

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»

На правах рукописи

Ермакова Александра Викторовна

**Повышение финансовой инвестиционной привлекательности компаний
цифрового сектора под влиянием ESG-факторов**

5.2.4. Финансы

Диссертация на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель -
доктор экономических наук, доцент
Финогенова Юлия Юрьевна

Москва - 2025

Оглавление

Введение.....	4
Глава 1 Теоретические аспекты влияния ESG-факторов на финансовую инвестиционную привлекательность компаний цифрового сектора.....	13
1.1 Понятие финансовой инвестиционной привлекательности компаний	13
1.2 ESG-факторы финансовой инвестиционной привлекательности компаний	33
1.3 Роль человеческого капитала в формировании финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора.....	49
Глава 2 Развитие методических подходов к оценке финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора с учетом ESG-факторов.....	61
2.1 Анализ методик оценки ESG-факторов компаний: российский и зарубежный опыт.....	61
2.2 Методические подходы к оценке финансовой инвестиционной привлекательности компаний	71
2.3 Разработка методики комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора с учетом влияния наиболее существенных ESG-факторов	97
Глава 3 Предложения по повышению финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора на основе инвестиций в человеческий капитал	126
3.1 Отраслевой анализ ключевых интегральных индикаторов системы оценки финансовой инвестиционной привлекательности	126
3.2 Оценка финансового эффекта от повышения качества человеческого капитала как ключевого интегрального индикатора финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора.....	138
3.3 Рекомендации по повышению качества управления человеческим капиталом как основным фактором финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора.....	153
Заключение	165

Список сокращений и условных обозначений.....	173
Список литературы	174
Приложение А (справочное) Корреляционный анализ социальных показателей персонала и показателей финансовой инвестиционной привлекательности компаний.....	199
Приложение Б (справочное) Анализ чувствительности комплексного интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности и групповых индикаторов.....	200
Приложение В (справочное) Имитационное моделирование	213
Приложение Г (справочное) Корреляционный анализ показателей финансовой инвестиционной привлекательности компаний за 2018-2022 гг.....	214
Приложение Д (справочное) Корреляционный анализ экологических показателей, показателей корпоративного управления и показателей финансовой инвестиционной привлекательности отдельных компаний.....	216

Введение

Актуальность темы исследования. Устойчивое развитие бизнеса сегодня является одной из наиболее востребованных тем ввиду принятия в 2015 году Генеральной Ассамблеей ООН плана по достижению устойчивого будущего, представленного в виде 17 взаимосвязанных целей в области устойчивого развития (ЦУР). ЦУР формируют глобальное направление деятельности общества до 2030 года и призваны обеспечить сбалансированность развития трех компонентов: экологического, социального и экономического. Практическое осуществление данных целей на уровне хозяйствующих субъектов обеспечивается ESG-концепцией, которая позволяет объективно оценивать деятельность компаний в экологической, социальной и корпоративной сферах через качественные и количественные показатели. Оценка экологических и социальных аспектов деятельности компаний активно внедрялась уже с начала 21 века в форме концепции корпоративной социальной ответственности (КСО). Однако ввиду того, что КСО представляет собой форму саморегулирования компаний и не формирует формализованных критериев оценки, сегодня она рассматривается как составная часть ESG-концепции.

В условиях значительной макроэкономической и геополитической нестабильности, концепция устойчивого развития подвергается критике с точки зрения её соответствия первоочередным задачам бизнеса с учетом сохранения его экономической эффективности. Так, например, при утверждении Правительством Российской Федерации Парижского соглашения в рамках конвенции ООН об изменении климата Российский союз промышленников и предпринимателей (РСПП) заявил о возможном негативном влиянии соглашения на темпы экономического роста.¹⁾ Однако несмотря на то, что реализация любого из направлений устойчивого развития требует значительных инвестиций, ESG-

¹⁾Парижское соглашение по климату. Почему Россия в этом не участвует? URL: <https://www.bfm.ru/news/337957> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

факторы одновременно создают дополнительные долгосрочные выгоды для бизнеса, что порождает множество научных дискуссий.

Основные сектора экономики, для которых проблематика внедрения ESG-принципов является особенно актуальной, — это высокотехнологичные и наукоемкие отрасли, поскольку для большинства компаний из этих отраслей характерно незначительное количество материальных активов, а вся создаваемая ценность в виде нематериальных активов формируется за счет человеческого капитала. Таким образом, соблюдение принципов ESG-концепции в компаниях высокотехнологичных и наукоемких отраслей экономики может позволить повысить их финансовую инвестиционную привлекательность за счет управления стоимостью человеческого капитала и, как следствие, обеспечить технологический прогресс в рамках цепочек создания ценности для российской экономики.

Со стороны государственных органов неоднократно подчеркивалась стратегическая важность развития цифровой экономики в России. Так в отчете Минэкономразвития Российской Федерации «Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2024 год и плановые 2025-2026 гг.» выделялись меры по структурной перестройке экономики, утвержденные Президентом Российской Федерации, которые включали в себя укрепление технологического суверенитета через меры поддержки и развития компаний информационно-технологического сектора. В период с 2023 по 2026 гг. одним из драйверов роста ВВП должно стать развитие именно цифрового сектора, а существенные объемы государственных инвестиций подтверждают приоритетность реализации обозначенного направления развития. На реализацию национальной программы «Цифровая экономика» в 2022-2024 гг. в рамках федерального бюджета предусмотрено около 600 млрд рублей, на период 2025-2030 гг., в соответствии с посланием Президента Российской Федерации Федеральному собранию, запланирован новый национальный проект «Экономика данных и цифровая трансформация государства» с бюджетом не менее 700 млрд р. Также важно отметить, что в состав нацпроекта «Цифровая экономика» входят такие проекты, как «Кадры для цифровой экономики» и «Развитие кадрового потенциала ИТ-

отрасли», что подтверждает приоритетность развития социальной сферы для компаний цифрового сектора.

Внедрение ESG-принципов в стратегии компаний также активно продвигается за счет введения на национальном и международном уровне требований к нефинансовой отчетности. Центральным банком России в 2021 г. были опубликованы рекомендации по раскрытию нефинансовой информации публичными компаниями, а в 2023 г. Совет по международным стандартам устойчивого развития опубликовал первые стандарты по ESG-отчетности (МСФО S1 и МСФО S2). В связи с этим среди компаний растет востребованность методик оценки влияния ESG-факторов на общие результаты финансово-хозяйственной деятельности и формирование комплексных систем учета финансовых и нефинансовых показателей.

В условиях повышенной значимости цифрового сектора разработка методики оценки влияния наиболее существенных ESG-факторов на финансовую инвестиционную привлекательность компаний и практическая апробация в исследовании будут направлены на специфику данного сектора, несмотря на значимость и применимость разрабатываемой методики для российских компаний любой отрасли.

Степень научной разработанности проблемы. В отечественной литературе вопросу изучения взаимосвязи ESG-концепции с корпоративными финансовыми показателями посвящено незначительное количество работ (Б.С.Батаева, А.Д.Кокурина, Н.А.Карпов, Н.Н.Шаш, К.В.Ордов, Д.Ю.Захматов, Д.А.Егорова, Н.Д.Досаева) в сравнении с объемом исследований в зарубежной литературе (Г.Фрид, Т.Буш, А.Бассен, Дж.Ноллет, Дж.Филис, Е.Митрокостас, Я.Ли, Б.Син, К.Ли, Б.Юн, Дж.Ли, Р.Бьюн, М.Тальенто, С.Фавино, А.Нетти). Это объясняется более поздним началом развития концепции на отечественном рынке. Кроме того, большинство из исследований в зарубежной литературе носят исключительно описательный характер и не предлагают конкретных практически применимых инструментов оценки влияния.

Также в отечественной литературе есть ряд исследований, отмечающих важность вопросов связи эффективного управления ESG-компонентами с их вкладом в финансовую эффективность компаний и рост ее стоимости (А.Е.Митрофанов, Т.Г.Озерникова, Т.О.Соломанидина, А.А.Слободской, С.В.Кутузов, С.Н.Савук, В.А.Ярочкин, С.П.Колчин, А.Ф.Лещинская, В.В.Тадтаева).

Многие работы посвящены изучению отдельных аспектов финансовой инвестиционной привлекательности и ESG-факторов:

- отдельные вопросы инвестиционной привлекательности компании исследовали российские ученые, в частности, Э.И.Крылов, В.М.Власова, М.Г.Егорова, А.П.Иванов, В.В.Ковалев, И.В.Сахарова, Е.Ю.Хрусталева, А.О.Недосекин и другие;

- методики «встраивания» ESG-концепции в классические финансово-экономические теории были рассмотрены авторами Р.Бауэр, Д.Ханн, С. Сетьяхуни, Р.Хандаяни, Е.Фама, А.В.Олисаевой.

- человеческий капитал как социальный фактор ESG-концепции и экономическая категория в рамках зарубежной литературы был рассмотрен в работах Т.Шульца, Г.Беккера, Э.Денисова, Р.Солоу, Дж.Кендрика, С.Кузнецца, С.Фабриканта, И.Фишера, Р.Лукаса. В России в рамках данного вопроса наиболее значимые результаты получили А.Г.Аганбегян, В.В.Аркаути, Н.А.Волгин, Б.М.Генкин, В.С.Гойло, А.Б.Дайновский, С.А.Дятлов, А.И.Добрынин, Р.И.Капелюшников, В.В.Клочков, А.Э.Когляр.

Таким образом, очевидно прослеживается недостаточность проработанности в рамках научной литературы задачи агрегации разрозненных факторов и причинно-следственных связей в единую концепцию.

Возрастающая важность ESG-концепции как подхода к ведению бизнеса для получения долгосрочных экономических преимуществ (что подчеркивают многочисленные исследования И.Ю.Беляевой, Н.П.Козловой, О.В.Даниловой, И.В.Беликова) подтверждает необходимость создания методических основ оценки

влияния ESG-факторов на финансовую инвестиционную привлекательность компании.

Целью диссертации является разработка методики оценки влияния наиболее существенных ESG-факторов на финансовую инвестиционную привлекательность компаний, имеющих преобладающую долю нематериальных активов и выручки от реализации цифровых продуктов, критериально относимых автором к компаниям цифрового сектора.

Для достижения данной цели были поставлены следующие **задачи**:

– провести оценку степени взаимосвязи ESG-показателей (конкретных количественных и качественных индикаторов, из оценки которых складывается анализ ESG-факторов) с финансовыми индикаторами российских компаний цифрового сектора;

– разработать комплексную методику оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора с учетом наиболее значимых ESG-показателей;

– выявить группы индикаторов, оказывающих наиболее существенное влияние на финансовую инвестиционную привлекательность компаний цифрового сектора;

– оценить количественный эффект от увеличения объема инвестиций, направленных на повышение рейтинговой оценки отдельных ESG-факторов, на изменение интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности российских компаний цифрового сектора;

– сформулировать рекомендации по увеличению финансовой инвестиционной привлекательности российских компаний цифрового сектора посредством управления ESG-инвестициями (на примере человеческого капитала).

Объектом исследования являются ESG-факторы и их влияние на формирование финансовой инвестиционной привлекательности российских компаний цифрового сектора.

Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие в процессе воздействия ESG-факторов на финансовую инвестиционную привлекательность компаний цифрового сектора.

Соответствие темы диссертации требованиям паспорта специальностей Высшей Аттестационной Комиссии. Исследование выполнено в соответствии с п. 23 «Финансовые инвестиции и финансовые инновации. Финансы устойчивого развития. «Зеленые» финансы и экологические инвестиции» Паспорта специальности 5.2.4 «Финансы» Высшей аттестационной комиссии при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации.

Теоретической основой диссертационного исследования послужили научные труды как российских, так и зарубежных ученых по тематике учета ESG-факторов при оценке финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора.

Методологическую основу исследования составляют общенаучные методы: анализ, синтез, систематизация, классификация, обобщение, индукция и дедукция, формализация, статистические методы исследования экономической конъюнктуры, структурный анализ, исторический метод. В работе использованы: абстрактно-логический метод; экономическое моделирование методом анализа чувствительности и Монте-Карло; корреляционный и регрессионный анализ.

Эмпирическую основу исследования составили:

- международные конвенции, нормативно-правовые акты Российской Федерации;
- статистические, аналитические и информационные материалы международных организаций, Банка России;
- публикации по теме диссертации в специальной периодической печати Российской Федерации и зарубежных стран.

Научная новизна диссертации заключается в разработке теоретических положений и практических рекомендаций в отношении формирования методики оценки финансовой инвестиционной привлекательности (на примере критериально отобранных компаний цифрового сектора) с учетом наиболее существенных ESG-

факторов, позволяющей выявить взаимосвязь между инвестициями в человеческий капитал и показателями, характеризующими финансовую инвестиционную привлекательность компаний (показателями ликвидности, рентабельности, финансовой устойчивости, деловой активности и рыночной стоимости) .

На защиту выносятся следующие положения, полученные лично автором и содержащие научную новизну:

1. Проведена оценка степени взаимосвязи финансовых и ESG-показателей из каждой ESG-компоненты с помощью линейного корреляционного анализа финансовых и нефинансовых данных российских компаний цифрового сектора, на основе которой была доказана значимость статистических связей между исследуемыми показателями, что обосновало необходимость формирования методики для комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности на основе интегрального показателя, отражающего влияние как финансовых, так и нефинансовых факторов.

2. Разработана методика оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора посредством интегрального показателя, состоящего из трех групп индикаторов: (1) финансовой эффективности (ликвидности, рентабельности, финансовой устойчивости, деловой активности), (2) рыночной стоимости, (3) ESG-показателей (на примере показателей оценки человеческого капитала, как наиболее существенных для рассматриваемого сектора), позволяющая оценивать влияние изменения отдельных индикаторов методики на общую финансовую инвестиционную привлекательность компании.

3. Оценена степень влияния исследуемых групп индикаторов на интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора с помощью анализа чувствительности и имитационного моделирования методом Монте Карло, что позволило сформулировать рекомендации по приоритизации направлений повышения финансовой инвестиционной привлекательности.

4. Разработана методика оценки количественного эффекта на изменение финансовой инвестиционной привлекательности компаний в зависимости от

увеличения объема инвестиций, направленных на повышение рейтинговой оценки ESG-компонент (на примере компонента S, «Социальная ответственность»), основанная на рассчитанных коэффициентах множественной линейной регрессии, позволяющая максимизировать финансовые показатели и стоимость бизнеса.

5. Предложена система мер по управлению инвестициями в устойчивое развитие компаний, представленная в виде четырех основных этапов и девяти вспомогательных этапов, заключающихся в прогнозировании изменений интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности с помощью разработанной комплексной методики, и сформированы рекомендации для государственных органов по унификации и централизации нефинансовых данных с целью ускорения процесса внедрения ESG-факторов в систему оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний.

Теоретическая значимость исследования состоит в развитии теории и расширении инструментария управления финансовой инвестиционной привлекательностью компаний; оценке влияния ESG-факторов на финансовые показатели компаний; создании методики оценки финансовой инвестиционной привлекательности компания с помощью интегрального показателя, учитывающего влияние нефинансовых факторов; возможности использования полученных результатов в дальнейших научных исследованиях, касающихся особенностей оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора.

Практическая значимость результатов исследования заключается в разработке методических рекомендаций по влиянию на финансовую инвестиционную привлекательность для компаний цифрового сектора за счет управления устойчивым развитием (на примере человеческого капитала). Положения и выводы исследования могут быть использованы на практике при проведении комплексных оценок финансовой эффективности компаний как внутренними, так и внешними заинтересованными сторонами, а также при проведении сделок слияния и поглощения.

Апробация и внедрение результатов исследования. Положения и результаты диссертационного исследования внедрены в практическую деятельность российской компании цифрового сектора ООО «ДокДок». Также материалы исследования были использованы во внутренних грантах: НИР «Анализ ESG-критериев компаний развивающихся рынков: агрегация данных и разработка национальных эталонных показателей», весна-лето 2023 (раздел «Проблемы и перспективы адаптации принципов корпоративной социальной ответственности в отраслевом разрезе») и НИР «Разработка публичной электронной программной библиотеки ESG-рейтингования компаний нефинансового сектора», зима-весна 2024г. (раздел «Уточнение формулировок и границ критериев по E,S,G компонентам»).

Основные положения, выводы и рекомендации исследования докладывались на международных научно-практических конференциях: «VII Международная научно-практическая конференция «Государственные и корпоративные финансы в новых геополитических условиях»,» (г. Москва, РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2024), Международная научная конференция исследователей экономики и менеджмента «V INTERNATIONAL SCIENTIFIC CONFERENCE OF ECONOMICS AND MANAGEMENT RESEARCHERS» (Баку, Азербайджан, 2023).

Публикации. Основные результаты исследования изложены в 10 опубликованных работах общим объемом 6,83 п.л., в том числе в 6 статьях в рецензируемых научных изданиях, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты на соискание ученой степени кандидата наук.

Структура работы соответствует реализации цели и задач исследования. Диссертация состоит из введения, обосновывающего актуальность и значимость данной работы, трех глав, заключения, отражающего основные выводы исследования, списка использованной литературы и приложений.

Глава 1 Теоретические аспекты влияния ESG-факторов на финансовую инвестиционную привлекательность компаний цифрового сектора

1.1 Понятие финансовой инвестиционной привлекательности компаний

В современной научной литературе не выработано единого универсального подхода к определению финансовой инвестиционной привлекательности компаний и единой системы критериев и показателей, ее характеризующих. Большинство исследователей в области экономики и финансов считают, что инвестиционная привлекательность является системным и объективным экономическим понятием, которое измеряется как качественными, так количественными показателями, индикаторами и взаимосвязано напрямую с экономической эффективностью компании.

Инвестиционная привлекательность прежде всего характерна публичным акционерным компаниям, финансовые инструменты которых котируются на фондовых биржах. Вопросы инвестиционной привлекательности компании-эмитента корпоративных финансовых инструментов исследовали, в частности, Э.И.Крылов, В.М.Власова, М.Г.Егорова, А.П.Иванов, В.В.Ковалев, И.В.Сахарова, Е.Ю.Хрусталева, А.О.Недосекин, А.А.Паюсов и другие. Так, А.А.Паюсов определяет финансово-инвестиционную привлекательность организации как совокупность количественных показателей финансово-хозяйственной деятельности, на основе которых потенциальные инвесторы принимают решение о вложении капитала в инвестиционные проекты, отказавшись от альтернативных инвестиций как в текущий момент, так и в будущем, а также совокупность факторов экономического состояния среды функционирования организации.¹⁾

¹⁾Паюсов, А.А. Финансово-инвестиционная привлекательность хозяйствующего субъекта: специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»: автореферат на соискание ученой степени кандидата экономических наук: / Паюсов Андрей Александрович, «Уральский государственный экономический университет», 2009. – 24 с. – Текст: непосредственный.

На инвестиционную привлекательность компании-эмитента ценных бумаг оказывает влияние большое количество факторов, в частности, финансовое состояние, система управления организацией, номенклатура выпускаемой продукции, прозрачность компании, внешняя среда (конкуренты, партнеры), инсайдерская информация, деловая репутация и другие. Финансовая инвестиционная привлекательность рассматривается с точки зрения целесообразности приобретения корпоративных финансовых инструментов публичной компании. Исходя из этого, уровень финансовой инвестиционной привлекательности компании оценивается прежде всего показателями экономической эффективности и рыночной стоимости компании на фондовой бирже.

Наши исследования представлены для компаний цифрового сектора, однако их результаты и рекомендации можно масштабировать на другие сектора экономики. В современной литературе нет единого подхода к определению цифрового сектора и компаний, которые в него входят.

В иностранной и российской научной литературе, посвященной фундаментальным экономическим теориям и цифровой трансформации, цифровой сектор зачастую отождествляется с отраслью информационных технологий (ИТ), в основе которой находится концепция сетевых эффектов и монопольной позиции на рынке¹⁾. Появление сетевых эффектов характерно для большинства высокотехнологичных рынков, где рост предельной ценности продукта сопровождается ростом клиентской базы и объема продаж комплементарных продуктов²⁾. Концепция сетевых эффектов стирает существующие границы между традиционными секторами экономики путем цифровой трансформации этих секторов и активного внедрения информационных технологий во все сферы бизнеса и общественной жизни.

¹⁾Розанова, Н.М. Экономический анализ отрасли информационных технологий: мировой опыт и реальность России / Н.М. Розанова // Terra Economicus. – 2009. – Т. 7. – № 3. – С. 42-57. – Текст: непосредственный.

²⁾Орехова, С.В. Управление возрастающей отдачей высокотехнологичной бизнес-модели в промышленности: классические и экосистемные эффекты / С.В. Орехова, А.В. Мисюра, Е.В. Кислицын // Управленец. – 2020. – Т. 11. – № 4. – С. 43-58. – Текст : непосредственный.

По мнению В.П.Вейлера, сектор ИТ включает сегменты разработки программного обеспечения (ПО), производства ИТ-оборудования, предоставления услуг в сфере применения информационных технологий. В исследованиях иностранных авторов более распространено понятие отрасли высоких технологий, которая включает отрасли экономики с высокой долей инноваций в структуре активов (аэрокосмическая, электронная, фармацевтическая, машиностроение, а также производство ЭВМ и периферийного оборудования)¹⁾.

Эксперты в исследовании ИТ-отрасли также применяют смежные понятия, такие как информационно-технологический сектор и информационный рынок, или рынок информационных продуктов и услуг. Последний фактически входит в отрасль информационных технологий и включает базы данных, информацию, программные продукты и является сектором программного обеспечения и ИТ-услуг.

В концепции информационного общества выделяют новое понятие – информационный сектор экономики, основанный на высоких инновационных технологиях, в котором с помощью электронной промышленности создаются интеллектуальные блага. Информационный сектор включает отрасли, которые производят научно-техническую информацию, информационные продукты и средства их производства. В разных научных исследованиях данный сектор представлен в виде различных сегментов. Например, в статье О.С. Сухарева рассматриваются такие сегменты, как электронная промышленность, создатели информации и распространители информации²⁾. Фактически это означает, что в информационный сектор входят производители ИТ-оборудования, организации, создающие новую информацию, и средства массовой коммуникации. При этом разработчики программного обеспечения, по мнению автора, входят в категорию «создателей новой информации». Г.Гупта и А.Базол считают, что ИТ-сектор является совокупностью рынков программного обеспечения, ИТ-услуг,

¹⁾Вейлер, В.П. Российский сектор информационно-коммуникационных технологий: проблемы и перспективы развития / В.П. Вейлер // Вестник Брянского государственного университета. – 2011. – № 3. – С. 74-81. – Текст: непосредственный.

²⁾Сухарев, О.С. Информационный сектор экономики: проблемы развития / О.С. Сухарев // Журнал экономической теории. – 2007. – № 1. – С. 76-95. – Текст: непосредственный.

производства оборудования и аутсорсинговых компаний, связанных с созданием интеллектуальной собственности¹⁾.

Систематизация структуры сектора информационных технологий наиболее полно представлена в работе В.П.Бардовского и Л.В.Плаховой. Авторы выделяют консультирование по аппаратным средствам вычислительной техники, разработку ПО и консультирование в этой области, обработку данных, создание и использование баз данных и информационных ресурсов, прочую деятельность в сфере применения вычислительной техники и информационных технологий²⁾.

Информационный сектор экономики включает в себя организации в сфере создания, хранения, обработки и передачи информации, а также ИТ-компании³⁾. Рынок ИТ включает сегменты разработки программного обеспечения, оборудования с аппаратно-программными комплексами и ИТ-услуг. Рынок информационно-коммуникационных технологий (ИКТ) включает рынки аппаратных средств, программного обеспечения, ИТ-услуг, телекоммуникаций⁴⁾. При этом ИТ-услуги включают ИТ-аудит, ИТ-консультирование (в том числе системную интеграцию), ИТ-поддержку и сервис, ИТ-аутсорсинг, услуги доступа в сеть Интернет. ИТ-рынок также включает сегменты систем для дата-центров и смежный рынок услуг связи⁵⁾. Рынок программного обеспечения состоит из рынков системного программного обеспечения, информационной безопасности, сетевого, бизнес-ориентированного, коммуникационного и мультимедийного программного обеспечения.

¹⁾Gupta, R. Financial Performance Measurement / R. Gupta. – Saarbrücken LAP LAMBERT Academic Publishing. – 2017. – 124 p. – Текст: непосредственный.

²⁾Бардовский, В.П. Управление человеческими ресурсами в организациях сектора информационных технологий / В.П. Бардовский, Л.В. Плахова // Вестник ОрелГИЭТ. – 2018. – № 1 (43). – С. 48-52. – Текст: непосредственный.

³⁾Королёва, Н.В. Перспективы информационного сектора экономики в Российской Федерации / Н.В. Королёва, В.М. Солёная // Вектор экономики. – 2019. – № 2 (32). http://www.vectoreconomy.ru/images/publications/2019/2/economic_theory/Koroleva_Solenaya.pdf. (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

⁴⁾Казанцев, А.К. Информационно-технологические ресурсы российской экономики / А.К. Казанцев, Е.Г. Серова, Л.С. Серова, Е.А. Руденко. – Санкт-Петербург: Издательский дом Санкт-Петербургского государственного университета. – 2007. – 264 с. – Текст: непосредственный.

⁵⁾Симонова, М.Д. Развитие отечественных компаний на российском и мировом рынке информационных технологий: статистический анализ / М.Д. Симонова // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2020. – Т. 222. – № 2. – С. 266-279. – Текст: непосредственный.

В работе Н.М.Розановой представлена расширенная классификация сегментов ИТ-рынка, которая выделяет производство оборудования, разработку программного обеспечения, услуги поддержки и консалтинга, дистрибуцию и поставки оборудования и программного обеспечения, системную интеграцию, сетевые услуги (включая электронную торговлю)¹⁾.

