

ОПРЕДЕЛЕНИЕ УСТОЙЧИВОСТИ РОСТА КОМПАНИИ С УЧЕТОМ ИНТЕРЕСА НЕФИНАНСОВЫХ СТЕЙКХОЛДЕРОВ

DETERMINING THE SUSTAINABILITY OF THE COMPANY'S GROWTH, TAKING INTO ACCOUNT THE INTEREST OF NON-FINANCIAL STAKEHOLDERS

**I. Androshina
N. Saltykov**

Summary. The article is devoted to indicators for measuring the sustainability of a company's growth. The existing models for measuring growth stability by accounting and financial analysis of the company are considered. The cost approach to company management is described. The existing model for assessing the sustainability of an organization's growth has been adjusted for the interests of non-financial stakeholders.

Keywords: growth stability, growth stability index, stakeholders, company value management, economic profit, yield spread, harmonization of interests.

Андрошина Ирина Сергеевна

К.э.н., профессор, Национальный исследовательский университет «Московский энергетический институт»
123irser@gmail.com

Салтыков Никита Алексеевич

Национальный исследовательский университет
«Московский энергетический институт»
justverlink@gmail.com

Аннотация. Статья посвящена индикаторам измерения устойчивости роста компании. Рассмотрены существующие модели измерения устойчивости роста бухгалтерским и финансовым методом анализа компании. Описан стоимостной подход к управлению компанией. Произведена коррекция существующей модели оценки устойчивости роста организации с поправкой на интересы нефинансовых стейкхолдеров.

Ключевые слова: устойчивость роста, индекс устойчивости роста, стейкхолдеры, управление стоимостью компании, экономическая прибыль, спред доходности, гармонизация интересов.

Целью коммерческих компаний в краткосрочном периоде является максимизация прибыли. В 60-х годах прошлого века стратегическим ориентиром компаний становится увеличение стоимости бизнеса, суть которого заключается в удовлетворении интересов собственников капитала. Ориентация компаний на рост стоимости бизнеса способствовала их росту, в связи с чем возникла проблема измерения качества и устойчивости этого роста.

Наиболее популярная концепция измерения устойчивости роста, основанная на бухгалтерской модели финансового анализа, была предложена ныне всемирно известной консалтинговой компанией BCG (Boston Consulting Group). Бухгалтерская модель определяет вмененный рост, т.е. рост, определенный на предстоящий период, в то время как финансовая модель определяет качество, тип роста. Специалисты BCG под устойчивым темпом роста подразумевают увеличение выручки от продаж при условии сохранения финансовой и операционной политики предприятия. В устойчивом темпе роста операционная политика оценивается двумя коэффициентами — рентабельностью продаж и оборачиваемостью активов. Для оценки политики финансирования используется финансовый рычаг и норма накопления (отношение реинвестированной прибыли к чистой прибыли) [5].

$$g = ROS * AT * FL * b \quad (1)$$

где:

g —

ROS (return on sale) — рентабельность продаж;

AT — (asset turnover) — оборачиваемость активов;

FL — финансовый рычаг;

b — норма накопления.

Однако, описанная выше модель не соответствует концепции стоимостного управления компанией, так как не учитывает требуемый доход за инвестиционный риск и стоимость бизнеса. Специалистами из консалтинговой компании Stern Steward & Co была предложена модель EVA (Economic Value Added), которая соединяет в себе как показатели бухгалтерской отчетности, так и требования концепции стоимостного управления компанией.

Экономическая добавленная стоимость или экономическая прибыль рассчитывается как разница между чистой операционной прибылью после налогообложения (NOPAT, Net Operating Profit after Tax) и суммой расходов на обслуживание капитала компании ($IC * WACC$), или как разница между рентабельностью инвестированного капитала (ROIC, Return on Invested Capital) и средневзвешенной стоимостью капитала (WACC, Weighted Average

Cost of Capital), умноженная на инвестированный капитал (IC, Invested Capital) [1].

$$EVA = NOPAT - IC * WACC = (ROIC - WACC) * IC \quad (2)$$

Если в результате расчета показателя EVA за анализируемый период результат получается положительным, то это свидетельствует о приращении стоимости для акционеров. В случае, если результат получился отрицательным, компания разрушает созданную стоимость, что ведет к снижению ее рыночной оценки.

