерская финансовая отчетность ПАО «ФСК ЕЭС» / Официальный сайт ПАО «ФСК ЕЭС» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.fsk-ees.ru> (дата обращения: 16.01.2021).

14. Бухгалтерская финансовая отчетность ПАО «Ленэнерго» / Официальный сайт ПАО «Ленэнерго» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://lenenergo.ru>

15. Бухгалтерская финансовая отчетность ПАО «МРСК Урала» / Официальный сайт ПАО «МРСК Урала» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.mrsk-ural.ru>

16. Samuel C. Weaver. The Essentials of Financial Analysis. The McGraw-Hill Companies. 2012. С. 10–11.