Исследования показывают, что цифровой сектор экономики имеет достаточно размытые границы, что связано с широким проникновением цифровых технологий во все сектора национальной экономики и всеобъемлющей цифровой трансформацией бизнеса, государственного управления, публичных услуг. Цифровая трансформация кардинально изменила правила игры и рыночную конкуренцию, что привело к размыванию границ традиционных секторов экономики и появлению новых рынков²⁾, а также конвергенции информационных технологий и стиранию границ между ними в результате их быстрого развития и изменения. Однако большинство исследователей выделяет три основных сегмента цифрового сектора: сектор аппаратного и программного обеспечения, а также ИТ-услуг. Некоторые эксперты выделяют секторы обработки данных и системной интеграции в структуре сектора ИТ-услуг.

Основываясь на анализе научной литературы, на рис. 1.1 представим структуру цифрового сектора экономики России, которой мы будем оперировать в данной работе.

Цифровой сектор экономики состоит из секторов: аппаратного и программного обеспечения, ИТ-услуг, а также телекоммуникационного сектора. Сектор аппаратного обеспечения состоит из сегментов производства коммуникационных технологий, полупроводников, а также компьютеров и периферийного оборудования. Сектор программного обеспечения состоит из компаний-разработчиков системного, сетевого, корпоративного, защитного, мультимедийного программного обеспечения. Сектор ИТ-услуг включает

¹⁾Розанова, Н.М. Экономический анализ отрасли информационных технологий: мировой опыт и реальность России / Н.М. Розанова // Terra Economicus. – 2009. – Т. 7. – № 3. – С. 42-57. – Текст: непосредственный.

²⁾Акаткин, Ю.М. Цифровая экономика: концептуальная архитектура экосистемы цифровой отрасли / Ю.М. Акаткин, О.Э. Карпов, В.А. Коняевский, Е.Д. Ясиновская // Бизнес-информатика. – 2017. – № 4 (42). – С. 17-28. – Текст: непосредственный

сегменты системных интеграторов, ИТ-аутсорсинг (системное администрирование и сопровождение), ИТ-поддержки и сервиса, обработки данных, информационных порталов и баз данных. Сектор телекоммуникаций включает сегменты проводных и беспроводных технологий.

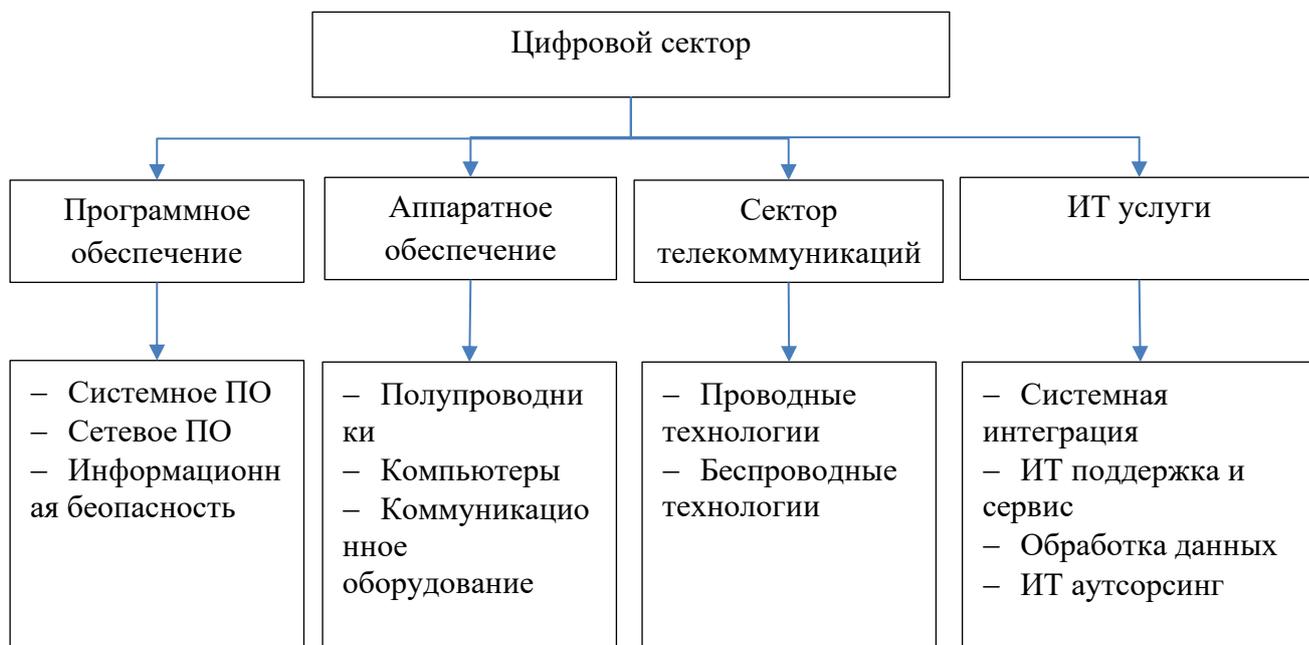


Рисунок 1.1 – Структура цифрового сектора экономики России

Источник: составлено автором

Следует отметить, что выбор компаний цифрового сектора для исследования не основывается лишь на классических отраслевых классификаторах или ОКВЭД. Общероссийский классификатор видов экономической деятельности (ОКВЭД) – это документ, входящий в состав общероссийских классификаторов технико-экономической и социальной информации и содержащий статистические данные, которые обозначают вид предпринимательской деятельности экономического субъекта, отражаемый в базах данных органов государственной власти. Следовательно, классификаторы формируются исходя из официальных регистрационных документов компаний и не всегда отражают реальную специфику бизнеса, особенно в многопрофильных холдингах. Кроме того, в существующих классификаторах отсутствует «цифровой сектор». Поэтому для

целей настоящего исследования формирование выборки компаний цифрового сектора предполагает использование авторских критериев и принципов.

Основываясь на рассмотренных концептуальных подходах к определению цифрового сектора, для настоящего исследования нами была сформирована выборка компаний, которая соответствует характерным особенностям цифрового сектора. Прежде всего, это:

- принадлежность компании к одному или нескольким секторам, представленным в разработанной на рис. 1.1 структуре цифрового сектора;
- преобладающая доля нематериальных активов в общей структуре активов;
- преобладающая доля выручки от реализации цифровых продуктов и услуг в общей структуре выручки;
- публичность, то есть осуществление эмиссии ценных бумаг и размещение их на фондовых биржах в России и за рубежом;
- внедрение принципов устойчивого развития в корпоративные бизнес-стратегии и осуществление ESG-инвестиций, а также публикация нефинансовой отчетности.

Эффективность как экономическая категория оценивает деятельность через соотношение эффекта и ресурсов, затраченных на его получение¹⁾. С научной категорией эффективности неразрывно связано понятие «эффект», который является основой эффективности. Эффект (от латинского «effectus» – «производство», «действие») – результат или следствие различных действий и факторов. Следовательно, экономический эффект – это результат хозяйственной деятельности, выраженный в денежном эквиваленте и измеряющий разницу между прибылью от деятельности и финансовыми затратами на эту деятельность. При превышении денежных доходов над денежными расходами субъект хозяйствования получает положительный экономический эффект – прибыль. В противном случае имеет место отрицательный экономический эффект – убыток.

¹⁾Сухарев, О.С. Теория эффективности экономики: монография / О.С. Сухарев. – Москва : Финансы и статистика. – 2009. – 369 с. – Текст : непосредственный.

Очевидно, что эффект – это прямой положительный или отрицательный результат определенной деятельности или действий, являющийся абсолютным показателем. Сопоставление эффекта и затрат на его получение является базисом концепции эффективности.

Экономическая эффективность – это относительный показатель, измеряемый как соотношение экономического эффекта (результата) и затрат или ресурсов, требуемых для достижения данного результата (получения желаемого эффекта). Экономическая эффективность возрастает при росте доходов от хозяйственной деятельности и сокращении затрат на ее осуществление. Понятие экономической эффективности применяется как в отношении хозяйствующего субъекта (организации, предприятия), так и в отношении функционирования экономических систем. В любом случае методологически определение эффективности требует сопоставления результата с затратами на его получение.

Научные труды и сформулированные выводы В. Парето принято считать фундаментальной основой концепции экономической эффективности. Согласно концепции Парето, эффективность является оптимумом и определяется как такое состояние системы, при котором улучшение одной из ее составляющих обязательно влечет за собой ухудшение других. Достижение оптимального по Парето состояния экономической системы требует выполнения ряда условий:

- распределение благ между потребителями должно основываться на удовлетворении потребностей каждого из них исходя из реальной платежеспособности;
- распределение ресурсов между производителями должно базироваться на оптимальном и рациональном их использовании;
- ассортимент производимой продукции должен учитывать максимальное использование производственных ресурсов.

По мнению П. Друкера, экономическая эффективность является наиболее выгодным соотношением затрат и экономического эффекта (результата),

полученного в ходе их использования¹⁾. Аналогичное мнение озвучили Р.Каплан и Д.Нортон, которые считают, что экономическая эффективность является относительным итогом, результативностью процесса, операции, проекта. Математически эффективность является соотношением экономического эффекта, результата к затратам на его достижение или получение²⁾.

Е.З.Зиндер предложил системный подход, согласно которому эффективность в широком смысле – это «комплексная характеристика системы, отражающая степень ее соответствия потребностям и интересам ее заказчиков, пользователей и других заинтересованных сторон»³⁾. Системное связующее звено между отдельными элементами системы экономической эффективности состоит в самом понятии экономической эффективности как соотношения полезных результатов деятельности, проектов, программ, стратегий, мероприятий и затрат на их достижение. Математически эффективность является результатом деления эффекта на затраты, позволяя управлять этими основными компонентами и максимизировать это соотношение.

В научной литературе исследованию финансовой инвестиционной привлекательности компаний уделяется повышенное внимание. В условиях рыночной нестабильности и изменений бизнес-среды возникают новые внешние и внутренние факторы, влияющие на финансовую инвестиционную привлекательность хозяйствующих субъектов. Ключевым фактором финансовой инвестиционной привлекательности является финансовая эффективность компании, требующая детального рассмотрения. На рис. 1.2 показана взаимосвязь экономической и финансовой эффективности с финансовой инвестиционной привлекательностью через соответствующие показатели.

Поскольку эффективность является соотношением результата к затратам на его достижение, финансовая эффективность определяется результатом финансовой

¹⁾Друкер, П. Эффективное управление предприятием / П. Друкер. – М.: Вильямс. – 2008. – 224 с. – Текст : непосредственный.

²⁾Каплан, Р.С. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию / Р.С. Каплан, Д.П. Нортон. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес». – 2003. – 304 с. – Текст : непосредственный.

³⁾Зиндер, Е.З. Методы архитектурного подхода для обеспечения результативности и эффективности электронного правительства: учебное пособие / Е.З. Зиндер. – СПб: НИУ ИТМО. – 2013. – 138 с. – Текст : непосредственный.

деятельности компании, которая зависит от ряда факторов, прежде всего, финансовых и управленческих.

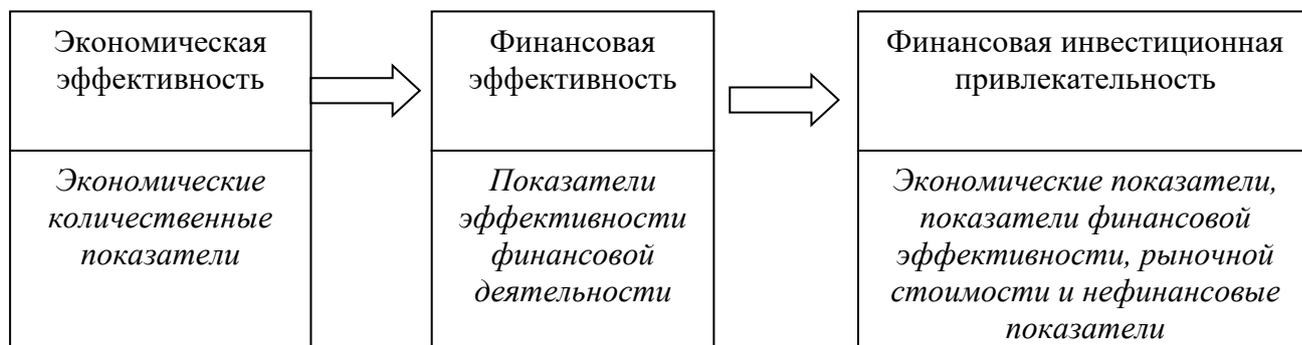


Рисунок 1.2 – Взаимосвязь финансовой инвестиционной привлекательности, финансовой эффективности и экономической эффективности компаний

Источник: разработано автором

По мнению экспертов в области финансов, финансовой деятельностью предприятия называют комплекс мероприятий, направленных на получение, преумножение дохода, на распределение денежных средств и контроль их использования¹⁾. Финансовая деятельность компании представляет собой систему комплексных управленческих мероприятий, нацеленных на разработку финансовой стратегии, инвестиционной стратегии, стратегий бизнес-единиц, системы финансовых планов и бюджетов, построение системы учета и аналитики, управление финансовыми потоками, отношениями с налоговыми органами, банками и другие мероприятия, направленные на повышение эффективности, то есть рост доходов и сокращение затрат²⁾. Финансовая деятельность компании сопровождается управлением финансовыми потоками и подразумевает получение и распределение денежных средств³⁾.

¹⁾Кабанцева, Н.Г. Финансы: учебное пособие / Кабанцева Н.Г. – Саратов: Ай Пи Эр Медиа. – 2010. – 296 с. – Текст : непосредственный.

²⁾Воронина, М.В. Финансовый менеджмент : учебник для бакалавров / М. В. Воронина. – 2-е изд., стер. – Москва : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2020. – 384 с. – Текст : непосредственный.

³⁾Лимитовский, М.А. Корпоративный финансовый менеджмент : учебно-практическое пособие / М.А. Лимитовский, В.П. Паламарчук, Е.Н. Лобанова ; ответственный редактор Е. Н. Лобанова. – Москва : Издательство Юрайт. – 2019. – 990 с. – Текст : непосредственный.

Финансовая деятельность публичной компании предусматривает привлечение финансирования из различных внешних источников, как фондовый рынок и банковская система, погашение обязательств перед кредиторами, формирование капитала и активов. Финансовая деятельность влияет на финансовую инвестиционную привлекательность компании через достаточность денежных средств для обеспечения долгосрочного и устойчивого роста бизнеса и погашения обязательств перед инвесторами.

В общем виде схема финансовых потоков публичной компании, отражающих ее финансовую деятельность, представлена на рис. 1.3.

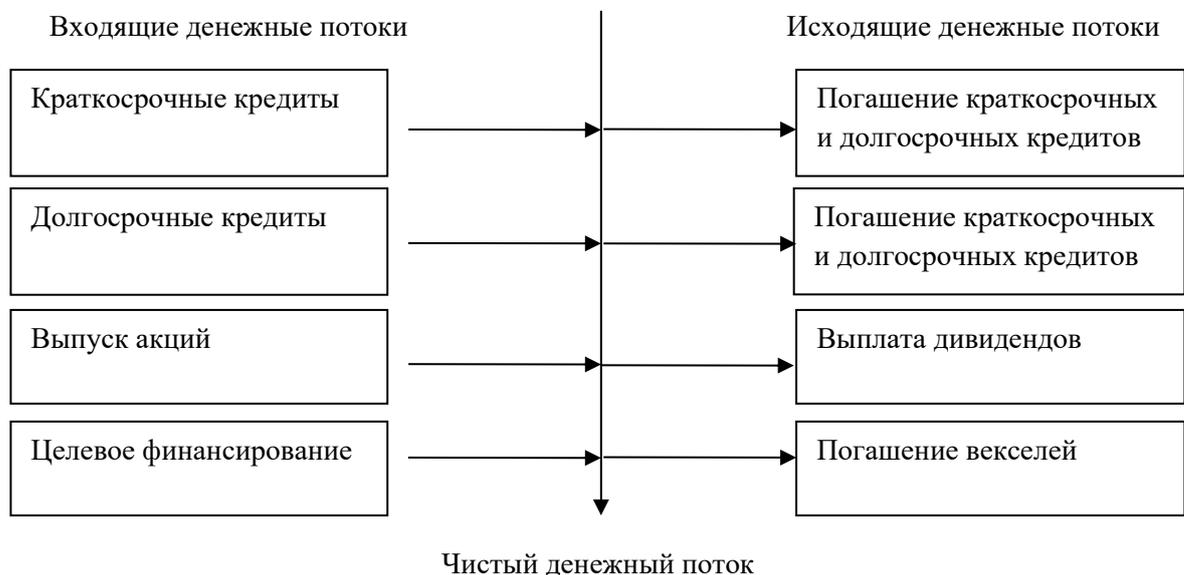


Рисунок 1.3 – Денежные потоки от финансовой деятельности корпорации
Источник: разработано автором

Финансовая деятельность публичной компании направлена на формирование денежных потоков в результате:

- финансовых вложений и получения доходов от этих вложений;
- эмиссии корпоративных ценных бумаг;
- привлечения финансирования из внешних источников (кредиты, займы);
- погашения обязательств перед кредиторами и инвесторами.

Финансовая деятельность решает стратегические и тактические финансовые задачи и позволяет достичь поставленных финансовых целей:

- формирование капитала и активов;
- получение доходов и управление ими, то есть финансирование основной деятельности;
- выполнение обязательств перед бюджетами всех уровней;
- выполнение обязательств перед акционерами по выплате им дивидендов;
- реинвестирование прибыли в увеличение активов;
- формирование различных резервов;
- создание фондов мотивации и социальной защиты персонала;
- размещение свободных финансовых ресурсов и привлечение дополнительного финансирования на финансовом рынке;
- перераспределение финансовых ресурсов при вхождении компании в холдинги, концерны, ассоциации, синдикаты, финансово-промышленные группы.

Таким образом, финансовая деятельность предполагает формирование и распределение финансовых ресурсов, получение доходов, управление финансовыми потоками, погашение обязательств, инвестирование, капитализация доходов и сокращение расходов, поддержание операционной деятельности, формирование резервов, стратегическое развитие и контроль распределения и использования финансовых ресурсов.

Финансовая деятельность публичной компании определяется как комплекс операций, вызывающих изменение стоимости и (или) состава собственных и заемных финансовых ресурсов. С точки зрения финансового менеджмента под финансовой деятельностью понимается совокупность функциональных задач, реализуемых финансовыми службами и связанных с финансовой, инвестиционной и операционной деятельностью и направленных на повышение финансовой инвестиционной привлекательности компании.

Целью финансовой деятельности компании является достижение определенного результата (эффекта), поставленных стратегических и тактических финансовых целей и роста финансовой инвестиционной привлекательности.

Финансовое управление требует принятия топ-менеджерами эффективных и своевременных управленческих решений на основе информации о финансовом состоянии компании, а также мониторинга финансовых и нефинансовых показателей, прогнозирования финансовой инвестиционной привлекательности на основе факторов, влияющих на нее.

Поскольку финансовая инвестиционная привлекательность компании является понятием, учитывающим эффективность финансовой деятельности и факторы, на нее влияющие, для объективной, точной и достоверной ее оценки необходимо понимание баланса интересов всех заинтересованных сторон финансово-хозяйственной деятельности: акционеров, инвесторов, кредиторов, менеджеров, сотрудников, государства и общества. Все эти группы стейкхолдеров заинтересованы в эффективной финансовой деятельности компании несмотря на то, что они имеют собственное представление о понятии «финансовой инвестиционной привлекательности». Акционеры заинтересованы в повышении стоимости компании и ее акций в долгосрочной перспективе, поскольку в данном случае будет расти размер выплачиваемых дивидендов.

Менеджеры стремятся к росту финансовых результатов деятельности компании, поскольку их система мотивации зависит от чистой прибыли в отчетном периоде. Сотрудники заинтересованы в соблюдении требований к безопасности труда, прозрачной и справедливой системе мотивации труда, социальной защите и обеспечении карьерного роста и стабильных зарплат, а государство заинтересовано в своевременном и стабильном получении налогов в государственный бюджет и соответственно в развитии бизнеса и повышении инвестиционной привлекательности. Общество обеспокоено соблюдением экологических стандартов и этических принципов ведения бизнеса, выполнением требований корпоративной социальной ответственности со стороны компании. Таким образом, имеет место многосторонний подход к понятию финансовой инвестиционной привлекательности, учитывающий факторы, на нее влияющие, а также интересы и мотивы поведения всех участников экономических отношений. Как зарубежная, так и отечественная финансовая литература не содержит единого подхода к

определению финансовой инвестиционной привлекательности компании. Критерии, индикаторы и показатели оценки финансовой инвестиционной привлекательности до сих пор не систематизированы и не учитывают отраслевую специфику. Это усложняет формирование теоретико-методических подходов к оценке финансовой инвестиционной привлекательности и обоснование оптимального ее критерия. Для компаний некоторых отраслей данная проблематика ощущается особенно остро в связи со спецификой структуры их капитала и бизнеса в целом. Так, например, в компаниях цифрового сектора функционирование имеет особенности, связанные с целями и интересами их стейкхолдеров, использованием инноваций и информационных технологий, формированием цифрового продукта, способностью приносить доход в будущем и ценность которого сложно оценить и спрогнозировать в связи с высокими рисками. Важнейшим условием эффективного управления финансовой деятельностью компании цифрового сектора является систематический анализ показателей финансовой инвестиционной привлекательности и факторов, влияющих на нее, их мониторинг и прогнозирование.

Финансовая инвестиционная привлекательность является результатом взаимодействия всех элементов системы финансовых и нефинансовых отношений компании, а потому определяется совокупностью соответствующих финансовых, нефинансовых, а также производственно-экономических факторов. Она определяет технико-экономический потенциал и конкурентоспособность бизнеса, а также способствует достижению стратегических целей компании, соблюдению экономических интересов всех стейкхолдеров компании, включая инвесторов, клиентов, партнеров.

Финансовая инвестиционная привлекательность компании зависит от обеспеченности финансовыми ресурсами, рационального их распределения и эффективного использования, построения выгодных финансовых отношений с контрагентами и бизнес-партнерами и выражается в эффективной финансовой деятельности, которая в свою очередь измеряется высокой платежеспособностью, финансовой устойчивостью, рентабельностью, деловой активностью, стоимостью

компании. Показателями неэффективной финансовой деятельности являются, в частности: наличие непокрытого убытка; чистый убыток в отчетном и предыдущем периоде; снижение валюты баланса; невыполнение обязательств перед кредиторами; снижение стоимости акций и уровня рентабельности капитала и активов компании.

Ключевым критерием финансовой инвестиционной привлекательности компании является ее стоимость. Концепция стоимостного управления (VBM) как инструмента повышения финансовой инвестиционной привлекательности компании появилась в 1980-х годах в США. Впервые ее теоретическую основу заложил А.Раппапорт. В своей работе «Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance» он впервые обосновал необходимость сосредоточения усилий менеджеров на повышении ценности для инвесторов. Ключевая идея его подхода заключается в оценке эффективности инвестиционной и финансовой стратегии публичной компании на основе ее способности создавать акционерную добавленную стоимость (Shareholder Value Added, SVA). В своей работе «Ten Ways to Create Shareholder Value» автор впервые определил основные принципы VBM на предприятии¹⁾.

Аббревиатура VBM (Value-Based Management) появилась в 1990-е годы, когда Б.Стюарт, Т.Коупленд, Т.Коллер, Дж.Муррин опубликовали свою работу «Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies», ставшую основой управления стоимостью в мире.

Согласно подходу VBM, основным показателем для оценки финансовой инвестиционной привлекательности компании является ее стоимость. Этот показатель имеет ряд преимуществ перед традиционными показателями эффективности компании, такими как «чистая прибыль», которая:

- является основой принятия текущих управленческих решений;
- соответствует учетной политике и ею можно манипулировать;

¹⁾Firk, S. CFO emphasis on value-based management: Performance implications and the challenge of CFO succession / S. Firk, T. Schmidt, M. Wolff // Management Accounting Research. – 2018. – Текст : непосредственный.

- не позволяет топ-менеджерам оценить уровень платежеспособности и инвестиционной привлекательности;
- учитывает в расчетах только затраты на привлечение и использование заемного капитала;
- не оценивает коммерческие и финансовые риски, присущие деятельности компании.

Наоборот, стоимость компании устраняет недостатки, характерные для показателя чистой прибыли, и позволяет учитывать в расчетах большее количество факторов, влияющих на финансовую инвестиционную привлекательность компании. Стоимость компании:

- является базисом принятия стратегических решений;
- отдельные индикаторы стоимости (например, экономическая прибыль) оценивает эффективность операционного менеджмента;
- не может быть искусственно завышена или занижена, так как зависит напрямую от денежного потока и соответственно плана движения денежных средств;
- позволяет стейкхолдерам (топ-менеджерам, акционерам, инвесторам) оценить уровень платежеспособности и инвестиционной привлекательности компании;
- учитывает в расчетах затраты на использование всех источников финансирования бизнеса;
- учитывает деловые и финансовые риски, в том числе и отраслевые, характерные для деятельности конкретной компании.

Оценка финансовой инвестиционной привлекательности компании на основе VBM как концепции управления финансами является аналитической основой принятия управленческих решений в финансовой сфере. Приоритетными в таких решениях являются финансовые интересы акционеров, а также максимизация стоимости компании с учетом стратегических целей стейкхолдеров. Оценка финансовой инвестиционной привлекательности на основе стоимостного подхода направлена на выявление факторов, влияющих на стоимость компании, и

управление бизнесом с приоритетом роста рыночной стоимости компании и ее финансовых активов (акций).

В состав активов входят материальные, нематериальные и финансовые активы. Материальными являются физические активы, например, основные средства, запасы, незавершенное производство и другие. Нематериальные активы не имеют физической формы, но участвуют в создании стоимости также, как и материальные. Структура активов компании зависит от специфики ее деятельности. Компании цифрового сектора имеют в составе активов большую долю нематериальных активов в отличие от производственных предприятий, а также финансовых активов¹⁾. Главная отличительная особенность финансовых активов – их способность приносить доходы в будущем. Сумма дисконтированных чистых денежных потоков от использования в будущем финансового актива является его внутренней (справедливой или экономической) стоимостью.