Спред доходности инвестированного капитала (разница между ROIC и WACC) наглядно показывает наличие или отсутствие роста бизнеса за анализируемый период. Спред доходности инвестированного капитала может быть:

- ◆ больше нуля, что свидетельствует о превышении фактической доходности инвестиций компании над среднерыночной и, следовательно, о наращивании стоимости компании;
- ◆ равен нулю, стоимость компании остается без изменения, следовательно, компания должна изменить свою экономическую политику, либо в перспективе уйти с рынка, поскольку возможности для расширения и развития будут ограничены;
- ◆ меньше нуля, что означает неэффективное использование капитала компании, а значит и отсутствие роста ее стоимости.

Для компаний с положительным спредом доходности за анализируемый период можно рассчитать индекс устойчивости роста (SGI, Sustainable Growth Index), в котором интегрированы ключевые факторы экономической прибыли [2]:

$$SGI = (1 + g_s) * \frac{l}{k} * \sum_{i=1}^k \max[(0, (ROCE_i - WACC_i))] \quad (3) [2]$$

где: $(1 + g_s)$ — средний темп роста продаж;
 k — количество лет наблюдений;
 l — количество лет, в течение которых спред доходности инвестированного капитала положителен;
 $ROCE_i$ — доходность инвестированного капитала в год i (Return on Capital Employed);
 $WACC_i$ — средневзвешенная ставка затрат на капитал в год i (Weighted Average Cost of Capital).

Несмотря на положительные финансовые показатели, успех компаний складывается не только из них. Успех компаний в условиях увеличивающейся значимости социального и интеллектуального капитала основывается

на регулярном, систематическом выявлении интересов их стейкхолдеров.

Стейкхолдерами компании является лицо или группа лиц (в том числе юридические), имеющие обоюдную заинтересованность в компании, и которые могут воздействовать на нее, быть под воздействием, влиять на стратегию и интересы компании, тем самым в конечном итоге влияя на результат ее функционирования. Симбиоз организации и стейкхолдеров может давать доступ к специфическим, а в ряде случаев уникальным ресурсам. В зависимости от ситуации стейкхолдеры могут как поддержать бизнес в неблагоприятных условиях, например при кризисе, так и в некоторых случаях лишать организацию возможности действовать. Разделяют финансовых и нефинансовых стейкхолдеров компании.

Финансовыми стейкхолдерами могут быть [3]:

- ◆ акционеры компании;
- ◆ долевые участники;
- ◆ кредиторы.

Нефинансовые стейкхолдеры:

- ◆ поставщики компании;
- ◆ менеджмент;
- ◆ персонал;
- ◆ государство;
- ◆ клиенты.

Исходя из вышеизложенного, можно утверждать, что любая организация, особенно крупная, должна учитывать интересы стейкхолдеров при разработке своей стратегии и принятии управленческих решений. В современных условиях без анализа и учета этих интересов рост компании может замедлиться или прекратиться.

Описанная выше модель включает в себя интересы финансовых стейкхолдеров через спред доходности инвестированного капитала. Однако, в модели отсутствует влияние взаимоотношений с нефинансовыми стейкхолдерами.

Для оценки учета интересов нефинансовых стейкхолдеров можно рекомендовать использовать индекс гармонизации интересов IHI (interest harmonization index), разработанный доктором экономических наук, профессором Высшей школы экономики Ивашковской И. В. [4].

$$IHI = \frac{A - |B|}{A + B} \quad (4)$$

где: IHI — индекс гармонизации интересов стейкхолдеров;

A — средневзвешенная сумма положительных элементов индекса;

Таблица 1. Индекс устойчивости роста для ОАО «РЖД».

Показатели	2015	2016	2017	2018
Инвестированный капитал	3 299 128	3 331 582	3 671 341	3 830 683
NOPAT	110 777	75 279	200 482	121 066
ROCE	0,4467	0,2157	0,4277	0,2083
WACC	0,30	0,25	0,32	0,18
ROCE-WACC	0,1467	-0,0343	0,1077	0,0283
g	0,0490			
SGI	0,2224			

Таблица 2. Индекс устойчивости роста для ПАО «Роснефть».