Финансовые активы влияют на стоимость и соответственно инвестиционную привлекательность компании. Они способствуют росту денежных потоков и показателей эффективности, позволяют привлекать финансовые ресурсы на наиболее выгодных условиях. Количество, стоимость, уровень ликвидности финансовых активов определяют инвестиционную привлекательность компании и позволяют ей управлять платежеспособностью и финансовыми рисками. Финансовые активы являются информационной базой для принятия управленческих решений в финансовой сфере²⁾. Эффективный финансовый менеджмент направлен на поддержание оптимального уровня ликвидности и рентабельности компании. Финансовые активы требуют роста и рекапитализации, привлечения компанией дополнительных финансовых ресурсов из внешних и внутренних источников. Основным внутренним источником активов является

¹⁾Гурьева, Е.Н. Современные проблемы управления финансовыми активами / Е.Н. Гурьева, А.Ч. Хон // Экономика и эффективность организации производства. Сборник научных трудов. – Брянск, 2010. – Текст : непосредственный.

²⁾Ермоленко, А.А. Теоретическое обоснование сущности финансовых активов / А.А. Ермоленко, А.Е. Миллер // Потенциал российской экономики и инновационные пути его реализации: материалы международной научно-практической конференции студентов и аспирантов. – Омск, 2016. – С. 181-183. – Текст : непосредственный.

операционная прибыль¹⁾. Финансовые активы могут формироваться за счет эмиссии акций и других ценных бумаг, привлечения внешних финансовых ресурсов, инвестированных средств своих и внешних акционеров. Также финансовые активы отражают финансовые вложения компании в развитие других компаний. Особенностью финансовых активов является их способность приносить доход акционерам и дополнительные денежные потоки в виде финансовых доходов компании. Финансовые активы генерируют финансовые потоки, движение которых сопровождается материальными потоками в компании.

На рис. 1.4 показана систематизация факторов формирования стоимости финансовых активов компаний цифрового сектора.



Рисунок 1.4 – Факторы формирования стоимости финансовых активов компаний цифрового сектора

Источник: разработано автором

¹⁾Адаменко, А.А. Финансовые активы: понятие и оценка / А.А. Адаменко, Т.Е. Хорольская, В.С. Горшков // Вестник Академии знаний. – 2019. – № 5 (34). – С. 272-277. – Текст : непосредственный.

Таким образом, на стоимость финансовых активов оказывают влияние как финансовые и нефинансовые факторы, которые непосредственно формируют стоимость актива (структура финансовых ресурсов, рентабельность, финансовые потоки и другие), так и социальные факторы, которые включают преимущественно экологические, управленческие факторы, такие как репутация, бизнес-этика, а также человеческий капитал. Финансовая деятельность компании неразрывно связана с управлением капиталом. Частью капитала является социальный капитал, вклад которого в инвестиционную привлекательность компании сегодня возрастает, поскольку социальный капитал создает активы, усиливает конкурентные позиции фирмы на рынке, дополнительную ценность, которая в свою очередь генерирует денежные потоки и способствует росту стоимости бизнеса. Эффективное управление социальным капиталом способствует росту финансовой инвестиционной привлекательности, стоимости компании на фондовом рынке, повышению благосостояния инвесторов и других стейкхолдеров.

Весомый вклад в управление финансовыми активами вносит управление интеллектуальным, в том числе человеческим капиталом. Методика оценки финансовых активов зависит от факторов бизнес-среды, а также от глобальных изменений, в частности, роста геополитической напряженности, ускоренного развития цифровой экономики, конкуренции, ужесточения требований, связанных с климатическими изменениями, цифровой трансформации компаний и рынков, повышения роли и вклада человеческого капитала в инвестиционную привлекательность бизнеса. Эффективное управление финансовыми активами в цифровом секторе требует учета данных факторов для обоснования методики их оценки и мониторинга финансовой инвестиционной привлекательности. Растущий интерес инвесторов к компаниям цифрового сектора требует четкого понимания вклада нематериальных факторов, в особенности человеческого капитала в стоимость бизнеса и финансовых активов. Поэтому необходимо глубокое исследование теоретико-методических подходов к оценке финансовых активов компаний цифрового сектора, а также исследование и количественное обоснование

взаимосвязи человеческого капитала и стоимости в современных условиях нестабильности финансовых рынков.

Основной задачей стоимостного подхода к оценке финансовой инвестиционной привлекательности является выявление ключевых факторов, формирующих стоимость компании (value-drivers), а также осознанное системное управленческое воздействие на них для роста стоимости. Ключевым моментом в оценке финансовой инвестиционной привлекательности компании на основе VBM является создание системы показателей, позволяющих судить об изменении стоимости компании. Они должны быть интегрированы в системы бюджетирования, планирования и мотивации сотрудников. Необходимость оценки финансовых показателей компании на основе концепции VBM возникает, когда разные стейкхолдеры (акционеры, сотрудники, поставщики, клиенты и т. д.) преследуют разные цели в бизнесе. Наемных менеджеров, вознаграждение которых часто зависит от размера годовой прибыли, чаще интересуют высокодоходные краткосрочные проекты, хотя в среднесрочной и долгосрочной перспективе их финансовая инвестиционная привлекательность может быть сомнительной. Акционер стремится владеть бизнесом, стоимость которого неуклонно растет.

В современных условиях социальные факторы, включая человеческий капитал, являются главной ценностью компании цифрового сектора, приоритетным нематериальным активом, способным создавать другие нематериальные активы, и уникальным определяющим фактором устойчивого развития и долгосрочного стратегического роста бизнеса. Это объясняется тем, что конкурентные преимущества в цифровом секторе во многом достигаются не за счет природных ресурсов и материальных активов, а за счет знаний, информации, инноваций, источником которых является человек. С учетом сложности понятия человеческого капитала возникает потребность в расчете его возможной объективной стоимости, а также его вклада в формирование финансовых активов компании цифрового сектора, поскольку отсутствие четкой и обоснованной оценки может исказить представление о стоимости бизнеса.

1.2 ESG-факторы финансовой инвестиционной привлекательности компаний

В современных условиях интенсивной конкуренции и рыночной нестабильности менеджеры компаний должны искать новые подходы и инструменты для разработки и реализации бизнес-стратегий, адекватных современным вызовам.

Стратегия устойчивого развития впервые была сформулирована на саммите ООН в Рио-де-Жанейро в 1992 году. Ее суть заключается в развитии компании на основе системы этических подходов и принципов ведения бизнеса, сохранения окружающей среды и природных ресурсов, социально ответственного поведения в отношении сотрудников, стейкхолдеров и общества.

Между концепцией устойчивого развития и ESG-концепцией существуют различия. Устойчивое развитие – это концепция и философия, выраженная в 17 целях устойчивого развития ООН и основанная на принципах построения политики устойчивого развития: принцип справедливости, принцип сохранения природной среды, принцип целостности мышления, принцип «думать глобально – действовать локально». Устойчивое развитие является концепцией и философией, а ESG – это отражение того, как эффективно бизнес движется к достижению этих целей, выраженное в виде нефинансовой отчетности и рейтингов.

Концепция ESG – это свод правил и подходов к ведению бизнеса, которые способствуют его устойчивому развитию. Данная концепция способствует формированию положительной деловой репутации и благоприятного имиджа компании как ключевого нематериального актива, оказывающего влияние на финансовую инвестиционную привлекательность и стоимость бизнеса.

Успешные мировые компании переходят на принципы ESG, обеспечивающие конкурентные преимущества на рынке. В 2005 году группа международных институциональных инвесторов под эгидой ООН и авторитетных привлеченных экспертов сформулировала ESG-принципы, которых

придерживаются сегодня публичные компании¹⁾. Инвестирование в ESG-принципы и подходы к управлению бизнесом обеспечивают компаниям стабильно высокие финансовые результаты и эффективность, устойчивое развитие и долгосрочное сохранение конкурентоспособности и рыночных позиций²⁾. ESG-принципы включают в себя заботу об экологии, ответственное отношение к сотрудникам и клиентам, прозрачную работу компании и участие в благотворительных инициативах. Система ESG-факторов устойчивого развития бизнеса включает:

- ответственное отношение к окружающей среде, бережное и рациональное использование ресурсов (E – Environment);
- высокую социальную ответственность, заботу о персонале, клиентах и бизнес-партнерах (S – social);
- высокое качество корпоративного управления (G – Governance).

С влиянием ESG-факторов на бизнес неразрывно связаны корпоративные ESG-риски, которые также называются рисками устойчивого развития, или нефинансовыми рисками. Единого определения корпоративных ESG-рисков не существует, однако в целом их можно определить, как риски негативного воздействия на деятельность организации вследствие текущего или потенциального влияния ESG-факторов. По мнению российского автора И.В.Беликова, «социализация бизнеса является все более закономерной и распространенной тенденцией развитых стран, которая обеспечивает самый высокий корпоративный уровень управления, влияющий в свою очередь на подходы топ-менеджеров и стейкхолдеров компании к воздействию на природную и социальную среду одновременно с финансовыми целями и обеспечением прав акционеров»³⁾. Компании, которые успешно интегрируют ESG-принципы ведения

¹⁾Беляева, И.Ю. ESG-факторы как инструмент формирования деловой репутации / И.Ю. Беляева, Н.П. Козлова, О.В. Данилова // Вестник Астраханского государственного технического университета. Серия: Экономика. – 2021. – №4. – С. 15-21. – Текст : непосредственный.

²⁾Advancing environmental, social, and governance investing. A holistic approach for investment management firms. Deloitte. – 2020. URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/financial-services/esg-investing-performance.html> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный

³⁾Беликов, И.В. Три буквы, важные для инвестора. Как в России соответствовать современному принципу ESG. URL: <https://www.vtimes.io/2021/01/28/tri-bukvivazhnie-dlya-investorov-a2805> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный

бизнеса в собственные корпоративные стратегии, получают дополнительные конкурентные преимущества на целевом рынке, в частности, доверие со стороны клиентов, положительный имидж и деловая репутация, рост удовлетворенности клиентов, лояльность персонала и бизнес-партнеров, достижение бизнес-целей, устойчивое долгосрочное развитие. Для реализации ESG-концепции компании внедряют принципы и стандарты в социальной, управленческой и экологической деятельности, реализуют мероприятия во всех сферах деятельности, направленные на соблюдение ESG-принципов. В частности, этического делового поведения и антикоррупционных практик, корпоративной социальной ответственности и охрану экологии и окружающей среды.

На рисунке 1.5 представлена характеристика ESG-факторов, влияющих на развитие бизнеса в долгосрочной перспективе¹⁾.

Социально ответственные мировые компании добились успеха во внедрении ESG-принципов в бизнес. Например, бренд обуви Timberland совместно с производителем шин Omni United реализовали совместный проект по производству обуви с подошвами из переработанных шин, что позволило сократить негативное влияние на окружающую среду²⁾.

Социально ответственное поведение требует от компаний реализации социальных проектов, внедрения социальных стандартов и этических принципов ведения бизнеса, обеспечивать высокий уровень социальной защиты персонала, безопасности труда, инвестирования в обучение и развитие персонала. Американская компания Patagonia в целях заботы об уязвимых категориях рабочих из развивающихся стран, работающих на фабриках одежды, запустила социальную инициативу «Честная торговля», направляя часть доходов от продаж на повышение зарплаты до уровня прожиточного минимума³⁾.

¹⁾ESG-факторы в инвестировании (МИРБИС, июнь 2019 г.). URL: <https://www.pwc.ru/ru/sustainability/assets/pwc-responsible-investment.pdf> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный

²⁾ESG-принципы: что это такое и зачем компаниям их соблюдать. URL: <https://trends.rbc.ru/trends/green/614b224f9a7947699655a435> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

³⁾ESG-принципы: что это такое и зачем компаниям их соблюдать. URL: <https://trends.rbc.ru/trends/green/614b224f9a7947699655a435> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

Управленческие стандарты охватывают корпоративное управление, в частности, уровень оплаты труда менеджеров, прозрачность системы мотивации, обеспечение гендерного равенства в топ-менеджменте, противодействие коррупции, создание организационной культуры, защиту прав миноритарных акционеров и другие принципы этики бизнеса¹⁾.



Рисунок 1.5 – Характеристика ESG-факторов развития бизнеса

Источник: составлено автором

В последние несколько лет ESG-принципы приобрели широкое распространение в зарубежной корпоративной практике. В частности, в 2000-х годах в США лишь 20 компаний были включены в ESG-рейтинг, а к 2020 г. их количество возросло почти до 800²⁾. Подтверждается значимость и вклад ESG-факторов в финансовую инвестиционную привлекательность компаний, применяющих их. По данным исследования Оксфордского университета, у компаний, которые строят свои корпоративные стратегии на основе не только

¹⁾ESG-принципы: что это такое и зачем компаниям их соблюдать. URL: <https://trends.rbc.ru/trends/green/614b224f9a7947699655a435> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

²⁾ESG-принципы: что это такое и зачем компаниям их соблюдать. URL: <https://trends.rbc.ru/trends/green/614b224f9a7947699655a435> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

финансовых, но и ESG-факторов, среднегодовая доходность выше в среднем на 4,8% по сравнению с другими. Фонды ответственного инвестирования, работающие на основе ESG-принципов, на 20 % меньше сталкиваются с падением стоимости активов на фондовом рынке¹⁾.

В России внедрение ESG-принципов в практику бизнеса пока находится на стадии развития. Представители бизнеса, государства и академического сообщества единогласно заявляют о необходимости перехода компаний на ESG-принципы в ведении бизнеса и выстраивании отношений со стейкхолдерами. В частности, на Петербургском международном экономическом форуме (ПМЭФ) в 2021 г. тема защиты окружающей среды вызвала повышенный интерес у участников, обсуждающих декарбонизацию предприятий топливно-энергетического комплекса, развитие возобновляемой энергетики и другие актуальные вопросы²⁾.

Национальным проектом «Экология» к 2030 г. поставлены задачи обеспечить сортировку 100 % отходов и сократить объем захоронения мусора в 2 раза³⁾. Российские банки сегодня активно анализируют потенциальных корпоративных клиентов на соблюдение ими ESG-принципов, поскольку ESG-риски могут в будущем повлиять на падение доходов компаний, которые не являются социально ответственными.

Три четверти крупных российских банков интегрировали показатели оценки ESG-факторов в оценку кредитоспособности заемщиков, еще 20 % – планируют это сделать в ближайшее время⁴⁾. Центральным банком Российской Федерации в 2021 г. были опубликованы рекомендации по раскрытию нефинансовой информации публичными компаниями⁵⁾, а уже в ноябре 2023 г. Министерством экономического

¹⁾Advancing environmental, social, and governance investing. A holistic approach for investment management firms. Deloitte. – 2020. URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/financial-services/esg-investing-performance.html> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный

²⁾ESG-принципы: что это такое и зачем компаниям их соблюдать. URL: <https://trends.rbc.ru/trends/green/614b224f9a7947699655a435> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

³⁾ESG-принципы: что это такое и зачем компаниям их соблюдать. URL: <https://trends.rbc.ru/trends/green/614b224f9a7947699655a435> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

⁴⁾ESG-принципы: что это такое и зачем компаниям их соблюдать. URL: <https://trends.rbc.ru/trends/green/614b224f9a7947699655a435> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

⁵⁾ Приложение к информационному письму Банка России от 13.06.2023 г. № ИН-02-28/44. Рекомендации по раскрытию финансовыми организациями информации в области устойчивого развития: Вестник Банка России № 45

развития Российской Федерации был опубликован Приказ с методическими рекомендациями по подготовке отчетности об устойчивом развитии¹⁾ в соответствии с распоряжением Правительства Российской Федерации от 05.05.2017²⁾. Взаимосвязь между финансовой инвестиционной привлекательностью компании и применением в бизнесе ESG-принципов очевидна.

Переход на ESG-принципы и их соблюдение в бизнесе и взаимоотношениях со стейкхолдерами обеспечивает удовлетворение интересов клиентов, менеджеров, сотрудников, партнеров. Это в свою очередь способствует формированию положительного имиджа компании и деловой репутации, которые становятся нематериальным активом, приносящим дополнительные выгоды, в том числе и финансовые. Высокий уровень экологической, социальной ответственности и корпоративного управления способствует повышению лояльности и соблюдению интересов стейкхолдеров, устойчивости к угрозам и рискам, а следовательно и повышению финансовой инвестиционной привлекательности цифровой компании.

Как ранее говорилось, ESG-принципы ведения бизнеса оказывают влияние на его финансовую инвестиционную привлекательность путем создания ценных нематериальных активов, которые способствуют повышению заинтересованности потребителей в продуктах компании, созданию продуктов и услуг с высокой ценностью для целевой аудитории.

Наличие связи между ESG-факторами и нематериальными активами подтверждают эксперты Международного комитета по стандартам оценки³⁾. ESG-инвестиции способны создавать ценные нематериальные активы, прежде всего

(2441) 21 июня 2023. – Текст: электронный // Банк России: официальный сайт – URL: <https://cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/6233> (дата обращения: 18.05.2024). – Режим доступа: свободный.

¹⁾ Приложение к приказу Минэкономразвития России от 01.11.2023 № 764. Методические рекомендации по подготовке отчетности об устойчивом развитии. – Текст: электронный // Минэкономразвития России: официальный сайт – URL: https://www.economy.gov.ru/material/file/70c9039795779d4b5b55c3fb8066afd3/764_2023-11-01.pdf (дата обращения: 18.05.2024). – Режим доступа: свободный.

²⁾ Распоряжение Правительства Российской Федерации от 05.05.2017 г. № 876-р «Концепция развития публичной нефинансовой отчетности». – Текст: электронный // Правительство России: официальный сайт – URL: <http://government.ru/docs/all/111498/> (дата обращения: 18.05.2024). – Режим доступа: свободный.

³⁾ Как оценивать стоимость, создаваемую ESG? https://gaap.ru/articles/Kak_otseivivat_stoimost_sozdavaemuyu_ESG/ (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

создаваемые человеческими ресурсами. Этот факт следует учитывать при разработке методики оценки финансовой инвестиционной привлекательности. Исследование факторов финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора, которая выражается в том числе в виде показателей рыночной стоимости, помогает понять взаимосвязь между ними и ESG-инвестициями в нематериальные активы.

Стоимость компании косвенно зависит от нематериальных активов, создаваемых ESG-инвестициями, в частности, человеческими ресурсами. ESG-инвестиции влияют на формирование нематериальных активов, которые способствуют росту стоимости финансовых активов компании, особенно в цифровой сфере. Данный рост является экспоненциальным, медленный рост стоимости ценных бумаг компании сменяется ускорением роста на фоне ESG-инвестиций спустя некоторое время. Напротив, если не поддерживать на должном уровне ESG-инвестиции, качество нематериальных активов будет снижаться, приводя одновременно к падению стоимости финансовых активов и финансовой инвестиционной привлекательности. Когда ESG-инвестиции создают стоимость бесконечно, выгоды от таких инвестиций также бесконечны. Однако человеческий капитал требует непрерывных инвестиций для полного раскрытия его потенциала и получения компанией выгод от его использования. Поэтому для человеческого капитала как объекта ESG-инвестиций и нематериального актива, а также как косвенного фактора стоимости финансовых активов (в частности, акций) принцип бесконечности не работает.

Нематериальные активы (а следовательно и ESG-инвестиции) создают стоимость в разных секторах экономики по-разному. В компаниях с дифференцированным, проектным, высокомаржинальным и рентабельным бизнесом с высокими, экспоненциально растущими денежными потоками, как цифровой сектор, взаимосвязь стоимости и ESG-инвестиций более заметна. Наоборот, в низкомаржинальных (торговых, производственных, капиталоемких) компаниях с длительным производственным циклом влияние ESG-инвестиций будет менее существенным. Наблюдается также значительная разница в структуре

ESG-инвестиций, влияющих на стоимость финансовых активов. В частности, производственные компании с масштабным влиянием на окружающую среду, закономерно будут сильнее зависеть от внедрения экологических принципов и стандартов в деятельность. А компании с высокой долей человеческого капитала и знаний в структуре ценности создаваемых продуктов, напротив, будут подвержены сильному влиянию социальных факторов, в частности, качества человеческого капитала и соответственно инвестиций в привлечение, сохранение и развитие человеческого капитала.

Бизнес-модели и отрасли часто определяют состав и структуру нематериальных активов. Компании цифрового сектора самостоятельно определяют приоритетные направления и активы для ESG-инвестиций, однако на данный процесс влияют также бизнес-модель компании, ожидаемые выгоды от создания нематериального актива (социальные, экономические, имиджевые и другие). Понимая наиболее перспективные с точки зрения выгод для компании нематериальные активы, можно обосновывать направления и проекты ESG-инвестиций.

Например, в случае с компаниями такой наукоемкой отрасли как цифровая, весомый вклад в формирование нематериальных активов компании (стоимость бренда, гудвилл и другие) вносит человеческий капитал. Поэтому ESG-инвестиции должны быть направлены на привлечение и развитие человеческих ресурсов, создание условий для реализации сотрудниками творческого потенциала.

ESG-инвестиции в экологической, социальной, управленческой сферах деятельности компании создают дополнительную стоимость или повышают стоимость существующего нематериального актива, например, стоимость бренда. Это позволяет генерировать дополнительные денежные потоки, в частности, за счет расширения целевой аудитории, роста продаж, повышения лояльности и длительности жизненного цикла клиента. ESG-инвестиции сохраняют также стоимость нематериальных активов, снижая риски обесценивания.

Эксперты Международного комитета по стандартам оценки IVSC считают, что жизненный цикл потенциального создания стоимости активов и компании в целом состоит из трех этапов:¹⁾

1. Создание нефинансовых активов, стоимость которых зависит от ESG-факторов напрямую, а следовательно от объемов и структуры ESG-инвестиций;
2. Создание других активов, как материальных, так и нематериальных, которые зависят от ESG-факторов косвенно, и их стоимость имеет тенденцию к росту при непосредственном увеличении ESG-инвестиций, но такая связь не является прямой и четко выраженной;
3. Масштабируемое создание стоимости. На данном этапе в компании осознается и масштабируется доходность от ESG-инвестиций в результате капитализации доходов от созданных ранее нематериальных активов и их взаимодействия с материальными и другими активами.

Рассмотрим подробнее этапы создания стоимости активов на примере экологических инвестиций, которые легче понять и обосновать степень оказываемого эффекта на стоимость финансовых активов (акций) компании как критерий ее финансовой инвестиционной привлекательности и достижения бизнес-целей, связанных с рыночной конкурентоспособностью.

Международный комитет по стандартам оценки публикует аналогично анализ жизненного цикла формирования нематериального актива в разрезе социальных инвестиций и инвестиций в корпоративный менеджмент. Как упоминалось ранее, ESG-инвестиции по экологическому направлению могут включать финансирование корпоративных мероприятий, направленных на снижение углеродных выбросов в окружающую среду, рациональное и эффективное использование природных ресурсов, исключение вредных для здоровья людей и окружающей среды материалов и сырья из своих производственных цепочек, переработка промышленных отходов и множество других.

¹⁾Как оценивать стоимость, создаваемую ESG?
https://gaap.ru/articles/Kak_otseivat_stoimost_sozdavaemuyu_ESG/ (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

На первой стадии создания стоимости формируются прямые нематериальные активы, такие, как экологично ответственный бренд компании, репутация бизнеса, который соблюдает глобальные экологические инициативы и внедряет лучшие практики в свою деятельность, заботится об окружающей среде. За счет этого компания сможет в дальнейшем продавать свои товары и услуги по более высоким ценам без потери клиентов за счет их лояльности, увеличивать продажи, расширять долю рынка, осуществлять международную экспансию, минимизировать экологические риски. Результатом будет рост финансовой инвестиционной привлекательности, который будет выражаться в более высокой прибыли, росте стоимости акций.

На второй стадии создания стоимости формируются не прямые нематериальные активы, прежде всего, человеческий капитал. Экологически ответственное поведение и забота об окружающей среде повышают привлекательность компании для инвесторов, которые понимают, что стоимость акций такой компании будет расти. Компании удастся привлечь ценные человеческие ресурсы, а клиенты становятся более лояльными и продолжают покупать товары и услуги даже при повышении цены на них. Лояльность клиентов является нематериальным активом, приносящим дополнительные выгоды компании в виде продления пожизненной ценности клиента (LifeTime Value). Компания зарабатывает на качественной целевой аудитории и извлекает выгоду от клиентов с высокой пожизненной ценностью.

На третьей стадии создания стоимости происходит масштабирование, и компания извлекает выгоду от ESG-инвестиций на основе синергетического эффекта, когда ESG-факторы работают во взаимосвязи. В частности, человеческий капитал определяет силу бренда компании и влияет на стоимость бренда как нематериального актива. Человеческие ресурсы создают инновации, технологии, формируют репутацию компании и другие нематериальные активы, которые косвенно, не напрямую стимулируют рост стоимости финансовых активов компании. Наконец, от человеческого капитала зависит лояльность клиентов, в частности, в сфере обслуживания, продаж, и уровень квалификации персонала

стимулирует формирование дополнительной ценности в компании на этапе работы с клиентами и повышения их лояльности, а финальным результатом является рост финансовой инвестиционной привлекательности через стоимость финансовых активов. Таким образом проявляется взаимосвязь рассмотренных элементов формирования стоимости нематериального актива через призму ESG-факторов ESG-инвестиций. Создание стоимости актива становится самовоспроизводящимся процессом.

Существует определенная сложность в количественном или денежном определении вклада ESG-инвестиций в рост стоимости нематериальных, а, следовательно, и финансовых активов компании, как и финансовой инвестиционной привлекательности. В рамках S- и G-инвестиций возможно создание нескольких прямых нематериальных активов уже на первом этапе формирования стоимости, рассмотренном выше. В случае с социальными инвестициями речь идет о человеческом капитале, который является нематериальным активом, включая знания, опыт, умения и лояльность сотрудников компании. Человеческий капитал формирует стоимость бренда компании, которую можно оценить в денежном эквиваленте. Совершенствование корпоративного управления предполагает, например, защиту конфиденциальной информации, построение системы мотивации топ-менеджеров, прозрачность взаимодействия, планы и программы развития карьеры и корпоративного обучения, этические кодексы, корпоративные ценности, комплаенс и другие инструменты. В результате при формировании стоимости нематериального актива создаются новые технологии, растет лояльность клиентов, ценность бренда и приверженность потребителей к нему, компания привлекает и развивает таланты и формирует человеческий капитал.

G-факторы более существенно способствуют минимизации рисков, а значит стабильной стоимости активов. S-факторы и инвестиции в них создают стоимость новых нематериальных активов, генерирующих дополнительные денежные потоки человеческим капиталом. E-факторы обеспечивают создание дополнительных выгод и снижение рисков одновременно. ESG-факторы в комплексе способствуют

росту стоимости финансовых активов компании и повышению ее финансовой инвестиционной привлекательности. Поэтому ESG-инвестиции стимулируют устойчивое развитие бизнеса в долгосрочной перспективе на принципах социальной, экологической ответственности и эффективного корпоративного управления.

Рассмотрим более детально ESG-факторы формирования стоимости нематериальных активов компании и финансовых активов, как зависимых от них в той или иной мере.

Для того, чтобы обосновать необходимость ESG-инвестиций и выбрать наиболее перспективные их ESG-факторы, требующие внимания и создающие дополнительные выгоды и генерирующие денежные потоки, менеджеры компании должны четко понимать потенциал создания стоимости нематериального актива и принимать управленческие решения и внедрять мероприятия по формированию нематериальных активов на базе ESG-факторов. Оценка потенциала создания стоимости делает ESG-инвестиции возможными или нет. Эксперты IVSC считают, что создаваемые ESG-инвестициями нематериальные активы должны оцениваться с точки зрения их вклада в будущий рост бизнеса и стоимости финансовых активов. Рассмотрим основные критерии роста стоимости нематериальных активов.

Первым критерием является влияние бренда/силы бренда, которая определяется количественно по формуле: ¹⁾

$$BF (Brand Force) = \text{Доля знающих бренд} / 100 \% \times \text{Доля выделивших самую сильную эмоцию марки (бренда)} / 10 \% + \text{Количество свойств марки (бренда), превосходящих ожидания потребителей} \quad (1)$$

Создание уникального и узнаваемого собственного бренда, стимулирование приверженности клиентов к нему, благоприятный имидж и деловая репутация создают дополнительные выгоды для компании, что подтверждает необходимость ESG-инвестиций. Ранее это было показано на примере экологических инвестиций,

¹⁾Как оценивать стоимость, создаваемую ESG? https://gaap.ru/articles/Kak_otseivivat_stoimost_sozdavaemuyu_ESG/ (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

однако для социальных инвестиций и инвестиций в корпоративный менеджмент это также справедливо. Сила бренда приносит доходы компании несравнимо высокие по сравнению с другими компаниями с менее известными брендами при прочих равных условиях. Компания, продающая идентичный прочим продукт, однако обладающая раскрученным и узнаваемым брендом, с безупречной репутацией социально и экологически ответственного производителя, будет привлекать гораздо больше клиентов и расширять долю рынка. Стратегия ESG предполагает способность компании создавать и поддерживать сильный бренд, репутацию, ценности, тем самым способствуя росту стоимости нематериальных и как следствие финансовых активов через ESG-инвестиции.

Вторым критерием является зависимость от человеческого капитала, его знаний и навыков, квалификации и опыта, а также внутренней мотивации. Человеческий капитал важен для любой компании, но его роль в росте стоимости финансовых активов будет особо ощутимой в наукоемких, высокотехнологичных и других сервисных отраслях, где доля затрат на оплату труда и мотивацию персонала составляет большую часть в структуре себестоимости, например, образовательные организации, ИТ-компании, технологические компании, маркетинговые агентства, адвокатские конторы и т.п.

Человеческий капитал способствует созданию долгосрочной стоимости компании и ее финансовых активов, особенно когда такие компании строят бизнес на нематериальных активах. Стоимость в таких случаях создается и увеличивается за счет знаний, навыков, опыта и профессионализма, а потенциальные убытки или недополученные доходы из-за потери или невозможности привлечения стратегически значимого персонала в компанию очень высоки. Компания, которая зависит от качества человеческих ресурсов, обладает высоким потенциалом создания и поддержания стоимости через ESG-инвестиции, в частности, социальные.

Третьим критерием создания стоимости в компании является оценочная премия. Оценочная премия – это размер дополнительного дохода, который компания и ее активы способны приносить в виде более высоких цен на товары и

услуги, которые готовы платить клиенты, или покупатели компании при ее продаже или в M&A сделках по сравнению с балансовой стоимостью.

Оценочная премия способствует росту стоимости нематериальных и финансовых активов (в частности, акций) благодаря долгосрочным ESG-инвестициям.

Следующим критерием создания стоимости через ESG-инвестиции является лояльность клиентов. Она зависит от всех ESG-факторов и направлений ESG-инвестиций. При этом лояльность целевых клиентов зависит от степени важности инвестиций для них, например, повышенное внимание и требовательность к использованию натуральных ингредиентов, безопасных комплектующих, запрет тестирования продукции на животных и т.п. Для определения приоритетных направлений инвестиций в формирование и развитие ESG-факторов необходимо провести исследование целевой аудитории на предмет значимости для них рассматриваемых конкретных факторов. Степень влияния ESG-факторов отчасти зависит от специфики отрасли компании и ее бизнес-модели. Например, в компаниях B2C, которые ориентированы на конечного потребителя, человеческий капитал создает стоимость нематериальных активов, а также бренда. В компаниях B2B, которые работают с бизнес-клиентами, ESG-инвестиции могут быть не приоритетными, потому что компания конкурентоспособна за счет выгодных условий сотрудничества, например, низкая цена, короткие сроки поставок и т.д. Бренд Apple, например, планирует достичь углеродной нейтральности к 2030 году во всех звеньях цепочки создания стоимости. При прочих равных условиях, чем теснее связь с конечным потребителем, тем выше вклад нематериальных активов в стоимость и финансовую инвестиционную привлекательность через ESG-инвестиции.

Структура активов также влияет на стоимость компании. Материальные активы, несмотря на их стабильность, менее доходны и содержат повышенные ESG-риски (например, климатические, экологические), тогда как нематериальные активы, созданные за счет ESG-инвестиций, способны генерировать дополнительные доходы практически неограниченно. Материальные активы в

свою очередь могут ограничивать доходы и уменьшать стоимость компании в будущем. Поэтому даже промышленные компании, бизнес которых базируется на материальных активах, должны максимально использовать ESG-факторы для создания высокодоходных нематериальных активов, способных повышать стоимость финансовых активов компании. В промышленных компаниях особое внимание следует уделять минимизации ESG-рисков, в частности, климатическим, техногенным и другим. Капитало- и ресурсоемкие компании с традиционными бизнес-моделями ограничены в возможностях создания стоимости через нематериальные активы и ESG-инвестиции ¹⁾.

Следующий критерий оценки потенциала создания стоимости нематериальных активов в компании – это запатентованная технология. Очевидно, что компании, ориентированные в своей деятельности преимущественно на нематериальные активы, получают больше дополнительных конкурентных преимуществ и обладают высоким потенциалом создания долгосрочной устойчивой стоимости. К таким компаниям относят и компании высокотехнологичных секторов, компании сферы услуг и другие компании, ориентированные на розничного потребителя. Однако имеются существенные риски, связанные с созданием стоимости нематериальных активов за счет технологий, в частности, если последние доминируют на рынке и создают зависимость от них. Потребители менее зависят от технологии по сравнению с другими созданными ESG-инвестициями нематериальными активами, что не позволяет технологичным компаниям добиться доминирующего положения на рынке.

Человеческий ресурс, создающий технологии, вносит свой вклад в рост стоимости технологии как нематериального актива. Зависимость компании от созданной технологии обратно пропорциональна потенциалу создания и роста стоимости через ESG-инвестиции в технологии. Для решения этой проблемы компании диверсифицируют нематериальные активы.

¹⁾Как оценивать стоимость, создаваемую ESG? https://gaap.ru/articles/Kak_otseivat_stoimost_sozdavaemuyu_ESG/ (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

На рис. 1.6 показан потенциал создания стоимости нематериального актива, оцениваемый по шкале от 1 до 5 для компаний из секторов профессиональных услуг (красный цвет); торговля (голубой); производство товаров, преимущественно в B2B (серый); производство и торговля брендовыми потребительскими товарами (оранжевый); высокотехнологичные «зеленые» сектора экономики (зеленый).

Торговые и производственные компании ограничены в возможностях создания стоимости нематериальных активов, независимо от того, какой критерий был выбран в качестве ключевого. А отрасль профессиональных услуг, напротив, имеет больше возможностей для создания стоимости, особенно если топ-менеджеры инвестируют в человеческий капитал, развитие бренда, лояльность и доверие клиентов, репутацию.

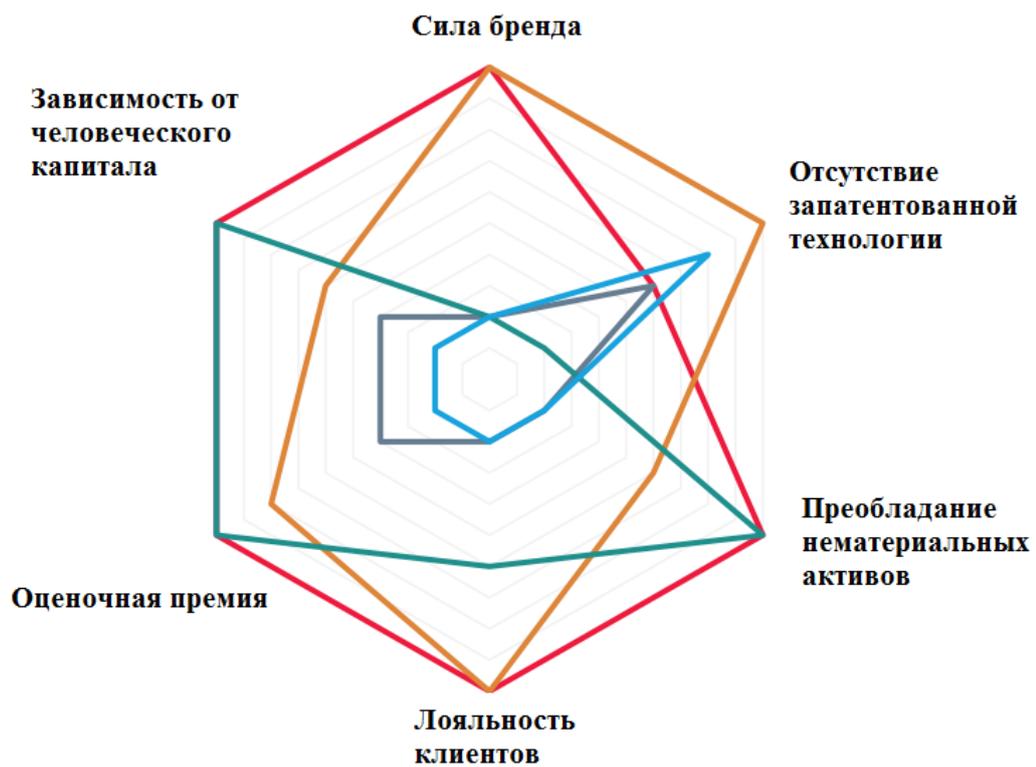


Рисунок 1.6 – Потенциал создания стоимости нематериального актива для компаний из различных отраслей

Источник: как оценивать стоимость, создаваемую ESG? https://gaap.ru/articles/Kak_otseivat_stoimost_sozdavaemuyu_ESG/ (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

Таким образом, S-факторы в наибольшей степени влияют на создание новых нематериальных активов и рост инвестиционной привлекательности соответственно. G- и E-факторы в большей степени способствуют сохранению текущих активов через снижение возможных рисков. Основным драйвером социальных факторов в свою очередь выступает человеческий капитал, так как влияет на большинство составляющих, таких как удовлетворенность конечных клиентов, формирование бренда, формирование непосредственно нематериальных активов в виде запатентованных технологий или лицензий. При этом компании наукоемких отраслей и отраслей сферы услуг имеют наибольший потенциал для создания таких нематериальных активов в связи со спецификой своей деятельности. Поэтому человеческий капитал как социальный фактор, влияющий на финансовую инвестиционную привлекательность компаний, требует более детального рассмотрения.

1.3 Роль человеческого капитала в формировании финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора

Понятие человеческого капитала как социального ESG-фактора, обеспечивающего рост стоимости финансовых активов компании, в научной литературе рассмотрено косвенно. Однако, как было упомянуто ранее, для компаний некоторых секторов экономики данный актив является центральным, а в некоторых случаях и единственным. Помимо этого, цифровая трансформация бизнеса и общества, формирование экономики знаний предъявляют повышенные требования к квалификации и компетенциям персонала в связи с необходимостью работы с новыми технологиями, процессами, данными¹⁾. Сегодня возрастает роль творческого труда и так называемых *soft skills*²⁾ в бизнесе, подразумевающие

¹⁾Флек, М.Б. Трансформация системы управления предприятием: от найма работников к человеческому капиталу / М.Б. Флек, Е.А. Угнич // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2021. – Т. 1 – № 1 (109). – С. 113–124. – Текст : непосредственный.

²⁾Макшанова, И.К. Проблемы формирования проектной команды на высокотехнологичных предприятиях / И.К. Макшанова, В.Е. Цветкова, В.Е. Цветков // Проблемы экономики, организации и управления в России и мире.

способность эффективно взаимодействовать с коллегами, руководством, клиентами, умение критически мыслить, коммуницировать, аргументировать свою позицию и доносить ее до других, работать с информацией и быстро обучаться, адаптироваться к меняющимся условиям работы и находить нестандартные решения¹⁾.

Из таких секторов экономики наиболее важным на сегодняшний день является цифровой сектор, что связано с активным развитием информационных технологий, их внедрением во все остальные отрасли экономики. В период с 2019 по 2022 гг. российские ИТ компании росли значительно быстрее среднемировых темпов – 12% в год против 5%, при этом в период 2023-2024 гг. российские производители продолжают активно занимать освободившиеся после ухода иностранных компаний доли рынка. Также стратегическая важность развития данного сектора неоднократно была подчеркнута со стороны регуляторов. Минэкономразвития в прогнозе социально-экономического развития Российской Федерации на период 2024-2026 гг. выделяет развитие цифрового сектора как один из основных драйверов роста ВВП²⁾. Стабильно высокий рост экономических показателей компаний с сохранением качественной структуры активов может быть обеспечен только при наличии инструментов, позволяющих оперативно и достоверно оценивать финансовое состояние компании и делать выводы о причинах изменений.

Поэтому сегодня концепция человеческого капитала вызывает интерес как у ученых-исследователей, так у менеджеров, особенно компаний цифрового сектора³⁾. Ведущие мировые ученые исследовали человеческие ресурсы фирмы как основной фактор эффективности национальной экономики и благосостояния

Материалы XVII международной научно-практической конференции. Ответственный редактор Н.В. Уварина. – 2018. – С. 140-142. – Текст : непосредственный.

¹⁾Глазьев, С.Ю. О новой парадигме в экономической науке / С.Ю. Глазьев // Государственное управление. Электронный вестник. – 2016. – № 56. – С. 5–39. – Текст : непосредственный.

²⁾Министерство экономического развития Российской Федерации. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов. URL: https://www.economy.gov.ru/material/file/310e9066d0eb87e73dd0525ef6d4191e/prognoz_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya_rf_2024-2026.pdf (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

³⁾Флек, М.Б. Эвристический подход в системе оценки человеческого капитала предприятия / М.Б. Флек, Е.А. Угнич // Научно-технические ведомости СПбГПУ. Экономические науки. – 2021. – Т. 14. – № 5. – С. 72–91. – Текст : непосредственный.

общества. Фокусом научных исследований были навыки работников и их влияние на производительность и результаты деятельности предприятий, а также экономику стран.

Одним из первых в данной проблематике стал опубликованный научный труд У.Петти¹⁾, где рассматривались «живые действующие силы человека» как ключевой фактор национального богатства и экономического роста. А.Смит²⁾ сформулировал концепцию «общественных благ», которая основывается на достаточной численности качественной рабочей силы, то есть уровне образования, квалификации, опыте и профессионализме. Позже идею о «человеческом факторе» экономического роста развивал К.Маркс³⁾, призывая к инвестированию в формирование человеческого капитала и развитие талантов, поскольку это способствует экономическому росту. Понятие «человеческий капитал» впервые в научной литературе предложил в 1958 г. Дж.Минсер⁴⁾, а основателями теории человеческого капитала считаются Т.Шульц⁵⁾ и Г.Беккер⁶⁾. Авторы сформулировали понятие человеческого капитала и доказали целесообразность инвестиций в человека для долгосрочного и качественного экономического роста.

Следует четко разграничивать понятие человеческого капитала, которое охватывает знания, навыки, умения человека, врождённые или приобретённые, которые он может использовать в своей работе; и человеческие ресурсы – люди, их потенциал, физические и умственные способности, которые могут использоваться для роста производительности и эффективности труда. Человеческие ресурсы также представляют собой трудоспособное население, основу человеческого потенциала фирмы, страны, характеризующегося определенным уровнем развития

¹⁾Петти, У. Экономические и статистические работы / У. Петти. – М.: Соцэкгиз. – 1940. – 324 с. – Текст : непосредственный.

²⁾Смит, А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: Соцэкгиз. – 1962. – 684 с. – Текст : непосредственный.

³⁾Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 1. Соч. 2-е изд. Т. 23. / К. Маркс, Ф. Энгельс. – М.: Политиздат. – 1960. – 908 с. – Текст : непосредственный.

⁴⁾Mincer, J. Investment in Human Capital and Personal Income Distribution / J. Mincer // Journal of Political Economy. – 1958. – Vol. 66. – No. 4. – Pp. 281–302. – Текст : непосредственный.

⁵⁾Shultz, T. Human Capital in the International Encyclopedia of the Social Sciences / T. Shultz. – New York: Macmillan. – 1968. – Vol. 6. – Pp. 67–74. – Текст : непосредственный.

⁶⁾Becker, G.S. Human capital: a theoretical and empirical analysis, with special reference to education / G.S. Becker. – New York: Columbia University Press. – 1964. – XVI p. – 187 p. – Текст : непосредственный.

физических и умственных способностей. Человеческий капитал – важный ресурс, который оказывает влияние и на работу компании и на национальную экономику в целом.

Повышение квалификации, работа с мотивацией, а также выбор наиболее эффективной системы управления человеческими ресурсами позволяют улучшить работу компании при сохранении вводных данных и обеспечить устойчивый экономический рост.

Т.Шульц определяет человеческий капитал как «знания, навыки и способности людей, занятых в организации»¹⁾; «все то, что представляет собой источник будущих удовлетворений или будущих заработков или того и другого вместе; любой актив – материальный или человеческий, обладающий способностью генерировать поток будущих доходов. Все человеческие способности – либо врожденные, либо приобретенные. Атрибуты ..., которые ценны и могут быть дополнены соответствующими инвестициями, будут человеческим капиталом»²⁾.

Г.Беккер считал, что человеческий капитал неотделим от отдельных сотрудников и подразумевает «запас знаний, информации, идеи, навыки, мотивация и здоровье людей»³⁾; «отдельный от физического вид капитала, обладающий аналогичными свойствами: он представляет собой благо длительного пользования; требует расходов по ремонту и содержанию; может устаревать еще до того, как произойдет его физический износ»⁴⁾. Для получения экономических выгод от человеческого капитала необходимо трудовое усилие работника⁵⁾.

¹⁾Schultz, T.W. Investment in human capital / T.W. Schultz // American Economic Review. – 1961. – Vol 51. – No 1. – Pp. 1–17. – Текст : непосредственный.

²⁾Schultz, T.W. Investing in People / T.W. Schultz. – University of California Press. – 1981. – 173 p. – Текст : непосредственный.

³⁾Becker, G.S. Human capital: a theoretical and empirical analysis, with special reference to education / G.S. Becker. – New York: Colombia University Press. – 1964. – XVI p. – 187 p. – Текст : непосредственный.

⁴⁾Беккер, Г.С. Человеческое поведение: экономический подход. – М.: ГУ ВШЭ. – 2003. – 672 с. – Текст : непосредственный.

⁵⁾Becker, G.S. Human capital: a theoretical and empirical analysis, with special reference to education / G.S. Becker. – New York: Colombia University Press. – 1964. – XVI p. – 187 p. – Текст : непосредственный.

Л.Туроу считал, что «человеческий капитал людей представляет собой их способность производить предметы и услуги»¹⁾. По мнению ученого, таланты являются лишь одной из составляющих формирования человеческого капитала фирмы, региона, страны, но не единственной.

Качество человеческого капитала зависит от мотивации и усилий людей, их стремления к образованию, повышению квалификации и развитию²⁾. По мнению экспертов ОЭСР, человеческий капитал – это «знания, квалификации, навыки и другие качества, которыми обладает индивидуум и которые важны для хозяйственной деятельности»³⁾. Представители Всемирного банка считают, что человеческий капитал является совокупностью экономически эффективных знаний, навыков, опыта и профессионализма работающего населения. Человеческий капитал можно увеличить за счет инвестиций в образование, здравоохранение, профессиональное развитие.

По мнению М.М.Критского, человеческий капитал – это эволюция жизнедеятельности людей в результате трансформации потребительского и производственного типов хозяйствования к современному состоянию человеческого общества, основанного на знаниях⁴⁾.

По мнению Б.В.Корнейчука, человеческий капитал является «системой личностных качеств работника, воздействующих на его продуктивность, то есть способность создавать полезные продукты (блага)»⁵⁾.

Г.Б.Клейнер считал, что «человеческий капитал является одним из ключевых факторов производства». Человеческий ресурс, обладающий талантами и способностью их применять на практике, способствует росту

¹⁾Туроу, Л. Будущее капитализма. Как сегодняшние экономические силы формируют завтрашний мир / Л. Туроу. – Новосибирск: Сибирский хронограф. – 1999. – 430 с. – Текст : непосредственный.

²⁾Thurou, L. Investment in Human Capital. Belmont / L. Thurou. – 1970. – Pp. 116–117. – Текст : непосредственный.

³⁾OECD. The Well-being of Nations: The Role of Human and Social Capital. Economy and management of the enterprise. – 2001. URL: [https://one.oecd.org/document/DEELSA/ELSA/ED/CERI/CD\(2000\)3/REV2/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DEELSA/ELSA/ED/CERI/CD(2000)3/REV2/en/pdf) (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

⁴⁾Критский, М.М. Человеческий капитал. Ленинград: Изд-во Ленингр. университет. – 1991. – С. 17. – Текст : непосредственный.

⁵⁾Корнейчук, Б.В. Экономика труда. – М.: Гардарики. – 2007. – 278 с. – Текст : непосредственный.

конкурентоспособности компании¹⁾. Человеческий капитал является составляющей интеллектуального капитала. Например, структура интеллектуального капитала, согласно модели Л.Эдвинссона, предполагает зависимость рыночной стоимости компании от финансового капитала и интеллектуального капитала²⁾.

Человеческий капитал рассматривается как компетенция и способности персонала, дающие устойчивые конкурентные преимущества компании. Рассмотрев существующие в отечественной и зарубежной литературе подходы к определению человеческого капитала, можно подытожить, что он включает таланты, знания, навыки, опыт, квалификацию и другие компоненты. Однако некорректно оценивать человеческий капитал компании только на основе этого. Человеческий капитал компании не равен простой сумме человеческих капиталов отдельно взятых работников и максимальный эффект от его формирования и использования зависит также от системы управления человеческими ресурсами (Human Resource Management, HRM), мотивации, корпоративной культуры, организации труда командной работы и других факторов.

Важнейшей характеристикой любого капитала является его способность создавать экономический эффект, то есть генерировать доходы. Поэтому человеческий капитал с знаниями, навыками, квалификацией обеспечивает достижение финансовых и бизнес-целей и рост финансовой инвестиционной привлекательности.

Таким образом, понятие «человеческий капитал» рассматривается не только с точки зрения его качественных характеристик (талант, образование, опыт и квалификация), но и наилучшего использования (интеграции этих характеристик в процесс создания продуктов/услуг) с целью генерирования доходов и достижения высоких финансовых результатов. Роль человеческого капитала в инвестиционной привлекательности проявляется на всех уровнях национальной экономики: как на

¹⁾Клейнер, Г.Б. Системно-интеграционная теория предприятия / Г.Б. Клейнер // *Montenegrin Journal of Economics*. – 2005. – Vol. 1. – № 2. – С. 21–40. – Текст : непосредственный.

²⁾Богатырева, В.В. Человеческий капитал как значимая часть активов организации / В.В. Богатырева, Д.А. Панков // *Вестник Полоцкого государственного университета*. 2007. URL: <https://core.ac.uk/download/323515430.pdf> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

уровне отдельно взятого предприятия, так и государства в целом. Человек – это наивысшая ценность, а наибольший интерес в экономическом плане представляют его способности и интеллект.

От эффективности работы сотрудников напрямую зависит прибыльность компании. Вкладывая в их развитие, совершенствуя схему организации управления персоналом, повышаются результаты и эффективность деятельности всей компании, а, следовательно, и ее инвестиционная привлекательность.

Рассмотренные научные исследования достаточно объективно и глубоко раскрывают суть человеческого капитала и его роль в развитии национальной экономики, а также экономики предприятий. Однако большинство научных трудов все же не затрагивают вопросов определения человеческого капитала компаний цифрового сектора и его влияния на формирование показателей финансовой инвестиционной привлекательности компании в целом и ее стоимости в частности.

Создание продуктов с высокой долей добавленной стоимости, успешное завершение инновационных проектов и запуск стартапов в цифровом секторе российской экономики требуют мобилизации человеческих ресурсов, эффективной и слаженной командной работы. Каждое инновационное решение невозможно без индивидуальных идей и личных достижений его разработчиков, однако, оно становится реализуемым благодаря слаженной работе целой команды. Высокую долю добавленной стоимости в создаваемой продукции формируют изначально высокие требования к уровню знаний и компетенций сотрудников, а также личностных качеств, готовности работать в условиях риска и неопределенности, повышенной ответственности за результаты проектов¹⁾.