Показатель	2015	2016	2017	2018
Инвестированный капитал	6 723 000	9 327 000	6 011 000	8 238 000
NOPAT	803 000	540 000	782 000	1 374 000
ROCE	0,119	0,057	0,077	0,128
WACC	0,064	0,064	0,063	0,068
ROCE-WACC	0,055	-0,007	0,014	0,06
g	0,026			
SGI	0,121			

Таблица 3. Индекс устойчивости роста для ПАО «Мегафон».

Показатель	2015	2016	2017	2018
Инвестированный капитал	441 263	437 062	528 035	472 394
NOPAT	65 561	48 778	47 081	58 483
ROCE	0,1486	0,1116	0,0892	0,1238
WACC	0,0467	0,0419	0,0442	0,029
ROCE-WACC	0,1019	0,0697	0,045	0,0948
g	0,023			
SGI	0,3186			

Таблица 4. Индекс устойчивости роста для ПАО «Северсталь».

Показатель	2015	2016	2017	2018
Инвестированный капитал	387	411	146	172
NOPAT	89	93	89	134
ROCE	0,2296	0,2262	0,6067	0,7823
WACC	0,0587	0,0710	0,0687	0,0716
ROCE-WACC	0,1709	0,1552	0,538	0,7107
g	0,1158			
SGI	1,7570			

Таблица 5. Пример расчета индекса гармонизации интересов нефинансовых стейкхолдеров.

Показатели	Группы стейкхолдеров						
	Гр.1	Гр.2	Гр.3	Гр.4	Гр.5	Гр.6	Гр.7
Оценка реакции стейкхолдеров на стратегические альтернативы	1	0	-1	1	-1	0	1
Влияние стейкхолдеров на компанию	0,1	0,3	0,05	0,15	0,2	0,1	0,1
Средневзвешенная оценка влияния стейкхолдеров	0,1	0	-0,05	0,15	-0,2	0	0,1
Средневзвешенная сумма положительных значений	0,3						
Средневзвешенная сумма отрицательных значений	-0,2						
ИИ ₁	0,2						

B — средневзвешенная сумма отрицательных элементов индекса.

Расчет показателя осуществляется следующим образом. Совет директоров присваивает балл в границе от -1 до 1 каждой категории стейкхолдеров для каждого стратегического решения за период. Если стратегические интересы компании не противоречат интересам стейкхолдеров, ставится 1 балл. В обратном случае ставится -1 балл. При отсутствии разногласий интересов компании и интересов стейкхолдеров ставится 0 баллов. Так как различные группы стейкхолдеров оказывают различное влияние на компанию, необходимо взвесить полученные результаты по силе влияния. Для этого каждый отдельный член совета директоров оценивает влияние каждой категории стейкхолдеров на компанию, учитывая, что максимальный вес составляет 100%. Средневзвешенная сумма должна быть рассчитана отдельно для положительных и отрицательных величин. Значение индекса гармонизации интересов находится в интервале [-1;1].

В случае, если конфликта интересов с нефинансовыми стейкхолдерами нет, индекс будет равен единице. Так как количество стейкхолдеров постоянное, при увеличении противоречий стратегических интересов компании интересам стейкхолдеров сумма компонента *A* будет уменьшаться, а сумма компонента *B* увеличиваться, тем самым уменьшая индекс. Если наблюдается конфликт интересов со всеми стейкхолдерами, индекс будет равен -1.

Описанный выше индекс позволяет скорректировать индекс устойчивости роста. Скорректированный индекс SGI выглядит следующим образом:

$$SGI_s = (1 + g_s) * \frac{l+IHI}{k} *$$

$$* \sum_{i=1}^k \max[(0, (ROCE_i - WACC_i)] \quad (5)$$

где: *SGI_s* — индекс устойчивости роста с поправкой на интересы стейкхолдеров;

(1 + g_s) — средний темп роста продаж;

k — количество лет наблюдений;

l — количество лет, в течение которых спред доходности инвестированного капитала положителен;

IHI — индекс гармонизации интересов стейкхолдеров;

После корректировки индекс SGI включает в себя не только интересы финансовых стейкхолдеров посредством спреда доходности на инвестированный капитал, но и интересы нефинансовых стейкхолдеров, выражающиеся в индексе ИИ.