Сотрудники компаний цифрового сектора в дополнение к профессиональным качествам и уровню квалификации должны обладать нужными индивидуальными личностными качествами и способностью работать в команде. Важнейшими командными и индивидуальными личностными качествами сотрудников компаний цифрового сектора, вовлеченных в создание цифровых продуктов, являются:

¹⁾Босых, Н.Б. Формирование и организация работы проектной команды как инструмент развития инновационных навыков / Н.Б. Босых // Инновационная наука. – 2017. – Т. 1. – № 4. – С. 42-45. – Текст : непосредственный.

- высокая заинтересованность в результатах и максимальная отдача;
- готовность к сплоченной и слаженной работе по достижению поставленной цели;
- умение создать в команде атмосферу доверия и лояльности;
- понимание требований к работе и поставленных проектных целей и задач;
- обладание лидерскими качествами¹⁾.

Создание инновационной идеи, ее реализация в компании и продвижение на рынках требуют скоординированной совместной работы проектных команд. Поэтому человеческий капитал компании цифрового сектора будет работать эффективно и создавать ценность как при условии подбора и отбора лучших в своем деле сотрудников, так и при формировании команд, способных работать вместе. Профессиональные и личностные качества сотрудников, их компетенции способны обеспечить достижение стратегических целей и задач бизнеса, рост его стоимости и благосостояния не только акционеров, но и остальных стейкхолдеров. Компания в конечном итоге получает прирост стоимости финансовых активов за счет создания инновационных цифровых продуктов.

Учитывая изложенное, сформулируем определение человеческого капитала компании цифрового сектора.

Человеческий капитал компании цифрового сектора – это совокупность у ее сотрудников интеллектуального и творческого потенциала, уровня квалификации, образования и знаний, опыта, умений и навыков, а также наличие личностных качеств, убеждений, ценностей, внутренней мотивации, инициативности, soft skills, способности работать в команде и других инновационных качеств, необходимых и достаточных для создания цифровых продуктов и услуг с высокой добавленной стоимостью при условии инвестирования в развитие и повышение уровня

¹⁾Макшанова, И.К. Проблемы формирования проектной команды на высокотехнологичных предприятиях / И.К. Макшанова, В.Е. Цветкова, В.Е. Цветков // Проблемы экономики, организации и управления в России и мире. Материалы XVII международной научно-практической конференции. Ответственный редактор Н.В. Уварина. – 2018. – С. 140-142. – Текст : непосредственный.

квалификации и профессионализма, и оказывающих влияние на рост стоимости и инвестиционной привлекательности компании¹⁾.

Человеческий капитал на уровне конкретного сотрудника – это совокупность образования и знаний, умений и навыков, лояльности и внутренней мотивации, состояние физического и психического здоровья, влияющие на результаты работы и уровень оплаты труда на определенной должности.

На уровне компании человеческий капитал формирует экономический ресурс, формирование, накопление и эффективное использование которого требует, в отличие от материального капитала, непрерывной мотивации, развития и усовершенствования. Человеческий капитал обеспечивает финансовую инвестиционную привлекательность компании, рост стоимости, конкурентоспособности и устойчивость к рискам и негативным факторам бизнес-среды. Человеческий капитал количественно выражается как приведенная дисконтированная стоимость всех будущих денежных потоков компании от создаваемых активов в результате человеческого труда и инвестиций в развитие.

Человеческий капитал является стратегическим фактором качественного развития и долгосрочного устойчивого роста фирмы. Он вносит свой вклад в повышение благосостояния общества в целом и национальной экономики, а также обеспечение социальной стабильности и развития мирового сообщества.

Влияние человеческого капитала на финансовую инвестиционную привлекательность компании обосновывается тем, что знания, таланты, soft skills, опыт и квалификация сотрудников способствуют результативной работе и решению бизнес-задач, которые непосредственно влияют на финансовые результаты компании. Сотрудники с релевантными профессиональными и личностными качествами способствуют повышению финансовой инвестиционной привлекательности компании через рост производительности, качества товаров и услуг, что напрямую ведет к повышению финансовых результатов. Модель

¹⁾ Ермакова, А.В. Оценка взаимосвязи социальных ESG-факторов с финансовой инвестиционной привлекательностью высокотехнологичных компаний на примере человеческого капитала / А.В. Ермакова. // Финансовая жизнь. – 2024. - № 2. - С. 44 – 49. – Текст: непосредственный.

влияния человеческого капитала на финансовую инвестиционную привлекательность компании показана на рис. 1.7.

Влияние человеческого капитала на финансовую инвестиционную привлекательность компании цифрового сектора основывается на определении личного вклада каждого сотрудника в эффективность бизнес-единицы в целом и зависит от формирования эффективной системы мотивации.

Результаты проделанной работы охватывают качество работы (сложность выполняемой работы, уровень квалификации, технических навыков, деловых и личных качеств, умение работать в команде, удовлетворенность клиентов, рост портфеля проектов), эффективность, экономичность (экономия ресурсов, рентабельность, тайм-менеджмент, снижение эксплуатационных затрат без снижения качества выполняемой работы, производства товаров и оказания услуг), инновационность.

Человеческий капитал в компании цифрового сектора является ключевым фактором успешной реализации инновационных и инвестиционных проектов. В условиях рыночной конкуренции преимущество получает та компания, которая обладает более квалифицированным коллективом профессионалов, умеющих работать слаженно в команде. Поэтому человеческий капитал является наиболее ценным ресурсом в условиях формирования цифровой экономики и стратегически более важным, чем наличие невозобновляемых природных ресурсов¹⁾.

Человеческий капитал является драйвером экономического роста, инновационного развития и научно-технического прогресса.

Человеческий капитал важен не только для экономистов-теоретиков, но и для бизнес-структур. Ученые и бизнес-консультанты проявляют повышенный интерес к человеческому капиталу и его вкладу в развитие компаний. Многие менеджеры и эксперты придают большое значение накоплению и эффективному использованию человеческого капитала как наиболее ценного среди всех видов капитала.

¹⁾Синянская, Е.Р. Управление человеческим капиталом организации / Е.Р. Синянская. – Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та. – 2014. – 64 с. – Текст : непосредственный.



Рисунок 1.7 - Влияние человеческого капитала на финансовую инвестиционную привлекательность компании цифрового сектора

Источник: составлено автором на основе Becker, В.Е. HR as a source of shareholder value: research and recommendations / В.Е. Becker, М.А. Huselid, P.S. Pickus, M.F. Spratt // Human Resource Management, Spring. – 1997. – Vol. 36. – No. 1. – Pp. 39–47.

– Текст : непосредственный.

Çalışkan, E.N. The impact of strategic human resource management on organizational performance / E.N. Çalışkan // Journal of Naval Science and Engineering. – 2010. – Vol. 6. – No.2. – Pp. 100-116. – Текст : непосредственный.

Таким образом, финансовая инвестиционная привлекательность компании цифрового сектора подразумевает совокупность количественных показателей финансово-хозяйственной деятельности, на основе которых потенциальные инвесторы принимают решение о вложении капитала в инвестиционные проекты, отказавшись от альтернативных инвестиций как в текущий момент, так и в будущем, а также совокупность факторов экономического состояния среды функционирования организации. Финансовая инвестиционная привлекательность зависит от ряда финансовых и нефинансовых факторов, которые непосредственно формируют стоимость активов, а также ESG-факторов, которые включают преимущественно экологические, социальные, управленческие факторы.

Человеческий капитал в условиях цифровизации экономики является одним из ключевых факторов в инвестиционной привлекательности компании цифрового сектора. Наличие талантов, важных для бизнеса, умение их развивать и мотивировать помогают компании адаптироваться к угрозам и рискам в бизнес-среде, повышать качество и инновационность продуктов и услуг, создавать технологии, приумножать активы и развивать бизнес. Человеческий капитал является стратегическим конкурентным преимуществом инновационных компаний, которые зависят от уровня его качества. Человеческий капитал является основным активом компаний цифрового сектора, так как высококвалифицированные талантливые и мотивированные специалисты создают товары и услуги с высокой добавленной стоимостью.

Глава 2 Развитие методических подходов к оценке финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора с учетом ESG-факторов

2.1 Анализ методик оценки ESG-факторов компаний: российский и зарубежный опыт

ESG концепция впервые была представлена в 2004 году в рамках инициативы Глобального договора ООН и далее с апреля 2006 года начался стремительный рост применения инструментов устойчивого развития на практике. Как следствие на рынке начали появляться компании-провайдеры систем оценок уровня соответствия ESG-принципам. С ростом количества таких игроков на рынке увеличивалось и количество методических подходов к системе оценки. За все 20 лет существования концепции ни одной международной или локальной организацией не были предложены унифицированные методические правила.

Это привело к тому, что на сегодняшний день большинство компаний имеют несколько ESG-рейтингов, за частую противоречащих друг другу. По различным оценкам средний уровень корреляции рейтингов крупнейших игроков рынка не превышает 0,61. Так, например, по оценке PwC уровень корреляции оценок Sustainalytics и Refinitiv составляет 0,31¹⁾. Основными причинами дисгармонизации методик оценки являются:

- различие в источниках информации (для компаний нет обязательных требований по подготовке нефинансовой отчетности, как и стандартизированных требований к ней, рейтинговые агентства и консалтинговые компании получают информацию из разных источников и в разной форме);

- различие в формулировании цели ESG оценки (некоторые провайдеры оценивают только подверженность компании определенным рискам, некоторые

¹⁾PwC. ESG-Рейтинги и как они работают – 2022. URL: <https://www.pwc.com/kz/ru/esg-rating.html> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

также оценивают уровень снижения рисков компанией);

- различия в методической основе оценки (количество и тип включаемых для оценки факторов, весовые коэффициенты, применяемые для оценки важности факторов, а также количество разделов оценки).

Данная проблематика уже активно рассматривается научным сообществом и формируются новые альтернативные подходы к гармоничной оценке нефинансовых факторов. Так, нами в рамках гранта Российского экономического университета им. Г.В.Плеханова на тему «Разработка методик ESG-рейтингования крупного нефинансового бизнеса и МСП» были рассмотрены основные преимущества и недостатки существующих методик оценки ESG-факторов таких рейтинговых агентств как Refinitive, MSCI, S&P Global, Sustainalytics, НРА (Национальное рейтинговое агентство), Эксперт РА, в том числе с учетом влияния отраслевой специфики¹⁾. Исследование 117 российских компаний различных секторов экономики показало, что существующие методики оценки ESG-факторов не учитывают в полной мере отраслевую специфику. Из результатов анализа следует, что компании высокотехнологичного сектора экономики меньше всего внимания уделяют проблемам экологического развития. Они имеют наибольшую долю внутренних политик, направленных на развитие человеческих ресурсов и информационной безопасности продукта, в то время как энергетические компании акцентируют внимание на экологических рисках. При этом в рамках второго гранта, направленного на проведение ESG-рейтингования российских компаний по разработанной нами методике, был выявлен значительно низкий уровень соблюдения ESG-принципов среди ИТ-компаний (средняя оценка на уровне СС, в сравнении со средней оценкой А компаний нефтегазового сектора).

Данные результаты еще раз подчеркивают важность и актуальность развития методики оценки финансовой инвестиционной привлекательности с учетом ESG-факторов на базе цифрового сектора экономики. Внедрение ESG-принципов в бизнес-модели и стратегии компаний цифрового сектора требует глубокого

¹⁾Ermakova, A., Finogenova Y., Subbota K. Assessment of industry specifics impact on the ESG rating among Russian companies / A. Ermakova, Y. Finogenova, K. Subbota // Journal of Management & Technology. – 2023. – Vol. 23. – número especial. – Pp. 53-71. – Текст: непосредственный.

понимания теоретических и методических аспектов оценки социальных факторов, интерпретации результатов оценки социальных факторов и их отражения в нефинансовой отчетности, разработки политики ESG, оценки и минимизации ESG-рисков, в частности, социальных¹⁾. Сегодня нет общепринятого подхода к оценке социальных факторов, а современная литература содержит множество методик оценки их результативности. Это связано с тем, что влияние социальных факторов на финансовую инвестиционную привлекательность бизнеса оценить сложнее, чем других.

Кроме того, в теории и практике нет единого подхода к определению социальных факторов. Компании цифрового сектора в большей мере зависят от человеческого капитала, его квалификации, развития талантов и создаваемых нематериальных активов, в то время как для роста промышленных предприятий наряду с социальными факторами, другие факторы одинаково важны. Это усложняет отраслевую специализацию оценки ESG-стратегий и принципов.

Также не менее важной проблематикой существующих подходов к формированию ESG принципов компании называют отсутствие прозрачной взаимосвязи с финансовой эффективностью. Главной дилеммой при принятии стратегии ESG для заинтересованных сторон компании является ее прямая корреляция с ростом расходов и как следствие рисков снижения их доходности.

При этом начиная с 2023 года нормативное давление в части нефинансовой отчетности на крупные и публичные компании начало значительно расти. В середине 2023 г. Фонд МСФО заявил о предстоящей публикации глобальных стандартов отчетности об устойчивом развитии. Новые единые международные стандарты предусматривают обязательное раскрытие компаниями нефинансовой информации аналогично финансовой. При этом фондом МСФО предполагается, что ESG-данные де-факто являются финансовой информацией, так как влияют на финансовые показатели компании. Именно поэтому экспертами подчеркивается сложность отражения влияния нефинансовых показателей на финансовые

¹⁾Кабир, Л.С. Социально-ответственное инвестирование: тренд или временное явление / Л.С. Кабир // Экономика и управление. – 2017. – № 4. – С. 35-41. – Текст : непосредственный.

показатели в рамках раскрытия обязательной отчетности как основная задача, стоящая на сегодняшний день перед предпринимателями¹⁾. Также в 2023 г. Банк России выпустил обновленные рекомендации по формированию и оценке нефинансовой отчетности, которые в свою очередь исходят из принципа «двойной существенности», то есть принципа оценки как влияния ESG-факторов на финансово-хозяйственную деятельность бизнеса, так и на окружающую среду, общество и экономику. Из чего следует очевидная потребность в развитии методологической базы оценки ESG-факторов в рамках комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности компании.

Помимо наиболее широко используемых методических подходов к оценке ESG-факторов, как в зарубежной, так и в национальной научной литературе, существует множество альтернативных методик и индексов.

Метод London Benchmarking Group (LBG)²⁾ оценивает экономический эффект от корпоративных инвестиций в местное сообщество, игнорируя необходимость обязательной оценки социальных и экологических инвестиций. На основе матричного метода сравниваются инвестиции и экономический эффект, а также социальный эффект от реализуемых проектов устойчивого развития. Методика LBG оценивает социально-экономический эффект от корпоративных инвестиций в местное сообщество.

Индекс корпоративной социальной ответственности (Kanjia-Choprab Corporate Social Responsibility Model), разработанный авторами Gopal K. Kanjia, Parvesh K. Choprab³⁾, оценивает все ESG-компоненты устойчивого развития компании в интересах компании и общества.

На основе опросов и построения индекса модель оценивает результаты компании в сферах нефинансовой отчетности, корпоративного управления и этических принципов бизнеса, развития человеческого капитала, социальных

¹⁾Данные с сайта Интерфакс. В ЦБ новые глобальные стандарты ESG-раскрытия считают вызовом для компаний РФ. URL: <https://www.interfax.ru/business/900764> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

²⁾Материалы презентации Джона Лойда (Jon Lloyd) “Making an impact through community investment” LBG, 20.05.2016. URL:<http://www.donorsforum.ru/wp-content/uploads/2016/05/LBG-and-making-an-impact-through-community-investment.pdf> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

³⁾Gopal, K. Corporate social responsibility in a global economy / Kanjia G.K., Choprab P.K. // Total Quality Management. – 2010. – Vol. 21. – No. 2. – Pp. 119–143. – Текст : непосредственный.

инвестиций, защиты окружающей среды и устойчивого развития. Метод оценивает социальные факторы устойчивого развития поверхностно, не через создаваемые нематериальные активы, влияющие на финансовую инвестиционную привлекательность компании.

Индексы Dow Jones Sustainability World Indexes, разработанные Чарльзом Генри Доу (Charles Henry Dow)¹⁾, также оценивают комплексно экономические, экологические и социальные факторы устойчивого развития компании. Методология предполагает определение непосредственно индекса устойчивого развития, а также специализированных индексов в различных сферах. Заинтересованными лицами итогов оценки являются общество, инвесторы, акционеры и руководство компании. Специализированные индексы отражают степень устойчивого развития компании и эффективность реализации ESG-стратегий. Однако данные индексы не позволяют полноценно измерить социальные факторы и их вклад в формирование стоимости бизнеса и финансовую инвестиционную привлекательность компании цифрового сектора.

Большинство рассмотренных индексов не позволяют оценить социальные факторы. Однако они отражают эффективность реализации ESG-стратегии компании в целом, а также влияют на принятие инвестиционных решений, потребительские предпочтения. Другими известными методиками оценки устойчивого развития компаний, включая социальные факторы, являются:

- MSCI KLD 400 Social Index (KLD Research & Analytics research Inc.)²⁾;
- Calvert Social Index (Calvert Investments, Inc.)³⁾;
- Asset 4 (Thompson Reuters)⁴⁾;
- Econometric Impact Index (Smith O`Brien⁵⁾).

¹⁾Данные с сайта Investopedia. URL: http://www.investopedia.com/terms/d/domini_400.asp (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

²⁾Данные официального сайта MSCI KLD. URL: <https://www.msci.com/documents/10199/904492e6-527e-4d64-9904-c710bf1533c6> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

³⁾Данные с сайта CalvertIndexes. URL: <https://www.calvert.com/mutual-funds.php> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

⁴⁾Данные с сайта ThompsonReuters. URL: <http://www.trci.com/index.php?page=asset4> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

⁵⁾Лещенко, О.А. Методика оценки эффективности деятельности компаний в сфере КСО / О.А. Лещенко, Е.В. Корчагина // Менеджмент в России и за рубежом. – 2014. – № 5. URL: http://dis.ru/library/557/28442/?sphrase_id=23573 (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

Таким образом, в существующих зарубежных методиках оценки ESG-факторов предлагается комплексный подход, предполагающий одновременно оценку социальных, экологических, управленческих факторов, и множество различных, часто не согласованных между собой объектов оценки и оценочных индикаторов, например, социальные, экологические инвестиционные проекты, степень удовлетворенности стейкхолдеров и влияния на местные сообщества, расходы компании на социальную сферу и благотворительность и другие. Методы оценки ESG-факторов основываются на системе индикаторов или показателей и чаще являются индексными.

Большинство методов оценивают не все ESG-факторы, а лишь часть из них, при этом речь идет об экологическом и экономическом эффектах, тогда как социальные факторы упускаются из виду. Методики не учитывают вклад человеческого капитала в формирование нематериальных активов и рост финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора.

Указанные индексы позволяют преимущественно оценить ESG-факторы и достижения компаний в сфере ESG-инвестирования. Большинство из зарубежных методик позволяют оценить степень и вклад компаний в рост благосостояния и развитие местных сообществ. Главным недостатком представленных методик является то, что они или не учитывают социальные факторы и вклад человеческого капитала в достижение стратегических целей компаний. Кроме того, методики не учитывают специфики компаний цифрового сектора, зависящих от человеческого капитала с высокой долей затрат на оплату труда и создание нематериальных активов, генерируемых человеческими ресурсами, в себестоимости продуктов и услуг.

Необходимо разработать методические рекомендации, рассматривающие не только корпоративную социальную ответственность компании и инициативы в этой сфере, но и оценивающие вклад человеческого капитала в финансовую инвестиционную привлекательность, наряду с социальными инвестициями. Такой подход позволит более полно и объективно оценить социальные факторы с учетом специфики цифрового сектора.

В российской практике также разработано достаточное количество альтернативных индексов и методик оценки ESG-факторов.

Модифицированный метод (В.В.Назарова)¹⁾ оценивает проекты, реализуемые в рамках ESG-стратегии, влияние ESG на бизнес-процессы компании, финансовую эффективность, маркетинговую стратегию и деловую репутацию. Методика оценивает социальный и экономический эффекты и не учитывает экологический фактор. Методика подразумевает определение качественных и количественных показателей на основе экспертных оценок и опроса (модифицированный NPV с учетом компонента социального эффекта, коэффициент окупаемости социальных инвестиций, показатель эффективности благотворительных действий, показатель процесса реализации социальных программ). Качественные оценки переводятся в количественные на основе балльных шкал, на основе которых формируется рейтинг компаний.

Индексный метод (В.П.Акимкин)²⁾ оценивает экономический, социальный и экологический факторы. Методика использует балльный метод и включает два индекса: индекс корпоративной социальной ответственности и индекс социальной ответственности, и оценивает эффективность социальных инвестиций с точки зрения динамики их роста и развития социального партнерства. По итогам оценки составляется рейтинг социально ответственных компаний, которые имеют социальные и экологические инвестиции.

В методике учитываются экономические, экологические и социальные факторы, которые могут быть изменены и дополнены в зависимости от специфики рассматриваемой компании. Модифицированный метод оценки корпоративной социальной ответственности на основе качественного индекса Ассоциации менеджеров (А.П.Шихвердиев, А.В.Серяков)³⁾ оценивает взаимосвязь инвестиций

¹⁾Назарова, В.В. Оценка эффективности корпоративной социальной деятельности для улучшения деятельности компании» / В.В. Назарова // Современные проблемы и перспективы развития туризма, сервиса и сферы услуг. Международный центр научно-исследовательских проектов (Киров). – 2012. – С. 84-94. URL: <http://elibrary.ru/item.asp?id=18753850> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

²⁾Акимкин, В.П. Методика оценки корпоративной социальной ответственности предпринимательских структур с учётом эффективности их деятельности / В.П. Акимкин // Вестник ОПЕЛГИЭТ. – 2014. – Сер. 4. – №30. – С. 11-16. – Текст : непосредственный.

³⁾Шихвердиев, А.П. Качественный индекс социальных инвестиций как показатель эффективности корпоративной социальной ответственности / А.П. Шихвердиев, А.В. Серяков // Устойчивый бизнес. – 19 мая 2009.

и их результатов с позиции заинтересованных лиц. Метод оценивает не непосредственно эффекты от ESG-инвестиций, а качество и результативность взаимодействия между заинтересованными лицами в процессе ESG-инвестирования.

Российскими экспертами разработан ряд других методик оценки ESG-факторов. Среди наиболее известных:

- метод оценки добровольной корпоративной социальной ответственности, предложенный Республиканской организацией Башкортостана российского профессионального союза работников химических отраслей промышленности¹⁾;
- индексный метод оценки корпоративной социальной ответственности, предложенный Ассоциацией менеджеров России²⁾;
- методы, разработанные РСПП, в частности, метод оценки результативности корпоративной социальной деятельности³⁾, индексный метод оценки корпоративной социальной ответственности⁴⁾;
- метод оценки социальных расходов, разработанный экспертами Фонда «Институт экономики города»⁵⁾;
- метод оценки эффективности корпоративной социальной ответственности на основе информационной карты, предложенный экспертами Лаборатории технологий социального партнёрства Международной Академии Меценатства⁶⁾;

URL: <http://csrjournal.com/2033-kachestvennyjj-indeks-socialnykh-investicijj-kak.html> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

¹⁾Данные с сайта Республиканской организации Башкортостана российского профессионального союза работников химических отраслей промышленности. URL: <http://www.chemprof-rb.ru/193> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

²⁾Данные с сайта Менеджер Эксперт. URL: <http://www.manageexpert.ru/study-281-1.html> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

³⁾Данные с сайта РСПП. URL: <http://rspp.ru/12/7862.pdf> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

⁴⁾Данные с сайта РСПП. URL: <http://media.rspp.ru/document/1/4/7/473bc80919383a8de3092c36fe1f0ba7.pdf> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

⁵⁾Данные с сайта Института экономики города. URL: <http://www.manageexpert.ru/study-281-1.html> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

⁶⁾Тульчинский, Г.Л. Корпоративная социальная ответственность: технологии и оценка эффективности: учебник / Г.Л. Тульчинский. – М.: Юрайт. – 2014. – 145 с. – Текст : непосредственный.

– рейтинговый метод оценки уровня корпоративной социальной ответственности компаний, разработанный Агентством политических и экономических коммуникаций¹⁾;

– метод всероссийского конкурса «Российская организация высокой социальной эффективности», создателем которого является Министерство труда и социальной защиты Российской Федерации²⁾;

– метод конкурса «Сделано в Санкт-Петербурге», разработанный специалистами Фонда «Сделано в Санкт-Петербурге»³⁾.

Таким образом, большинство методик предполагает оценку ESG-факторов в интересах как менеджеров и внутренних пользователей, так и внешних стейкхолдеров компаний. Российские компании заинтересованы отражать в нефинансовой отчетности результаты деятельности в области устойчивого развития и активно включают ESG-принципы в свои бизнес-модели и стратегии.

Среди компаний нет единого подхода к отображению ESG-факторов в нефинансовой отчетности, однако наблюдается практика комплексной методической оценки ESG-факторов, а не отдельных его компонент (социальных, экологических, управленческих). Данная практика положена в основу большинства рассмотренных методов и методик оценки ESG-факторов.

В рассмотренных методиках широко применяется экспертный метод, а также количественное определение взаимосвязей между ESG-факторами и финансовыми показателями.

Например, социальные программы и инициативы, финансирование проектов обучения и развития персонала повышают качество и профессионализм, что приводит к росту клиентской лояльности и выручки компании. Методология подразумевает отражение данной взаимосвязи через финансовые показатели. Широко применяется индексный метод, учитывающий социальные, экологические

¹⁾Данные сайта «Национальный рейтинг»/рейтинг социальной ответственности российских компаний. URL: <http://russia-rating.ru/info/2859.html> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

²⁾Данные с сайта Министерства труда и социальной защиты Российской Федерации. URL: <http://www.rosmintrud.ru/events/473> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

³⁾Информация с сайта Общественного совета по развитию малого предпринимательства Санкт-Петербурга при губернаторе Санкт-Петербурга. URL: http://www.osspsb.ru/osnews/luchshiy_predprinimatel_sanktpeterburga__2016 (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

и экономические показатели. Недостатком данного метода является отсутствие некоторых важных отраслевых показателей и обобщенность, что не позволяет объективно оценить ESG-факторы. Сегодня наиболее тщательно проработаны показатели оценки экологических факторов, а социальные факторы описаны недостаточно.