Представленная модель соответствует концепции стоимостного управления компанией, а также учитывает интересы нефинансовых стейкхолдеров, значение которых с каждым годом становится все выше. Данная модель детально отражает устойчивость роста организаций в зависимости от взаимоотношения со своими стейкхолдерами.

Для того, чтобы определить влияние индекса гармонизации интересов нефинансовых стейкхолдеров, произведем расчет индекса устойчивости роста на примере акционерных обществ ОАО «РЖД», ПАО «Роснефть», ПАО «Мегафон» и ПАО «Северсталь». Результаты расчета индекса SGI показаны в таблицах 1–4

В связи с тем, что информация о влиянии нефинансовых стейкхолдеров на деятельность корпораций не относится к обязательной для раскрытия, автор может оперировать лишь условными значениями. Пример условной оценки реакции нефинансовых стейкхолдеров

Таблица 6. Индекс гармонизации интересов нефинансовых стейкхолдеров для ПАО «Мегафон» и ПАО «Северсталь».

Показатели	Группы стейкхолдеров						
	Гр.1	Гр.2	Гр.3	Гр.4	Гр.5	Гр.6	Гр.7
Оценка реакции стейкхолдеров	0	1	1	-1	0	1	1
Влияние на компанию	0,1	0,3	0,05	0,15	0,2	0,1	0,1
Средневзвешенная оценка	0	0,3	0,05	-0,15	0	0,1	0,1
Сумма положительных значений	0,55						
Сумма отрицательных значений	-0,15						
IHI ₂	0,5714						

Таблица 7. Скорректированный на интересы нефинансовых стейкхолдеров индекс устойчивости роста для ОАО «РЖД».

Показатель	2015	2016	2017	2018
Инвестированный капитал	3 299 128	3 331 582	3 671 341	3 830 683
NOPAT	110 777	75 279	200 482	121 066
ROCE	0,4467	0,2157	0,4277	0,2083
WACC	0,30	0,25	0,32	0,18
ROCE-WACC	0,1467	-0,0343	0,1077	0,0283
g	0,0490			
IHI	0,2000			
SGI	0,23724184			

Таблица 8. Скорректированный на интересы нефинансовых стейкхолдеров индекс устойчивости роста для ПАО «Роснефть».

Показатель	2015	2016	2017	2018
Инвестированный капитал	6 723 000	9 327 000	6 011 000	8 238 000
NOPAT	803 000	540 000	782 000	1 374 000
ROCE	0,119	0,057	0,077	0,128
WACC	0,064	0,064	0,063	0,068
ROCE-WACC	0,055	-0,007	0,014	0,06
g	0,026			
IHI	0,2			
SGI	0,1058832			

Таблица 9. Скорректированный на интересы нефинансовых стейкхолдеров индекс устойчивости роста для ПАО «Мегафон».

Показатель	2015	2016	2017	2018
Инвестированный капитал	441 263	437 062	528 035	472 394
NOPAT	65 561	48 778	47 081	58 483
ROCE	0,1486	0,1116	0,0892	0,1280
WACC	0,0467	0,0419	0,0442	0,0290
ROCE-WACC	0,1019	0,0697	0,0450	0,0990
g	0,023			
IHI	0,57			
SGI	0,3690			

Таблица 10. Скорректированный на интересы нефинансовых стейкхолдеров индекс устойчивости роста для ПАО «Северсталь».

Показатель	2015	2016	2017	2018
Инвестированный капитал	387	411	146	172
NOPAT	89	93	89	134
ROCE	0,2296	0,2262	0,6067	0,7823
WACC	0,0587	0,0710	0,0687	0,0716
ROCE-WACC	0,1709	0,1552	0,538	0,7107
g	0,1158			
INI	0,5714			
SGI	2,0081			

Таблица 11. Результаты корректировки SGI на примере выбранных акционерных обществ.

Показатели	ОАО «РЖД»	ПАО «Роснефть»	ПАО «Мегафон»	ПАО «Северсталь»
SGI до корректировки	0,2224	0,121	0,3186	1,7570
Корректировка индекса SGI на индекс INI	0,2	0,2	0,5714	0,5714
SGI после корректировки	0,2372	0,1059	0,3690	2,0081

на стратегические решения компании за весь промежуток времени и влияния нефинансовых стейкхолдеров на компанию представлен в таблице 5. Также, произведен расчет индекса гармонизации интересов нефинансовых стейкхолдеров.

В таблице 5 продемонстрирована ожидаемая реакция нефинансовых стейкхолдеров: 1 означает, что интересы компании совпадают с интересами нефинансовых стейкхолдеров, 0 свидетельствует об отсутствии разногласий, -1 — стратегические интересы противоречат интересам нефинансовых стейкхолдеров. Советом директоров определяется потенциальное воздействие стейкхолдеров на компанию (влияние является весовым коэффициентом, максимальный вес соответствует 100%), после чего оценка реакции стейкхолдеров перемножается на потенциальное влияние стейкхолдеров на компанию. Перед расчетом формулы необходимо суммировать положительные и отрицательные значения отдельно.

Для понимания важности индекса гармонизации интересов стейкхолдеров произведем расчет SGI на примере четырех акционерных обществ из разных отраслей: ОАО «РЖД», ПАО «Роснефть», ПАО «Мегафон», ПАО «Северсталь».

Несмотря на то, что индекс гармонизации интересов нефинансовых стейкхолдеров рассчитывается, исходя

из условных значений, для наглядности и простоты расчета возьмем два индекса. Индекс из таблицы 5 будет применен для ОАО «РЖД» и ПАО «Роснефть», а индекс из таблицы 6 будет применен к ПАО «Мегафон» и ПАО «Северсталь».

Результаты расчета индекса устойчивости роста с поправками на интересы нефинансовых стейкхолдеров для акционерных обществ ОАО «РЖД», ПАО «Роснефть», ПАО «Мегафон» и ПАО «Северсталь» приведены в таблицах 7–10.

Результаты индекса устойчивости роста до корректировки и после нее наглядно продемонстрированы в таблице 11.

Результаты скорректированной модели наглядно демонстрируют значимость индекса гармонизации интересов нефинансовых стейкхолдеров в рамках определения устойчивости роста компаний. В современных условиях без организации системы взаимоотношений компании с нефинансовыми стейкхолдерами устойчивость роста компании может быть ограничена или подвергнута негативному влиянию. В дальнейшем это может негативно сказаться на величине экономической прибыли корпорации, а, следовательно, и на стоимости компании.

ЛИТЕРАТУРА

1. Вашакмадзе Т. Концепция управления стоимостью компании. URL: <https://www.cfin.ru/management/finance/valman/valuing.shtml> (дата обращения 30.11.2019)
2. Ивашковская И.В., Животова Е. Л. Индекс устойчивости роста: эмпирическая апробация на данных российских компаний // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. 2009. № 4. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/indeks-ustoychivosti-rosta-empiricheskaya-aprobatsiya-na-dannyh-rossiyskih-kompaniy-1> (дата обращения: 01.12.2019).
3. Долматова И. Н. Реализация стейкхолдерского подхода в корпоративном управлении (эмпирическое исследование в компании закрытого типа) // Journal of new economy. 2013. № 1 (45). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/realizatsiya-steykholderskogo-podhoda-v-korporativnom-upravlenii-empiricheskoe-issledovanie-v-kompanii-zakrytogo-tipa> (дата обращения: 03.12.2019).
4. Ивашковская И. В. Оценка устойчивости роста компании: стейкхолдерский подход // Финансы и кредит. 2010. № 43 (427). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-ustoychivosti-rosta-kompanii-steykholderskiy-podhod> (дата обращения: 04.12.2019).
5. Ухина О., Гусева Е. Управление собственным капиталом организации на основе модели устойчивого роста // Финансовый вестник. 2019. № 2 (45). С. 5–14. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_39243599_79683205.pdf (дата обращение: 30.11.2019)

© Андрюшина Ирина Сергеевна (123irser@gmail.com), Салтыков Никита Алексеевич (justverlink@gmail.com).

Журнал «Современная наука: актуальные проблемы теории и практики»



Московский энергетический институт