Систематизируя существующие зарубежные и российские методы оценки ESG-факторов, их можно разделить на три группы: теоретические методы; статистико-математические методы для определения взаимосвязи между ESG-инвестициями и финансовыми показателями компании; практические инструменты оценки устойчивого развития (стандарты отчетности об устойчивом развитии, индексы и рейтинги, методики и рекомендации оценки социальной ответственности и т.д.)¹⁾.

Принципы реализации ESG-стратегий, социальных и экологических проектов и программ компаний цифрового сектора должны основываться на общепринятых международных стандартах. Методики оценки социальных факторов должны иметь практическую направленность, включая стандарты отчетности об устойчивом развитии, индексы, рейтинги, методологии самооценки компаний. Данные методики должны также оценивать объем и эффективность инвестиций, направленных на реализацию социальных программ и инициатив, в частности, повышение квалификации персонала, развитие талантов, определять стратегические направления социального развития компании, а также оценивать социальные факторы с позиции экономической эффективности²⁾.

Методики оценки влияния социальных факторов на финансовую инвестиционную привлекательность требуют дальнейшей проработки и усовершенствования. Существующие методики как правило оценивают лишь отдельные аспекты ESG-концепции компании и внимание социальному фактору остается слабым в связи со сложностью определения вклада человеческого

¹⁾Савченко, А.А. К методологии оценки корпоративной социальной деятельности / А.А. Савченко // Вестник С.-Петербург. ун-та. – 2009. – Сер. 8. – Вып 4. – С. 78. – Текст : непосредственный.

²⁾Лещенко, О.А. Методика оценки эффективности деятельности компаний в сфере КСО / О.А. Лещенко, Е.В. Корчагина // Менеджмент в России и за рубежом. – 2014. – № 5. URL: http://dis.ru/library/557/28442/?sphrase_id=23573 (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

капитала в инвестиционную привлекательность и развитие бизнеса, а также финансовые показатели. Кроме того, большинство методик и их показателей являются теоретическими и не позволяют реально оценить социальные факторы, а также не являются реальным практическим инструментарием оценки ESG-факторов компаний цифрового сектора.

2.2 Методические подходы к оценке финансовой инвестиционной привлекательности компаний

Существующие методики оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний в российской практике основываются на традиционных показателях: прибыли, рентабельности, ликвидности, рыночной стоимости. Оценка финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора осуществляется на основе традиционных методов и методик финансовой диагностики.

Информационной базой для анализа финансовой инвестиционной привлекательности являются данные финансовой и управленческой отчетности, а также нефинансовой отчетности. Социальные факторы оцениваются экспертами с помощью внутренних методик и оценочных процедур.

Направлениями оценки финансовой инвестиционной привлекательности публичной компании цифрового сектора являются:

- динамика, структура и качество активов и пассивов;
- обоснованность расходов и доходов;
- анализ рентабельности бизнеса, отдельных проектов и бизнес-направлений;
- распределение и использование прибыли, и дивидендная политика;
- показатели результативности и финансовой инвестиционной привлекательности компании на фондовом рынке.

Рассчитываются финансовые коэффициенты ликвидности и платежеспособности, финансовой устойчивости, деловой активности, показатели управления денежными потоками, активами и капиталом, а также биржевые показатели результативности, такие как рыночные мультипликаторы, рыночная капитализация и другие. Показатели анализируются в динамике и сравниваются с эталонными или нормативными значениями, на основе чего формулируются выводы о финансовой инвестиционной привлекательности, при необходимости предлагаются меры по преодолению кризиса. Оценка финансовой инвестиционной привлекательности также предполагает отраслевые коэффициенты или другие показатели, важные и зависящие от специфики предприятия. Оценка финансовой инвестиционной привлекательности на основе финансовой отчетности предполагает использование горизонтального, вертикального, трендового анализа, расчета финансовых коэффициентов, факторного анализа. Комплексное использование данных подходов позволяет дать количественную оценку финансовой инвестиционной привлекательности.

Методы оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора делятся на формализованные и неформализованные¹⁾. Неформализованные методы предполагают описание и логическое объяснение аналитических процедур, использование интуиции и опыта, например, методы сравнения, экспертных оценок, ситуационного анализа. Формализованные методы основываются на математических зависимостях, например, метод цепных подстановок, балансовый метод, метод группировок и другие, а также предполагают применение финансовых коэффициентов²⁾.

В российской литературе методики оценки финансовой инвестиционной привлекательности разработали различные авторы. Например, методика сравнительной рейтинговой оценки, разработанная А.Д.Шереметом, Р.С.Сайфулиным, Е.В.Негашевым, позволяет объективно оценивать финансовое

¹⁾ Григорьева, А.В. Методы финансовой диагностики деятельности организации в современных условиях хозяйствования / А.В. Григорьева // Вектор экономики. – 2020. – № 5(47). – С. 5. – Текст : непосредственный.

²⁾ Малхасьян, Д.К. Диагностика финансового состояния организации сферы гостиничного бизнеса / Д. К. Малхасьян, М. В. Россинская // The Scientific Heritage. – 2019. – № 42-3(42). – С. 16-18. – Текст : непосредственный.

состояние, финансовые результаты, изменения в структуре баланса, финансовые коэффициенты и определять рейтинговую оценку предприятия. Методика сравнивает компанию с другими компаниями отрасли или конкурентами на основе полученного рейтинга. Однако сложность методики состоит в необходимости приведения различных показателей к сопоставимому виду¹⁾.

Методика В.В.Ковалева предполагает проведение экспресс-анализа и углубленного анализа. Экспресс-анализ осуществляет краткую и лаконичную оценку абсолютных показателей, а углубленный анализ базируется на системе аналитических коэффициентов²⁾. Основным недостатком данной методики является отсутствие факторного анализа и выявления степени влияния факторов на финансовую инвестиционную привлекательность.

Методика Г.В.Савицкой основывается на ключевой концепции финансовой инвестиционной привлекательности, которая, по мнению автора, предполагает платежеспособность, а также сбалансированность доходов и расходов, средств и источников их формирования. Финансовая диагностика предполагает проведение анализа источников формирования и эффективности использования капитала, имущественного состояния предприятия, финансовой устойчивости, платежеспособности, а также оценку риска банкротства³⁾.

Эта методика является наиболее комплексной и всесторонней, однако ее недостатком является отсутствие прогнозирования и финансового планирования. Другие российские и зарубежные авторы также занимались разработкой инструментария оценки финансовой инвестиционной привлекательности: Т.А.Кравцева (методика экспресс-анализа), А.И.Хорев, С.В.Бухарин, В.В.Параскевич (скоринговый анализ), В.Ф.Данилин, С.В.Гаврилов (рейтинговая

¹⁾Павлюкова, А.В. Финансовая диагностика в системе анализа рисков финансово-хозяйственной деятельности предприятия / А.В. Павлюкова // Глобальные проблемы научной цивилизации, пути совершенствования : Материалы XV Международной научно-практической конференции. В 2-х частях, Ставрополь, 28 февраля 2022 года. – Часть 1. – Ставрополь: Общество с ограниченной ответственностью "Ставропольское издательство "Параграф". – 2022. – С. 496-500. – Текст : непосредственный.

²⁾Сунгатуллина, Л.Б. Финансовая диагностика деятельности экономического субъекта / Л.Б. Сунгатуллина, Ю.И. Чупова // Бухгалтерский учет в бюджетных и некоммерческих организациях. – 2020. – № 6(486). – С. 16-22. – Текст : непосредственный.

³⁾Басовский, Л.Е. Экономический анализ хозяйственной деятельности: учеб. пособие / Л.Е. Басовский, А.М. Лунова, А.Л. Басовский. – М.: ИНФРА-М. – 2019. – 222 с. – Текст : непосредственный.

оценка), М.И.Гасратова (оценка платежеспособности), Д.В.Бехтгольд (комплексные методики).

В современной литературе и бизнес-практике существует множество методик оценки финансовой инвестиционной привлекательности, которые являются универсальными. Большинство из них основывается на системе абсолютных и относительных показателей, а также расчете интегрального показателя на основе балльной оценки или других методических подходов. Повышение достоверности и объективности оценки достигается путем расширения применяемых показателей и методов (например, математический анализ, моделирование и др.), а также использования инструментов многомерного анализа данных (например, Statistica, SPSS и др.).

Однако использование существующих методик оценки финансовой инвестиционной привлекательности в компаниях цифрового сектора проблематично, так как методики не учитывают отраслевую специфику компаний, в частности преобладание нематериальных активов в балансе и их повышенный вклад в финансовую инвестиционную привлекательность, а также не всегда позволяют выявить проблемы конкретного предприятия. Методика оценки финансовой инвестиционной привлекательности должна соответствовать интересам руководителей и собственников, а также целям проведения оценки, а также создавать информационно-аналитическую основу для принятия управленческих решений.

Российские методики не предусматривают рассмотрение социальных факторов, как и ESG-факторов комплексно. Поэтому внедрение ESG-факторов, в частности, социальных в систему оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний является необходимостью, отвечающей современным рыночным вызовам и тенденциям¹⁾.

Финансовая инвестиционная привлекательность компании цифрового сектора зависит от нематериальных активов и человеческого капитала как драйвера

¹⁾ Ермакова, А.В. Проблематика учета социальных факторов устойчивого развития при оценке финансовой эффективности компаний ИТ-сектора / А.В. Ермакова. // Финансовая жизнь – 2024. - №1. - С. 84-87. – Текст: непосредственный.

создания добавленной рыночной стоимости. Принимая во внимание этот факт, требуется стоимостной подход к оценке финансовой инвестиционной привлекательности компании, основанный на концепции VBM, теоретические основы которой были описаны в главе 1 работы. Стоимостной подход предполагает рост рыночной стоимости компании и ее акций, а также выявление ключевых факторов стоимости компании (value-drivers) и системное воздействие на них с целью повышения стоимости компании. Это должно стать основой разрабатываемых методик оценки финансовых показателей компании на основе стоимостного подхода.

Показатель стоимости, используемый подходом VBM, устраняет недостатки, присущие показателю чистой прибыли, и дает возможность учитывать в расчетах большее количество факторов, влияющих на финансовую инвестиционную привлекательность компании, в том числе такие как человеческий капитал.

Внедрение процедур оценки финансовых показателей компаний на основе стоимости должно основываться на создании ценности во всех сферах бизнеса. Том Коупленд, Тим Коллер и Джек Муррин (2008) в своей книге «Company Value. Assessment and Management» определяет шесть компонентов, в которых компания должна добиться успеха: постановка целей и показателей, управление бизнес-портфелем, разработка организационной структуры, определение драйверов стоимости, управление эффективностью бизнеса и управление эффективностью персонала¹⁾.

В таблице 2.1 показаны задачи оценки финансовой инвестиционной привлекательности на основе стоимостного подхода.

Последний компонент – создание мотивации – является решающим для управления стоимостью компании цифрового сектора. Без функционирующей многоуровневой системы мотивации VBA превращается в периодическую процедуру оценки финансовой инвестиционной привлекательности компании, в

¹⁾Correia, C. Financial management / C. Correia, D. Flynn, E. Uliana, M. Wormald, J. Dillon. – Lansdowne : Juta. – 2019. – Текст : непосредственный.

узкую задачу финансового отдела и топ-менеджеров компании, а не в систему оценки стоимости бизнеса и проектирования бизнес-стратегии.

Для внедрения VBM менеджерам необходимо использовать эффективные методы оценки финансовой инвестиционной привлекательности на основе стоимости бизнеса. В арсенале российских компаний пока нет подобных методов оценки по причине недостаточной адаптированности фондового рынка, невозможности листинга из-за специфики деятельности компаний на начальных этапах жизненного цикла. Среди оценочных методов сегодня применяются лишь традиционные подходы: дисконтирование денежных потоков, сравнение с аналогами и оценка стоимости чистых активов.

Таблица 2.1 – Задачи оценки финансовой инвестиционной привлекательности на основе VBM и мероприятия управления стоимостью

Задачи оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний на основе VBM	Мероприятия для создания стоимости и управления ею
<ul style="list-style-type: none"> – повышение прозрачности оценки и роста стоимости; – заинтересованность персонала в создании стоимости; – эффективное использование и приумножение активов; – эффективность маркетинговых стратегий и инструментов по сравнению с конкурентами; – обоснованное планирование инвестиций; – построение эффективной системы мотивации на основе центров доходов и затрат, распределения ответственности между бизнес-подразделениями и штаб-квартирой; – ориентация на долгосрочную выгоду. 	<ul style="list-style-type: none"> – связь стратегических целей со стоимостными показателями; – использование подхода к управлению бизнес-портфелем, который максимизирует стоимость; – формирование организационной структуры и корпоративной культуры с точки зрения создания стоимости; – глубокое изучение ключевых факторов создания стоимости для каждой бизнес-единицы; – эффективное управление структурными подразделениями, установление ключевых показателей эффективности (KPI) и их контроль; – создание стимулов для менеджеров и персонала к созданию ценности (нематериальная и материальная мотивация).

Источник: составлено автором

Ряд компаний разрабатывают специфичные методы, например, система показателей прибыли, финансовых коэффициентов, EVA. Проблема оценки состоит в необходимости применения единого показателя, который оценивал бы и

эффективность управления, и рыночную стоимость, и инвестиционную привлекательность. Следовательно, целесообразно объединить несколько разрозненных показателей в один интегрированный индикатор. Оценка финансовой инвестиционной привлекательности компании на основе концепции VBM является основой для:

- разработки финансовой стратегии, стратегии управления персоналом, ESG-стратегии;
- оценки эффективности финансового менеджмента и корпоративного управления в целом;
- оценки реальной рыночной стоимости бизнеса;
- оценки вклада нематериальных активов, включая человеческий капитал, в рост финансовой инвестиционной привлекательности.

Комплексное использование методов оценки стоимости бизнеса позволит систематизировать показатели финансовой инвестиционной привлекательности и создать информационно-аналитическую основу для принятия управленческих решений, направленных на повышение стоимости компании с учетом ESG-стратегии. Бизнес-решения на основе системы оценки финансовой инвестиционной привлекательности компании и ESG-факторов будут вписываться в рамки классической теории VBM с учетом отечественной специфики бизнеса. Как показывает мировой опыт, оценка финансовых показателей компаний на основе VBM имеет определенные ограничения. VBM основан на показателях рентабельности капитала и больше подходит для оценки инвестиционной привлекательности предприятий капиталоемких, обрабатывающих производств. В компаниях сферы услуг, в частности, в сфере высоких технологий, основным фактором финансовой инвестиционной привлекательности компаний является человеческий ресурс.

Цифровая компания, как правило, имеет специфическую структуру капитала, в которой преобладают нематериальные активы, лицензии, патенты, роялти и другие. Это влияет на стоимость активов и финансовые показатели бизнеса. Преимущество VBM для оценки финансовых показателей компаний цифрового

сектора заключается в возможности сосредоточить усилия всех стейкхолдеров компании на достижение поставленных целей. При разработке системы финансовых показателей необходимо учитывать следующие стратегические приоритеты:

- 1) Рост прибыли и чистого денежного потока;
- 2) Оптимизация бизнес-процессов и эффективный операционный менеджмент, позволяющие генерировать денежные потоки, повышать инвестиционные показатели (ROI, ROA), EVA и другие финансовые показатели;
- 3) Рост удовлетворенности клиентов, что повышает лояльность и совершение повторных покупок услуг и продуктов, максимизируя в конечном итоге стоимость акций;
- 4) Мотивированный и ответственный персонал, доход которого также привязан к росту стоимости акций.

Стандартная практика оценки компаний предлагает три подхода, которые в некоторых случаях применимы для рынка цифровых продуктов и услуг. Для компаний мирового масштаба, успешно преодолевших венчурный этап развития и представленных на фондовых рынках, оценочный подход на основе дисконтированных денежных потоков является универсальным и наиболее точным. Для небольших инновационных компаний или стартапов часто используется сравнительный подход на основе рыночных мультипликаторов, например: Price / Earnings, Price / Cash Flow, Price / Revenue (Price / Sales), Price / book value¹⁾. Затратный подход основан на оценке общей суммы инвестиций в компанию. В цифровом секторе используется крайне редко из-за специфики этого сектора.

Чаще всего применяются метод дисконтированных денежных потоков и расчет рыночных мультипликаторов. Первый способ требует достаточной аналитической информации и долгосрочных прогнозов, что достаточно сложно в случае с инновационными компаниями с высокой долей нематериальных активов

¹⁾Brigham, E.F. Financial management : theory & practice / E.F. Brigham, M.C. Ehrhardt. – Australia : Cengage Learning. – 2020. – 1161 p. – Текст : непосредственный.

в балансе. Расчет мультипликаторов доступен только для публичных компаний и требует информации из открытых источников. Доходный подход к оценке стоимости компаний цифрового сектора также имеет ряд сложностей в прогнозировании денежных потоков даже при наличии данных. Это связано с тем, что такие компании, находясь на ранней стадии жизненного цикла в условиях новых растущих рынков, сложно предсказуемы с точки зрения роста денежных потоков. Во-первых, у компании денежный поток может быть отрицательным. Во-вторых, оценка быстрорастущих компаний усложняется прогнозированием темпов их роста, которые могут достигать десятки и даже сотни процентов в год.

Применять нестандартные подходы к оценке можно лишь в случае с небольшими инновационными компаниями, у которых пока нет прибыли, а зачастую и выручки. Их выручка может увеличиться во много раз за несколько лет, и можно также рассчитать для них доходные мультипликаторы, подобрав аналоги, которые ими фактически не являются. Поэтому венчурные инвесторы и бизнес-ангелы применяют дополнительные нестандартные методы оценки, основанные на количественных показателях: количестве регистраций, количестве загрузок и т. д. Кроме того, при IPO публичных компаний андеррайтеры часто завышают свои оценки до максимума, поэтому при первых негативных новостях акции резко падают.

При оценке стоимости доходным методом учитываются рост выручки, уровень рентабельности и стоимость заемного капитала. Дополнительные факторы, влияющие на потенциал роста стоимости и финансовую инвестиционную привлекательность в цифровом секторе:

- специфика и перспективы рынка;
- уникальность услуги или продукта, или сегмента бизнеса;
- размер целевой аудитории (текущей и потенциальной);
- команда (человеческий капитал);
- варианты и способы монетизации создаваемых продуктов и услуг.

Оценка финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора отражается в рыночных индикаторах. Например, среди

российских ИТ-компаний рыночная капитализация Яндекса, Mail.Ru Group, QIWI и других на фондовом рынке объективно отражает их стоимость с учетом ожиданий их развития и имеющихся рисков. Наблюдается рост стоимости этих компаний, несмотря на спад в экономике. Существующие методы оценки стоимости компаний цифрового сектора включают количественные методы финансового анализа, инструменты качественного анализа, вероятностные подходы, учитывающие риски. Системный подход к оценке стоимости требует разработки системы показателей, учитывающих специфику компаний цифрового сектора и влияющих на финансовую инвестиционную привлекательность, к которым следует отнести как финансовые, так и нефинансовые показатели. Для определения наиболее важных показателей применяется факторный, корреляционный анализ и другие методы.

Методики оценки стоимости компаний цифрового сектора и формирования системы показателей финансовой инвестиционной привлекательности в настоящее время недостаточно разработаны, поскольку данные компании являются сложными и зависимыми от нефинансовых факторов. Оценка стоимости компаний цифрового сектора не включает нефинансовые факторы формирования стоимости, поэтому она усложнена не только теоретически, но и практически. Отечественная статистика не содержит все показатели, необходимые для оценки стоимости бизнеса, в том числе связанные с человеческим капиталом. Качественная оценка эффективности человеческого капитала на основе экспертных методов достаточно субъективна и не всегда достоверна. В современных условиях человеческий капитал является главной ценностью компании цифрового сектора и ее приоритетным нематериальным активом, определяющим фактором устойчивого развития и экономического роста. Это связано с тем, что конкурентные преимущества цифрового сектора во многом достигаются не за счет материальных активов и ресурсов, а за счет знаний, информации, инноваций, источником которых является человек. Учитывая сложность понятия человеческого капитала, возникает потребность в расчете возможной объективной стоимости его знаний, навыков и создаваемых нематериальных активов, так как отсутствие четкой и обоснованной

оценки может исказить представление о стоимости бизнеса. Процесс интеграции методологии оценки финансовой инвестиционной привлекательности и ESG-стратегии касается как структуры управления компанией, так стратегического планирования бизнеса и управления рисками в целом. Существует множество зарубежных и российских эмпирических исследований взаимосвязи ESG-факторов с финансовыми показателями компании. Однако влияние социальных факторов на финансовую инвестиционную привлекательность компаний цифрового сектора в условиях российского бизнеса изучено недостаточно. Взаимосвязь ESG-факторов и ESG-инвестиций с корпоративными финансовыми показателями (Corporate financial performance, CFP) изучали многие зарубежные авторы ^{1) 2) 3) 4) 5) 6) 7) 8) 9) 10)}.

В целом исследователи получали достаточно неоднозначные результаты эмпирических исследований. Авторы Г.Фриде, Т.Буш, А.Бассен проанализировали свыше 2000 эмпирических работ, посвященных исследованию влияния ESG-факторов компаний на финансовую инвестиционную привлекательность. Авторы 90% рассмотренных научных трудов доказали прямую положительную связь

¹⁾Friede, G. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies / G. Friede, T. Busch, A. Bassen // *Journal of Sustainable Finance & Investment*. – 2015. – Vol. 5. – Issue 4. – Pp. 210. – Текст : непосредственный.

²⁾Nollet, J. Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach / J. Nollet, G. Filis, E. Mitrokostas // *Economic Modelling*. – 2016. – Vol. 52. – Part B. – Pp. 400–407. – Текст : непосредственный.

³⁾Lee, K.-H. Environmental responsibility and firm performance: The application of an environmental, social and governance model / K.-H. Lee, B.C. Cin, E.Y. Lee // *Business Strategy and the Environment*. – 2016. – Vol. 25. – Issue 1. – Pp. 40–53. – Текст : непосредственный.

⁴⁾Yoon, B. Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea / B. Yoon, J. Lee, R. Byun // *Sustainability*. – 2018. – Vol. 10. – Article number 3635. – Текст : непосредственный.

⁵⁾El Ghoul, S. Corporate environmental responsibility and the cost of capital: International evidence / S. El Ghoul, O. Guedhami, H. Kim, K. Park // *Journal of Business Ethics*. – 2018. – Vol. 149. – Pp. 335–361. – Текст : непосредственный.

⁶⁾Bodhanwala, S. Does corporate sustainability impact firm profitability? Evidence from India / S. Bodhanwala, R. Bodhanwala // *Management Decision*. – 2018. – Vol. 56. – No 8. – Pp. 1734–1747. – Текст : непосредственный.

⁷⁾Taliento, M. Impact of environmental, social, and governance information on economic performance: Evidence of a corporate 'sustainability advantage' from Europe / M. Taliento, C. Favino, A. Netti // *Sustainability*. – 2019. – Vol. 11. No. 6. – Article number 1738. – Текст : непосредственный.

⁸⁾Шаш, Н.Н. Влияние социально ответственного инвестирования на финансовые показатели и стоимость компании / Н.Н. Шаш, Н.Д. Досаева // *Revistă științifică progresivă*. – 2020. – Т. 3. – № 2 (4). – С. 27–32. – Текст : непосредственный.

⁹⁾Zhou, D. ESG performance and stock price volatility in public health crisis: Evidence from COVID-19 pandemic / D. Zhou, R. Zhou // *International Journal of Environmental Research and Public Health*. – 2021. – Vol. 19. – Issue 202. – Текст : непосредственный.

¹⁰⁾Батаева, Б.С. Влияние раскрытия ESG-показателей на финансовые результаты российских публичных компаний / Б.С. Батаева, А.Д. Кокурина, Н.А. Карпов // *Управленец*. – 2021. – Т. 12. – № 6. – С. 20–32. – Текст : непосредственный.

между ESG и CFP¹⁾. Дж.Гриффин и Дж.Махон проанализировали 51 зарубежное исследование за период с 1972 по 1997 г. и выявили наличие положительной корреляции между ESG-факторами и финансовыми результатами в 60% исследований. Аналогично Марголис и Уолшн рассмотрели 127 исследований за период с 1972 по 2002 г. и обнаружили более 50% случаев положительной корреляции²⁾.

Н.Н.Шаш и Н.Д.Досаева оценивали влияние ESG-факторов на финансовые показатели: рыночную капитализацию, EBITDA, EVA, WACC и ROA. Эмпирическое исследование 1549 публичных компаний Великобритании, заявляющих об устойчивом развитии и ESG-инвестициях, показало прямую положительную связь между ESG-факторами и показателями EVA, EBITDA, а также рыночной капитализацией³⁾.

Авторы М.Талиенто, К.Фавино, А.Нетти изучали влияние позиции компании в ESG-рейтинге на финансовые показатели на основе данных по 150 европейским компаниям. Авторы выявили, что повышенный ESG-рейтинг имели публичные компании, бизнес которых соответствует ESG-принципам, поскольку это является обязательным условием публичного размещения ценных бумаг на фондовых биржах⁴⁾.

Наличие положительной взаимосвязи между различными показателями финансовой инвестиционной привлекательности и соблюдением компаниями ESG-

¹⁾Friede, G. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies / G. Friede, T. Busch, A. Bassen // *Journal of Sustainable Finance & Investment*. – 2015. – Vol. 5. – Issue 4. – Pp. 210. – Текст : непосредственный.

²⁾Савченко, А.А. К методологии оценки корпоративной социальной деятельности / А.А. Савченко // *Вестник С.-Петербур. ун-та*. – 2009. – Сер. 8. – Вып 4. – С. 78. – Текст : непосредственный.

³⁾Шаш, Н.Н. Влияние социально ответственного инвестирования на финансовые показатели и стоимость компании / Н.Н. Шаш, Н.Д. Досаева // *Revistă științifică progresivă*. – 2020. – Т. 3. – № 2 (4). – С. 27–32. – Текст : непосредственный.

⁴⁾Taliento, M. Impact of environmental, social, and governance information on economic performance: Evidence of a corporate 'sustainability advantage' from Europe / M. Taliento, C. Favino, A. Netti // *Sustainability*. – 2019. – Vol. 11. No. 6. – Article number 1738. – Текст : непосредственный.

принципов также показали авторы Дж.Ноллет, Г.Филис и Э.Митрокостас¹⁾, К.Х.Ли, Б.Х.Цин, Э.Ю.Ли²⁾, М.С.Шабир³⁾.

Особый научный интерес представляют эмпирические исследования, посвященные оценке взаимосвязи инвестиционных показателей и ESG-индикаторов. Например, А.К.Нг и З.Резаи в своих исследованиях пришли к выводу о наличии значимой отрицательной связи между показателями ESG и стоимостью собственного капитала⁴⁾.

Другие авторы доказали существование взаимосвязи между степенью раскрытия ESG-информации и значением коэффициента Тобина⁵⁾, доходностью акций^{6) 7)}, инвестиционными показателями⁸⁾, капитализацией компании⁹⁾.

Подводя итог, отражение ESG-факторов в нефинансовой информации позволяет улучшить репутацию и имидж, усилить доверие к компании со стороны акционеров и других стейкхолдеров, открывает новые возможности для бизнеса, доступ к глобальным рынкам капитала. Компании, соответствующие ESG-критериям, более конкурентоспособны и привлекательны для инвесторов за счет высокой рыночной доли и устойчивого роста, и увеличения количества лояльных к ESG-инвестициям клиентов. Потребители во всем мире предпочитают

¹⁾Taliento, M. Impact of environmental, social, and governance information on economic performance: Evidence of a corporate 'sustainability advantage' from Europe / M. Taliento, C. Favino, A. Netti // Sustainability. – 2019. – Vol. 11. No. 6. – Article number 1738. – Текст : непосредственный.

²⁾Lee, K.-H. Environmental responsibility and firm performance: The application of an environmental, social and governance model / K.-H. Lee, B.C. Cin, E.Y. Lee // Business Strategy and the Environment. – 2016. – Vol. 25. – Issue 1. – Pp. 40–53. – Текст : непосредственный.

³⁾Shabbir, M.S. Nexus between corporate social responsibility and financial and non-financial sectors' performance: A non-linear and disaggregated approach / M.S. Shabbir, E. Aslam, A. Irshad, K. Bilal, Sh. Aziz, B.A. Abbasi, S. Zia // Environmental Science and Pollution Research. – 2020. – Vol. 27. – No. 31. – Pp. 39164-39179. – Текст : непосредственный.

⁴⁾Ng, A.C. Business sustainability performance and cost of equity capital / A.C. Ng, Z. Rezaee // Journal of Corporate Finance. – 2015. – Vol. 34. – Issue C. Pp. – 128-149. – Текст : непосредственный.

⁵⁾Yu, E.P. Environmental, social and governance transparency and firm value / E.P. Yu, C.Q. Guo, B.V. Luu // Business Strategy and the Environment. – 2018. – Vol. 27. – Issue 7. – Pp. 987-1004. – Текст : непосредственный.

⁶⁾Fatemi, A. ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure / A. Fatemi, M. Glaum, S. Kaiser // Global Finance Journal. – 2017. – Vol. 38. – Pp. 45-64. – Текст : непосредственный.

⁷⁾Chauhan, Y. Do investors value the nonfinancial disclosure in emerging markets? / Y Chauhan., S.B. Kumar // Emerging Markets Review. – 2018. – Vol. 37(C). – Pp. 32-46. – Текст : непосредственный.

⁸⁾Федорова, Е.А. Влияние нефинансовой информации на основные показатели российских компаний / Е.А. Федорова, Д.О. Афанасьев, Р.Г. Нерсесян, С.В. Ледяева // Журнал Новой экономической ассоциации. – 2020. – № 2 (46). – С. 73-96. – Текст : непосредственный.

⁹⁾Вашакмадзе, Т. Влияние показателя ESG на будущую капитализацию компании. Эмпирическое тестирование на американском фондовом рынке / Т. Вашакмадзе // Финансовая жизнь. – 2013. – № 4. – С. 63-70. – Текст : непосредственный.

безопасную, экологически чистую продукцию¹⁾, социально ответственное ведение бизнеса и заботу об окружающей среде²⁾. Социальные факторы дают компаниям возможность продавать дороже свои товары и услуги благодаря доверию и лояльности клиентов, повышению стоимости нематериальных активов и формированию социального капитала. Методология оценки социальных факторов должна учитывать вклад человеческого капитала в рост финансовой инвестиционной привлекательности.

В условиях роста популярности ESG-инвестиций в 2019 г. на Московской бирже появился отдельный сектор «Устойчивое развитие», где представлены облигации «устойчивого развития», «национальных и адаптационных проектов», а также «зеленые» и социальные облигации, в частности, от ФПК «Гарант-Инвест», «Русол 1», «Центр-Инвест», ООО ТКК, «SovCom Capital», ПАО МТС и других компаний³⁾. Результаты международного исследования⁴⁾ устойчивого развития бизнеса свидетельствуют о значимой доле российских инвесторов, считающих, что ESG-факторы влияют на цену акций и доходность облигаций на российском фондовом рынке в 2017-2022 гг.

Инвесторы считают, что цена акций и доходность облигаций больше всего зависит от факторов корпоративного управления. Социальные факторы оказывают более заметное влияние на котировки акций и доходность государственных облигаций, чем экологические (табл.2.2)

Повышение конкурентоспособности на рынке и финансовой инвестиционной привлекательности бизнеса неразрывно связано со способностью компании создавать ценность для акционеров, потребителей и общества.

Это подразумевает применение стратегии, адекватной рыночным вызовам и способной адаптироваться к изменениям внешних условий, мобилизуя внутренние

¹⁾Цыгалов, Ю.М. Политики и процедуры ESG-преобразования российских компаний / Ю.М. Цыгалов, С.А. Стрижов // Управленческое консультирование. – 2022. – №(7). – С. 88-95. – Текст : непосредственный.

²⁾Вострикова, Е.О. ESG-критерии в инвестировании: зарубежный и отечественный опыт / Е.О. Вострикова, А.П. Мешкова // Финансовый журнал. – 2020. – Т. 12. – № 4. – С. 117–129. – Текст : непосредственный.

³⁾Шемякина, Т.Ю. Применение esg-факторов в инвестиционных строительных проектах / Т.Ю. Шемякина // Вестник ГУУ. – 2021. – №3. – Текст : непосредственный.

⁴⁾CFA Institute. ESG-ИНТЕГРАЦИЯ: рынки, методы и данные. URL: <https://www.unpri.org/download?ac=9522> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

ресурсы. Цифровая трансформация, переход к экономике знаний изменил подходы инвесторов к оценке финансовой инвестиционной привлекательности, сместив их фокус на нефинансовые показатели и индикаторы наряду с финансовыми. Поэтому необходимо изучение структуры нематериальных активов и их вклада в стоимость бизнеса.

Таблица 2.2 – Влияние ESG-факторов на показатели финансовой инвестиционной привлекательности российских компаний, %

Показатели	2017	2022
Стоимость акций		
G	81	85
E	7	26
S	11	30
Доходность/спреды корпоративных облигаций		
G	62	65
E	4	15
S	4	12
Доходность суверенного долга		
G	42	38
E	4	8
S	15	12

Источник: CFA Institute. ESG-ИНТЕГРАЦИЯ: рынки, методы и данные. URL: <https://www.unpri.org/download?ac=9522> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

Нематериальные активы вносят значимый вклад в стоимость компании¹⁾. До 40% рыночной стоимости компаний не отражено в балансе, а в высокотехнологичных отраслях – до 50%²⁾. Это значит, что до 50% стоимости компании создаются нематериальными активами, а другие авторы считают, что в цифровом секторе этот процент достигает 90%³⁾.

Согласно модели создания ценности PRISM, факторами стоимости компании являются компетенции, возможности и потоки знаний⁴⁾. Стратегическими активами компании являются материальные и нематериальные активы, которые, в свою очередь, включают бренды, торговые марки и другие зарегистрированные объекты интеллектуальной собственности. К нематериальным активам также относятся нематериальные компетенции и латентные способности, на которые у компании нет официальных прав собственности. К нематериальным компетенциям относятся организационный и человеческий капитал.

Латентные способности связаны с людьми и включают талант, интуицию, лидерство, управленческие качества, организационные способности, мотивацию и желание работать. Они помогают компании адаптироваться к динамичной и нестабильной бизнес-среде и зависят от человеческого ресурса.

Управление активами компании максимизирует ее ценность и способствует росту стоимости. В условиях конкурентной среды компании должны иметь доступ к уникальным ресурсам и компетенциям. Эффективное управление нематериальными ресурсами позволяет компаниям сформировать долгосрочные устойчивые стратегические позиции на целевом рынке.

¹⁾Kaplan, R.S. Strategy maps – converting intangible assets into tangible outcomes /R.S. Kaplan, D.P. Norton. – Harvard Business School Press: Boston, MA. – 2004. – Текст : непосредственный.

²⁾Lev, B. The Dominance of Intangibles Assets: Consequences for Enterprise Management and Corporate Reporting / B. Lev, J.H. Daum // Measuring Business Excellence. – 2004. – Vol. 8. – Issue 1. – Pp. 6–17. – Текст : непосредственный.

³⁾Лев, Б. Нематериальные активы: управление, измерение, отчетность. – М.: КвинтоКонсалтинг. – 2003. – 240 с. – Текст : непосредственный.

⁴⁾Eustace, C. (ed.). The PRISM Report. Research Findings and Policy Recommendations. – EU (IST). – 2003. – Текст : непосредственный.

Модель «нематериальной цепочки ценности» отражает способность компании получать доходы выше средних в отрасли¹⁾. Это дает компании добавленную рыночную стоимость (market value added – MVA), создаваемую преимущественно нематериальными активами, которые дают компании множество преимуществ:

- эффективная система управления поставками и производством (экономия на затратах, технологическое преимущество, Total Quality Management (TQM), эффективные контракты с поставщиками);
- права интеллектуальной собственности (патенты, бренды, торговые марки и т.д.);
- растущий спрос;
- высокоэффективный менеджмент.

Нематериальные активы, генерирующие добавленную рыночную стоимость, систематизировано показаны на рис. 2.1, а также сформированы индикаторы их оценки.

Таким образом, коммерциализация нематериальных активов дает компании устойчивые конкурентные преимущества, которые генерируют дополнительные денежные потоки за счет деловой репутации, имиджа и бренда. Достоверная и объективная оценка нематериальных активов позволяет оценить взаимосвязь с финансовыми показателями, создать информационно-аналитическую основу принятия решений, повысить качество финансового и стратегического менеджмента. Нематериальные активы создают ценность за счет формирования, развития и эффективного использования интеллектуального капитала, который в свою очередь состоит из человеческого капитала, отношенческого капитала (клиенты, бренд, конкуренты, поставщики и партнеры) и организационного (структурного) капитала (технологии, продукты, процессы, информация). Очевидно, что компании цифрового сектора сталкиваются с повышенными требованиями к управлению нематериальными активами для создания ценности.

¹⁾Ahonen, G. Generative and commercially exploitable intangible assets, Classification of Intangibles / G. Ahonen. – Groupe HEC: Jouy-en-Josas. – 2000. – Pp. 206–213. – Текст : непосредственный.

Механизмы создания стоимости и роста финансовой инвестиционной привлекательности предполагают использование отдельных элементов НМА – факторов создания стоимости. Компания получает экономические выгоды от эффективного управления бизнес-процессами, информацией, знаниями и мотивацией персонала, создания инновационных цифровых продуктов, которые соответствуют ожиданиям клиентов. Нематериальные активы трансформируются в материальные и финансовые, генерируют дополнительные денежные потоки и создают добавленную ценность, поддерживая устойчивые конкурентные преимущества компании.



Рисунок 2.1 – Генерирующие добавленную рыночную стоимость НМА

Источник: составлено автором

Важность НМА для компаний цифрового сектора также подтверждается высокой их долей в структуре баланса. По данным исследования ВКО Интеллект¹⁾ за 2021 г., средняя доля нематериальных активов в балансе компаний находится на уровне 4,1%. Выше всего доля нематериальных активов в балансе у предприятий медиасферы – 26,5%, а также предприятий наукоемких отраслей (от 2 до 5%) – информационных технологий, научных исследований и телефонии (Рис. 2.2).

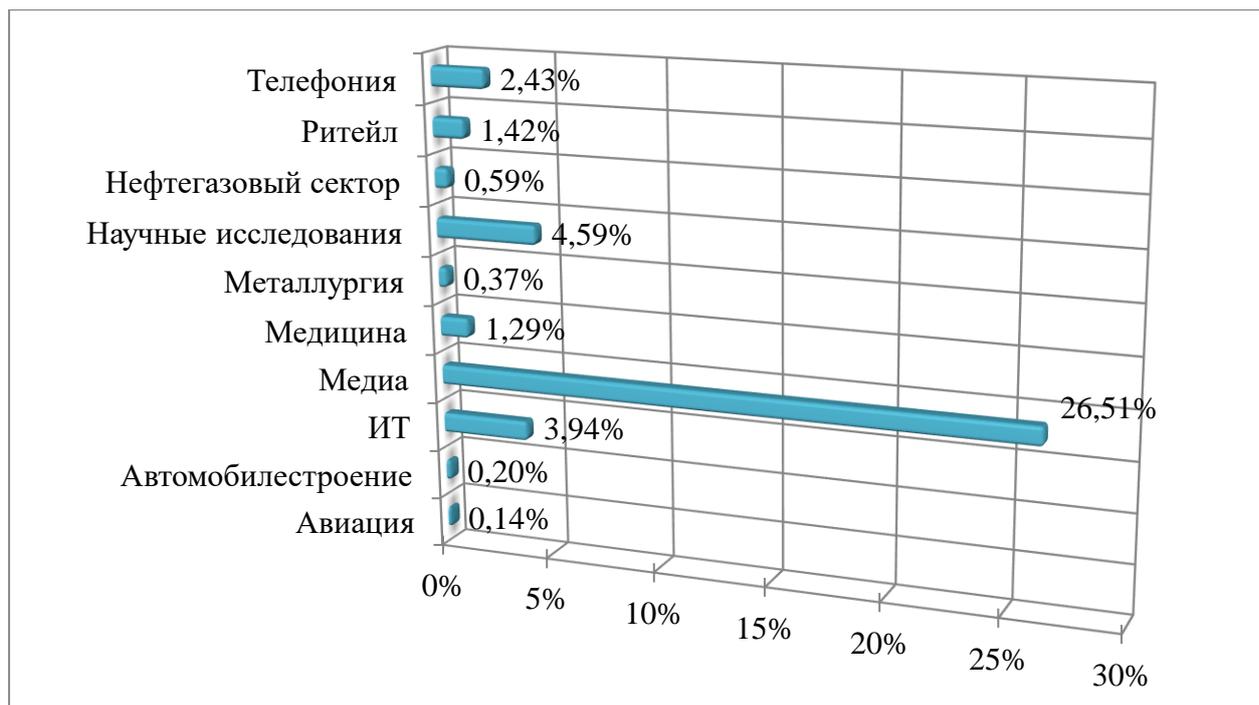


Рисунок 2.2 – Доля нематериальных активов в балансе организаций, в среднем по отраслям

Источник: составлено автором по данным системы СПАРК-Interfax

Анализируя динамику доли НМА в структуре баланса организаций, за период 2015-2021 гг. не произошло существенного изменения данного показателя. Наиболее существенный рост отмечается в сферах ИТ и научных исследований – с 2 и 3% до 4 и 4,5% соответственно²⁾.

¹⁾Мазур, Н.З., Попова, А.В. Демьянец, Е.А. Величина нематериальных активов предприятий РФ : Веб-сайт «ВКО Интеллект». URL: <https://www.vko-intellekt.ru/media-center/velichina-nematerialnyh-aktivov-predpriyatij-rossii/> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный

²⁾Мазур, Н.З., Попова, А.В. Демьянец, Е.А. Величина нематериальных активов предприятий РФ : Веб-сайт «ВКО Интеллект». URL: <https://www.vko-intellekt.ru/media-center/velichina-nematerialnyh-aktivov-predpriyatij-rossii/> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст : электронный.

По данным исследований, интеллектуальная собственность российских предприятий недооценена по сравнению с зарубежными компаниями. Российские предприятия не используют в полной мере свой интеллектуальный потенциал. Усовершенствование управления интеллектуальной собственностью требует качественного человеческого ресурса и инвестиций в его развитие. Это позволит сформировать устойчивые стратегические преимущества, найти дополнительные источники доходов, а также обеспечит привлекательность для клиентов и партнеров.

Сегодня компании цифрового сектора осуществляют весомый вклад в прирост ВВП развитых стран (например, США, Великобритания, Ирландия и другие). По оценке Forrester Research, доля интеллектуального капитала персонала в стоимости таких компаний составляет 14% ¹⁾. При этом его стоимость сложно оценить, так как компании цифрового сектора получают дополнительные преимущества благодаря уникальным бизнес-идеям, генерируемым менеджерами и сотрудниками, налаженным бизнес-процессам и создаваемым объектам НМА, и интеллектуальной собственности.

Человеческий капитал является основным нематериальным активом компаний цифрового сектора, который включает в себя совокупность знаний, умений и навыков работника, влияющий на уровень его производительности труда и благосостояние компании. Инвестиции в человеческий капитал через добавленную стоимость повышают финансовые показатели компаний²⁾.

Как видим, международные исследования показывают наличие положительной связи между ESG-инвестициями и финансовыми показателями. Однако существующие методы оценивают комплексно влияние ESG-факторов на компанию независимо от отрасли. Необходимо применять отраслевой подход, так

¹⁾Мельников, О.Н. Факторы, влияющие на управление формированием нематериальных активов высокотехнологичных предприятий / Мельников О.Н., Курктова Н.Ю. // Российское предпринимательство. – 2004. – № 10. – С. 65-71. – Текст : непосредственный.

²⁾Завьялова Е.К. Анализ эффективности использования человеческого капитала (на примере российских компаний нефтегазового сектора). Научные доклады. / Е.К. Завьялова, Д.Г. Кучеров, С.В. Кошелева, В.С. Цыбова, А.И. Алсуфьев. – СПб.: Высшая школа менеджмента СПбГУ. – 2014. – 54 с. – Текст : непосредственный.

как компании цифрового сектора в большей мере зависят от социальных факторов, затем – от корпоративных и в последнюю очередь – от экологических.

На основе существующих методик и подходов автором систематизированы и представлены в табл. 2.3 ключевые этапы оценки финансовой инвестиционной привлекательности. Выбор методов оценки стоимости определяется целями ключевых стейкхолдеров. Для инвестора основными финансовыми показателями являются чистая прибыль, рентабельность, срок окупаемости.

Таблица 2.3 – Этапы оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний с учетом социальных ESG-факторов (как наиболее существенных)

Этап оценки	Описание этапа	Рассматриваемые показатели
Выбор показателей и построение системы оценки финансовой инвестиционной привлекательности	Определяются индикаторы и коэффициенты, информационная база, обосновывается методология расчета и нормативные/желаемые значения для конкретной компании	Традиционные показатели финансовой инвестиционной привлекательности (финансовые показатели и коэффициенты), показатели деятельности компании на фондовом рынке (мультипликаторы, рыночная капитализация), социальные факторы (эффективность персонала, процент выполнения KPI и другие).
Экспресс-анализ финансовой инвестиционной привлекательности	Анализ финансовой и управленческой отчетности с применением вертикального и горизонтального анализа, коэффициентов, трендового и факторного анализа, построение наглядной картины финансового состояния	Динамика, структура активов, пассивов, доходов и расходов, основные финансовые показатели и коэффициенты (ЕБИТДА, чистая прибыль, ликвидность, финансовая устойчивость, рентабельность и др.)
Детальный анализ финансовой инвестиционной привлекательности	Глубокая и подробная аналитика и выявление причинно-следственных связей между показателями и факторами, влияющими на них, учет отраслевых факторов и коэффициентов	Корреляционный анализ и статистические показатели, интегральные индексы, оценка влияния социальных факторов, связанных с человеческим капиталом
Финансовая диагностика	Формирование выводов о текущем финансовом состоянии компании	Интерпретация полученных на предыдущем этапе результатов анализа

Этап оценки	Описание этапа	Рассматриваемые показатели
Разработка управленческих мероприятий	Принятие решений, формирование будущих направлений развития бизнеса и его сегментов, методов привлечения ресурсов, финансовое планирование и прогнозирование	Построение прогнозных показателей финансовой инвестиционной привлекательности, интеллектуального и человеческого капитала, финансовые модели

Источник: Сунгатуллина, Л.Б. Финансовая диагностика деятельности экономического субъекта / Л.Б. Сунгатуллина, Ю.И. Чупова // Бухгалтерский учет в бюджетных и некоммерческих организациях. – 2020. – № 6(486). – С. 16-22. – Текст : непосредственный.

Оценка рисков проекта, затраты, рентабельность необходимы менеджеру для решения управленческих задач. Использование вероятностных методов, имитационного моделирования в сочетании с расчетом финансовых показателей и стоимостным анализом позволяет сформировать нашу методику, позволяющую оценить финансовую инвестиционную привлекательность компании на основе интегрального показателя и учесть влияние нематериальных активов.

Систематизация показателей, основанная на анализе данных финансовой и нефинансовой отчетности, позволяет сформировать модель оценки стоимости как ключевого критерия финансовой инвестиционной привлекательности с учетом стоимости человеческого капитала компаний цифрового сектора.

Оценка финансовой инвестиционной привлекательности российских компаний цифрового сектора имеет свою специфику, которая влияет на внедрение ESG-факторов в систему оценки, разработку методологии и оценочных процедур. Как упоминалось ранее, данные компании имеют высокую долю нематериальных активов в структуре баланса, которые генерируют денежные потоки и повышают добавленную рыночную стоимость.

Формирование методики оценки финансовой инвестиционной привлекательности с учетом ESG-факторов основывается на приоритетности тех или иных факторов для конкретного предприятия или отрасли в реализации стратегии ESG. Долгосрочные цели бизнеса определяются спецификой деятельности компании, а также целевыми индикаторами финансовой

инвестиционной привлекательности, ключевым из которых является стоимость. Рассмотрим критерии определения значимости ESG-факторов для оценки финансовой инвестиционной привлекательности:

- значимость для компании отдельных ESG-факторов в целом, и социальных факторов для компаний цифрового сектора в частности;
- наличие ESG-рисков в бизнес-среде, влияющих на компанию, включая социальную, экологическую и управленческую сферы;
- вероятность реализации ESG-рисков и наличие у компании ресурсов, механизмов и инструментов воздействия на них¹⁾.

Компании цифрового сектора зависимы в большей мере от социальных ESG-факторов по сравнению с экологическими. Это связано с тем, что цифровые продукты, услуги и создаваемые нематериальные активы требуют высокого уровня квалификации персонала и соответствующей системы мотивации. Это требует существенных инвестиций в социальную сферу. Поэтому при разработке методик оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора необходимо учитывать инвестиции в персонал (подбор, отбор, адаптация, обучение и развитие персонала, система мотивации и т.д.), показатели эффективности персонала, влияние человеческого капитала на стоимость нематериальных активов и компании в целом.

При обосновании направлений и показателей оценки следует также ориентироваться на существующие стандарты в области устойчивого развития, которые содержат перечень рекомендуемых сфер раскрытия информации, в частности, в социальной сфере (в том числе в части соблюдения прав человека), охране окружающей среды (в том числе климат), корпоративного управления. При определении существенности информации и формировании информационно-аналитической базы оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний с учетом социальных факторов следует проводить анализ раскрытия информации другими компаниями цифрового сектора. В частности, некоторые

¹⁾Кириллова, О.Ю. ESG-факторы и ответственное инвестирование в фокусе стратегического развития / О.Ю. Кириллова, Е.В. Жукова // Научные исследования и разработки. Экономика фирмы. – 2021. – Т. 10. – № 3. – С. 4-11. – Текст : непосредственный.

международные стандарты, имеющие отраслевую специфику, такие, например, как стандарты Совета по стандартам отчетности устойчивого развития (Sustainable Accounting Standards Board, SASB), предлагают заранее сформированные наборы существенных тем, которые можно адаптировать к отраслям экономики. Однако социальные факторы, учитывающие специфику цифрового сектора и стоимостного подхода к финансовой инвестиционной привлекательности, рекомендуется определять индивидуально в зависимости от компании, ее бизнес-модели и стратегии.

Для объективной оценки социальных факторов, в частности, человеческого капитала, выявления взаимосвязи между социальными факторами и показателями финансовой инвестиционной привлекательности необходимо при формировании нефинансовой информации, предназначенной для раскрытия, обосновать состав такой информации, включая количественные и качественные показатели. Количественные данные помогают более информативно представить нефинансовые показатели эффективности деятельности компании в социальной сфере (ключевые показатели эффективности управления персоналом, производительности труда, удовлетворенности клиентов и т.д.).

Качественные данные описывают специфику работы конкретной компании, приводят дополнительную информацию о реализованных проектах, стратегических целях, ценностях и приоритетах, упрощают восприятие и использование нефинансовой информации стейкхолдерами¹⁾.

Количественные показатели (финансовые и нефинансовые) должны быть представлены в абсолютном и в относительном выражении (например, по отношению к выручке, сумме активов, затратам, капиталу, EBITDA и т.д.)²⁾ Также необходимо отображать удельные количественные показатели на одного сотрудника или единицу реализуемой продукции. В случае с компаниями цифрового сектора для разработки относительных показателей оптимальным было

¹⁾Ольберг, Д.В. ESG-стратегии на пространстве стран СНГ / Д.В. Ольберг // Инновации. Наука. Образование. – 2021. – № 37. – С. 211-219. – Текст : непосредственный.

²⁾Петренко, Л.Д. ESG-критерии в практике принятия инвестиционных решений / Л.Д. Петренко // Международный научно-исследовательский журнал. – 2020. – № 11 (101). – С. 100-102. – Текст : непосредственный.

бы использование объема продаж в денежном эквиваленте. Оценка финансовой инвестиционной привлекательности компании требует управленческих подходов и мероприятий в соответствии с традиционными функциями управления (планирование, организация, координация, контроль), прогнозирования, моделирования, ситуационного и риск-ориентированного подходов¹⁾.

Основными задачами оценки финансовой инвестиционной привлекательности компании цифрового сектора с учетом социальных факторов являются минимизация ESG-рисков, выявление наиболее значимых факторов, влияющих на рост стоимости нематериальных активов и бизнеса, выбор наиболее результативных инструментов и методов реализации стратегии ESG, рациональное использование ресурсов для создания рыночной стоимости.

Исходя из этих предпосылок, представим алгоритм поэтапного внедрения ESG-факторов в отчетность об устойчивом развитии, а также состав и оценку ESG-факторов в табл. 2.4. Интеграция социальных факторов, связанных с человеческим капиталом, в систему оценки финансовой инвестиционной привлекательности компании должна основываться на отраслевой специфике²⁾.

Цифровой сектор характеризуется значительным вкладом нематериальных активов, создаваемых человеческими ресурсами, в рост финансовой инвестиционной привлекательности бизнеса.

Исследования также показали, что чем выше уровень образования персонала, тем выше вероятность выживания и инновационная активность развивающейся компании^{(3) (4)}. Последняя при этом в большей мере зависит от образования, поскольку научно-исследовательскими навыками чаще обладают руководители с высоким уровнем образования.

¹⁾Цыгалов, Ю.М. Политики и процедуры ESG-преобразования российских компаний / Ю.М. Цыгалов, С.А. Стрижов // Управленческое консультирование. – 2022. – №(7). – С. 88-95. – Текст : непосредственный.

²⁾Кадиров Н.Т. Влияние человеческого капитала на результативность новых предпринимательских команд: обзор эмпирических исследований / Н.Т. Кадиров // Известия Дальневосточного федерального университета. Экономика и управление. – 2020. – 1. – С. 81–92. – Текст : непосредственный.

³⁾Dahl, M.S. Are you experienced? Prior experience and the survival of new organizations / M.S. Dahl, T. Reichstein // Industry and Innovation. – 2007. – Vol. 14. – No. 5. – Pp. 497-511. – Текст : непосредственный.

⁴⁾Protogerou, A. Determinants of young firms' innovative performance: Empirical evidence from Europe / A. Protogerou, Y. Caloghirou, N.S. Vonortas // Research Policy. – 2017. – Vol. 46. – No. 7. – Pp. 1312-1326. – Текст : непосредственный.

Учитывая изложенное, разработка системы оценки социальных факторов в компаниях цифрового сектора должна основываться на оценке опыта персонала, уровня образования, квалификации и навыков, необходимых для реализации поставленных целей и задач.

Результатом анализа и внедрения ESG-факторов в систему оценки финансовой инвестиционной привлекательности компании является формирование системы количественных и качественных показателей, отражающих финансовое состояние компании и сферу социальной ответственности. Социальные факторы взаимосвязаны с оценкой финансовой инвестиционной привлекательности и относятся к факторам внутренней бизнес-среды, поскольку использование ESG-принципов для социальной сферы является зоной ответственности компании и ее менеджеров при принятии управленческих решений.

Таблица 2.4 – Состав наиболее существенных показателей социальной компоненты ESG для оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора

Этапы оценки	Социальные факторы		
Оценка финансовой инвестиционной привлекательности	Социальная политика и система управления человеческими ресурсами (HRM)		
	Показатели, характеризующие качество человеческого капитала	Инвестиции в человеческий капитал	Показатели эффективности человеческого капитала
	Корреляционный анализ показателей финансовой инвестиционной привлекательности и показателей человеческого капитала		
	Оценка финансовой инвестиционной привлекательности с учетом социальных факторов человеческого капитала		
	Анализ чувствительности показателей финансовой инвестиционной привлекательности к социальным факторам		
Оценка рисков и разработка действий по их минимизации	Социальные риски, связанные с человеческим капиталом компании, разработка методов управления рисками		
	Прогноз финансовой инвестиционной привлекательности с учетом рисков и социальных факторов		

Источник: составлено автором

Принципы и мероприятия социальной ответственности компании влияют не только на создание добавленной рыночной стоимости, но и на эффективность работы персонала, а, следовательно, и обеспечение долгосрочного роста бизнеса и устойчивого развития, что для компании цифрового сектора имеет первоочередное значение. Внедрение ESG-принципов в стратегию бизнеса влияет на имидж и деловую репутацию компании, положительное восприятие партнерами, государственными учреждениями, финансовыми институтами, что требует объективной и достоверной системы оценки социальных факторов и отражения в нефинансовой отчетности.

Интеграция ESG-факторов в оценку финансовой инвестиционной привлекательности компаний – комплексная задача, требующая системного, последовательного и скоординированного подхода к ее решению. Для этого необходимо создание отдельных структурных подразделений в компаниях, ответственных за реализацию ESG-стратегий развития бизнеса и политик и практик корпоративной социальной ответственности, оценки ESG-факторов¹⁾. Кроме того, необходимо вовлечение в эти процессы внутренних стейкхолдеров компании и представителей различных структурных подразделений в рамках их компетенции.

2.3 Разработка методики комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора с учетом влияния наиболее существенных ESG-факторов

На основе проведенного анализа международного и российского опыта и практики финансового менеджмента в рамках глав 1 и 2 настоящего исследования, нами сформирована система релевантных показателей, которые наиболее полно и комплексно характеризуют влияние внутренних факторов на финансовую

¹⁾ Ермакова, А.В. Проблематика учета социальных факторов устойчивого развития при оценке финансовой эффективности компаний ИТ-сектора / А.В. Ермакова. // Финансовая жизнь – 2024. - №1. - С. 84-87. – Текст: непосредственный.

инвестиционную привлекательность компании цифрового сектора. Базовая группа показателей комплексной системы должна быть представлена традиционными финансовыми показателями инвестиционной привлекательности компании, которыми являются ликвидность (платежеспособность), рентабельность, деловая активность, финансовая устойчивость. Методика и показатели оценки данных показателей общеизвестны, алгоритм их расчета и нормативные значения изложены во множестве методических рекомендаций, включая рекомендации Банка России.

С целью нейтрализации таких недостатков классических финансовых показателей, как возможность внутренней манипуляции и наличие временных задержек в отражении результатов операционного управления, в систему комплексной оценки должна быть включена группа рыночных мультипликаторов. Также целесообразность включения этих показателей в методику обосновано наличием значительного количества научных исследований, доказывающих положительную взаимосвязь между рыночными показателями и ESG-факторами. Для компаний цифрового сектора данный блок показателей наиболее актуален, так как они зависимы от создаваемых персоналом нематериальных активов, которые в свою очередь создают добавленную рыночную стоимость.

Включение в систему комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности рыночных показателей, с одной стороны, ограничивает область применения методики, так как рыночные показатели релевантны только для публичных компаний, чьи акции котируются на фондовых биржах, однако для непубличных компаний методика может быть адаптирована путем исключения данного блока из системы показателей. На основе результатов оценки менеджеры смогут принимать решения, способствующие росту рыночной стоимости (капитализации) компании цифрового сектора, а внешние пользователи методики смогут снизить риски искажения выходной информации.

Также в связи с тем, что в современных условиях соответствие компании ESG-принципам является неотъемлемой частью финансовой инвестиционной привлекательности, систему показателей следует дополнить количественными

показателями оценки ESG-инвестиций и относительными показателями их эффективности. Так как на сегодняшний день внедрение нефинансовых показателей в стратегическое управление и системы отчетности среди российских компаний находится в начальной стадии развития, целесообразно для целей методики оценки отобрать наиболее релевантные и доступные для сбора данные. Любая компания вне зависимости от степени внедрения и ориентации на ESG-принципы обладает человеческим капиталом как одним из социальных факторов, и может осуществлять мероприятия по повышению качества управления им.

При этом, как было рассмотрено ранее в подразделе 2.2, именно человеческий капитал обладает наибольшим потенциалом создания новых нематериальных активов, как следствие влияющих на рост финансовой инвестиционной привлекательности компаний, особенно принадлежащим наукоемким или сервисным отраслям экономики. Компании цифрового сектора экономики, развитие которых является стратегическим приоритетом для российской экономики на ближайшие 5 лет в соответствии с мерами по структурной перестройке экономики, утвержденными Президентом России, относятся к такому типу отраслевой принадлежности, в связи с чем практическая апробация методики будет проводиться на базе данных компаний именно этой отрасли. Для таких компаний зачастую человеческий капитал может являться основным или единственным источником формирования активов, что дополнительно подтверждает необходимость включения в комплексную модель оценки финансовой инвестиционной привлекательности количественные и относительные показатели эффективности управления человеческим капиталом как основной части отражения качества управления практиками ESG в компании. Предлагаемая система оценки имеет потенциал дальнейшего развития в процессе внедрения ESG-принципов в практику ведения бизнеса среди российских компаний и в дальнейшем может быть расширена на большее количество учитываемых факторов.

Таким образом, комплексный интегральный показатель в предложенной методике будет состоять из следующих групповых интегральных индикаторов финансовой инвестиционной привлекательности:

- ликвидности (Y1);
- рентабельности (Y2);
- финансовой устойчивости (Y3);
- качества персонала и управления человеческими ресурсами (Y4);
- деловой активности (Y5);
- рыночной стоимости (Y6).

Все показатели, включенные в методику, являются относительными и комплексно оценивают финансовую инвестиционную привлекательность компании цифрового сектора. В каждый групповой индикатор включены важнейшие финансовые коэффициенты, а также показатели биржевой результативности и рыночной стоимости, инвестиций в персонал. Сформированная система коэффициентов наиболее полно описывает особенности, специфику бизнеса и инвестиционную привлекательность компаний цифрового сектора. В методику не были включены коэффициенты, которые косвенно влияют на выбранные показатели инвестиционной привлекательности, или оценивают одинаковые аспекты финансового менеджмента компании. Информационная база комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности включает финансовую отчетность компаний по российским и международным стандартам учета и финансовой отчетности, биржевые показатели, предоставляемые фондовыми биржами, на которых котируются акции публичных компаний, нефинансовую отчетность компаний в области ESG и корпоративной социальной ответственности, а также внутренние документы и отчеты.

Отбор показателей оценки качества управления человеческим капиталом для разрабатываемой системы оценки основывался на общепринятой международной практике ESG-рейтингования с корректировкой на доступность данных среди российских компаний цифрового сектора с целью повышения уровня практической применимости и релевантности выборки для дальнейшего анализа. В

предлагаемую методику комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора включены следующие показатели оценки человеческого капитала:

- средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р. (за исключением топ-менеджмента и с учетом средней по отрасли / в регионе);
- средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.;
- средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.

Нами было отобрано 3 показателя для блока оценки социальных инвестиций с целью сохранения сбалансированности объема показателей между группами индикаторов. Данные показатели являются финансовыми и расходными, поэтому они представляют наибольший интерес с точки зрения влияния на общую финансовую эффективность для внутренних пользователей методики, а также позволяют объективно рассмотреть взаимосвязь между инвестициями в человеческий капитал и показателями финансовой инвестиционной привлекательности и рыночной стоимости компании¹⁾.

Ранжирование финансовых, рыночных и показателей персонала в системе показателей, а также групповых индикаторов осуществляется с помощью корреляционного анализа и предполагает упорядочивание отобранных оценочных показателей по возрастанию. То есть, 1 позиция соответствует наиболее важному показателю среди существующих показателей в методике, 2 – менее важному по сравнению с предыдущим показателем и т. д. Позицию (ранг) N получает наименее важный для финансовой инвестиционной привлекательности показатель. Необходимость определения рангов показателей связана с неравнозначностью показателей в комплексной методике оценки финансовой инвестиционной привлекательности. Значимость показателя, а соответственно и ранг определяется на основе построения матрицы парных корреляций для всех показателей,

¹⁾ Ермакова, А.В. Методика комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности высокотехнологичных компаний / А.В. Ермакова. // Первый экономический журнал. – 2024. - №6 (348) - С. 80-86. – Текст: непосредственный.

отобранных в методику. Для исследования были построены корреляционные матрицы для всех компаний из выборки, а также определено суммарное количество положительных коэффициентов корреляции в диапазоне от 0,8 до 1, на основе чего были определены ранги показателей.

Групповой интегральный индикатор рассчитывается по формуле:

$$Y_j = \sum_{i=1}^M \omega_i \cdot x_i \quad (2)$$

где M – количество показателей в группе;

ω_i – весовой коэффициент для каждого показателя;

x_i – значение показателя;

i – порядковый номер показателя в группе, $i = \overline{1, M}$;

j – порядковый номер группового индикатора, $j = \overline{1, N}$;

N – общее количество групповых индикаторов.

Отдельные финансовые, рыночные и показатели персонала неоднозначно влияют на комплексную оценку финансовой инвестиционной привлекательности, следовательно отличается их вклад в интегральный показатель. Для корректного отображения вклада каждого показателя в комплексный интегральный показатель предложено использовать весовые коэффициенты, что подтверждается отечественной и зарубежной практикой.

Весовые коэффициенты отражают вклад каждого показателя в интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности и рассчитываются для показателей по формуле на основе их рангов:

$$\omega_i = \frac{2 \cdot (M - f_i + 1)}{M \cdot (M + 1)} \quad (3)^1$$

где ω_i – весовой коэффициент для каждого показателя;

f_i – ранг, присвоенный i -му показателю, $i = \overline{1, M}$;

¹⁾ Модели и методы теории логистики: Учеб. пособие. / Под ред. В.С. Лукинского. – СПб.: Питер. – 2008. – 448 с. – Текст : непосредственный.

i – порядковый номер показателя;

M – общее количество показателей; $0 \leq \omega_i \leq 1$; $\sum_{i=1}^M \omega_i = 1$; $i = \overline{1, N}$.

Методика присвоения рангов заключается в выявлении показателей, имеющих наибольшее количество тесных взаимосвязей с другими показателями, включенными в модель. Весовые коэффициенты групповых интегральных индикаторов представляют собой сумму весовых коэффициентов показателей внутри каждой группы. Интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности рассчитывается по следующей формуле:

$$I = \sum_{j=1}^N \omega_j \cdot Y_j \quad (4)$$

где ω_j – весовой коэффициент для группового интегрального индикатора, определенный аналогично формуле (3) или суммированием весовых коэффициентов финансовых показателей в группе;

Y_j – значение группового интегрального индикатора;

j – порядковый номер группового индикатора, $j = \overline{1, N}$;

N – общее количество групповых индикаторов, $N=6^1$).

Сравнение нормативных или эталонных и фактических значений отобранных в методику показателей и коэффициентов позволяет использовать комплексную оценку финансовой инвестиционной привлекательности компании на основе балльной системы и построить интегральный показатель. Предложено использовать единую унифицированную шкалу для интерпретации фактических показателей и их сопоставления с нормативными и эталонными значениями. Единая шкала предполагает присвоение показателям оценок от 0 до 5, при этом, чем выше значение показателя в единой шкале, тем выше его влияние на комплексный интегральный показатель и групповые индикаторы соответственно.

¹⁾ Ермакова, А.В. Методика комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности высокотехнологичных компаний / А.В. Ермакова. // Первый экономический журнал. – 2024. - №6 (348) - С. 80-86. – Текст: непосредственный.

Отобранные оценочные показатели финансовой инвестиционной привлекательности компании цифрового сектора и их балльные оценки в зависимости от полученного расчетного значения показателя (x_i) систематизированы и представлены в таблице 2.5.

Таблица 2.5 – Система оценочных индикаторов финансовой инвестиционной привлекательности и балльные значения

Показатели финансовой инвестиционной привлекательности	Нормативное или эталонное значение	Балл по унифицированной шкале					
		0	1	2	3	4	5
Показатели ликвидности (Y1)							
Коэффициент текущей ликвидности	1,5...2	0-0,5	0,5-1	1-1,5	1,5-2	2-2,5	>2,5
Коэффициент срочной ликвидности	0,8...0,1	0-0,1	0,1-0,2	0,2-0,3	0,3-0,5	0,5-0,8	>0,8
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,2...0,5	0-0,2	0,2-0,4	0,4-0,6	0,6-0,8	0,8-1	>1
Показатели рентабельности (Y2)							
Рентабельность чистая	>0	0-1	1-2	2-3	3-4	4-5	>5
Рентабельность собственного капитала	>0	0-1	1-2	2-3	3-4	4-5	>5
Рентабельность активов	>0	0-2	2-4	4-6	6-8	8-10	>10
Показатели финансовой устойчивости (Y3)							
Коэффициент автономии	>0,5	0-0,1	0,1-0,2	0,2-0,3	0,3-0,4	0,4-0,5	>0,5
Коэффициент финансового левериджа	0,5...1,0	>2	1,5-2	1-1,5	0,6-1	0,2-0,6	0-0,2
Коэффициент мобильности собственного капитала	0,2...0,5	0-0,1	0,1-0,2	0,2-0,3	0,3-0,4	0,4-0,5	>0,5

Показатели финансовой инвестиционной привлекательности	Нормативное или эталонное значение	Балл по унифицированной шкале					
		0	1	2	3	4	5
Показатели персонала и управления человеческими ресурсами (Y4)							
Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	>900	500-600	600-700	700-800	800-900	900-950	>950
Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	>25	1-5	5-10	10-15	15-20	20-25	>25
Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	>40	<25	25-30	30-35	35-40	40-45	>45
Показатели деловой активности (Y5)							
Коэффициент оборачиваемости активов	>0	1-2	2-3	3-4	4-5	5-6	>6
Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	>0	0-1	1-2	2-3	3-4	4-5	>5
Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	>0	>2,5	2-2,5	1,5-2	1-1,5	0,5-1	0 - 0,5
Показатели рыночной стоимости (Y6)							
EPS	>0	0-5	5-10	10-15	15-20	20-30	>30
P/E	>0	0-5	5-10	10-15	15-20	20-30	>30
P/S	>0	0-5	5-10	10-15	15-20	20-30	>30
P/BV	>0	0-5	5-10	10-15	15-20	20-30	>30

Источник: Ермакова, А.В. Оценка взаимосвязи социальных ESG-факторов с финансовой инвестиционной привлекательностью высокотехнологичных компаний на примере человеческого капитала / А.В. Ермакова. // Финансовая жизнь. – 2024. - № 2. - С. 44 – 49. – Текст: непосредственный.

При присвоении баллов каждому абсолютному значению показателя, включенного в разработанную методику, использовалась следующая логика. Финансовые показатели, для которых предусмотрены нормативные значения, в частности, коэффициенты ликвидности, финансовой устойчивости, были приведены к 5-балльной шкале в зависимости от близости фактического значения к нормативному. При этом оценка «5» присваивалась показателю, значение которого равно или превышает максимальную границу допустимого диапазона.

Оценка «1» присваивалась значению показателя, если оно соответствовало минимальной границе диапазона. При значении показателя ниже нормативного присваивалась оценка «0».

Несколько иной подход применялся к показателям, для которых не предусмотрены нормативные значения, однако различные научные и методические источники указывают на рекомендуемые значения. Те или иные рекомендации к показателям встречаются в отраслевых обзорах российских профильных организаций и отдельных экспертов, рейтинговых агентств, консалтинговых компаний, других участников рынка. К таким показателям относятся показатели деловой активности, рыночной стоимости, рентабельности.

При присвоении баллов каждому абсолютному значению показателей, включенных в эти группы, учитывались средние фактические значения этих показателей по аналогичным компаниям из отрасли и компаниям из выборки за предыдущие периоды, отраслевая специфика, общие рыночные тенденции в цифровом секторе, а также мнения экспертов в данной сфере.

Таким образом, для показателей рентабельности компаний цифрового сектора эталонным значением чистой рентабельности и рентабельности собственного капитала было принято значение 5%, выше которого этим показателям в методике соответствует оценка «5». Соответственно, оценка «0» присваивается показателю, значение которого находится в диапазоне от 0 до 1. Аналогично были распределены оценки в рамках 5-балльной шкалы для других диапазонов показателей. В унификации значений показателей рентабельности активов «идеальным» значением показателя было принято 10%, которому

присвоена оценка «5». Это связано с тем, что компании цифрового сектора характеризуются более высоким по сравнению с капиталоемкими промышленными предприятиями уровнем рентабельности активов.

Для унификации показателей группы деловой активности использовались общие рекомендации отраслевых экспертов, аналитика в разрезе этих показателей и компаний цифрового сектора за предыдущие годы, а также характерные для данной отрасли подходы к управлению активами, дебиторской и кредиторской задолженностью. При обосновании балльных оценок, соответствующих тем или иным значениям показателей, мы отталкивались от того, что компании цифрового сектора имеют в большинстве не длительный по сравнению с промышленными организациями финансовый цикл, а значит эталонные коэффициенты оборачиваемости будут средними. Для коэффициента оборачиваемости активов эталонным принято значение 6, дебиторской задолженности – 5. Коэффициент кредиторской задолженности имеет обратное влияние, то есть, чем он выше, тем меньше его вклад в интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности и соответственно балльная оценка.

Касательно рыночных показателей в международной практике оценки акций публичных компаний приняты рекомендуемые значения мультипликаторов, которые являются важными для принятия инвестиционных решений. Большинство из таких рекомендаций и экспертных мнений адаптировано для российского фондового рынка. В частности, для российских акций значение коэффициента P/S меньше 2 считается нормой. Мультипликатор P/E на российском рынке считается нормальным при значении 8, а в США это значение около 20. При этом если мультипликатор превышает 20, то компания переоценена рынком. Значение P/E около 10 указывает на справедливость рыночной оценки и нормальное функционирование компании. Отрицательное значение P/E у убыточных компаний.

Показатель P/BV менее 1 означает, что рыночная капитализация меньше собственного капитала компании и наоборот при значении коэффициента более 1

компания оценена справедливо. При $P/BV < 0$ обязательства компании превышают собственные активы, что является угрозой финансовой устойчивости.

Меньшие по сравнению с иностранными публичными компаниями значения рыночных показателей российских компаний объясняются меньшим размером (рыночной капитализацией) российского фондового рынка. В разработанной методике учитывались также среднеотраслевые рыночные показатели других компаний цифрового сектора. Таким образом, нами было предложено оценку «5» присваивать значениям рыночных показателей, превышающих 30. Значение рыночных показателей от 0 до 5 соответствует оценке «0».

В методике особое внимание уделено приведению показателей человеческого капитала к 5-балльной оценке. Для приведения показателей персонала к унифицированной шкале оценки, используемой в разработанной методике комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности, был применен подход авторской методологии присвоения некредитных рейтингов, оценивающий подверженность компании экологическим и социальным рискам бизнеса, а также рискам корпоративного управления (ESG рейтингов). Согласно данной методологии, для оценки человеческого капитала используются качественные и количественные показатели. Количественные показатели оцениваются исходя из среднего значения в отрасли. Для качественных показателей применяются унифицированные кодированные шкалы, согласно которым каждой словесной оценке показателя соответствует числовая оценка.

В разрабатываемой комплексной методике оценки финансовой инвестиционной привлекательности рассматриваются количественные показатели персонала, которые являются стоимостными и отражают инвестиции компаний в развитие персонала.

В частности, для показателя заработной платы персонала нами в методике было принято присваивать оценку «5» значению показателя, превышающего 20% и более по отрасли. Значениям показателя, равным среднеотраслевым, присваивалась оценка «4», а более низким значениям с диапазоном сокращения значений показателя на 20% – оценки от «3» до «0».

Для оценки среднего размера расходов на обучение персонала, а также на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р. была разработана шкала на основе диапазонов затрат с шагом в 5 тыс. р. Основой шкалы стали размеры фактических затрат компаний цифрового сектора из выборки, а также других компаний, опубликовавших данную информацию в своих нефинансовых отчетах. Следует отметить, что большинство компаний цифрового сектора инвестируют значительные финансовые ресурсы в развитие персонала и создание комфортных условий труда, что дает дополнительные конкурентные преимущества и возможность привлекать наиболее квалифицированных и лояльных сотрудников, работать над высокобюджетными проектами с заказчиками, являющимися лидерами в своих отраслях. Таким образом, эталонным значением показателя среднегодовых расходов на обучение является сумма от 25 тыс. р. на человека, расходов на социальные программы – от 45 тыс. р. на человека.

По результатам анализа показателей финансовой инвестиционной привлекательности и формирования балльных оценок определяется интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора по формуле (1) для выбранной системы показателей. В табл. 2.6 представлена интерпретация значений интегрального показателя.

Для целей оценки взаимосвязи финансовых и нефинансовых индикаторов компаний и дальнейшего присвоения рангов в рамках методики нами был выбран метод корреляционного анализа.

Результаты анализа призваны решить следующие задачи:

- подтвердить/опровергнуть тезисы ранее рассмотренных актуальных научных исследований о наличии тесной взаимосвязи между ESG-инвестициями и финансовыми результатами компаний;

- выявить ESG-факторы, оказывающие наибольшее влияния на интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности с целью максимизации эффективности дальнейших рекомендаций;

- выступить информационной базой для дальнейшего моделирования с помощью регрессионного анализа результирующих финансовых показателей при изменении компанией стратегии управления социальными факторами.

Таблица 2.6 – Интерпретация значений интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности

Пределы интегрального показателя	Уровень финансовой инвестиционной привлекательности	Интерпретация результата интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности
0-1	крайне низкая	компания не привлекательна для потенциальных инвесторов из-за неудовлетворительного финансового состояния; необходимо проводить мониторинг показателей и факторов, а также принимать меры по повышению эффективности финансового управления
1-2	низкая	компания не привлекательна для потенциальных инвесторов из-за низких показателей финансового состояния; необходимо осуществлять мониторинг и контроль показателей и факторов, проводить анализ причин неудовлетворительного финансового состояния, принимать меры по повышению эффективности финансового управления
2-3	средняя	компания имеет среднюю привлекательность для потенциальных инвесторов; необходимо отслеживать показатели, влияющие на снижение инвестиционной привлекательности, и принимать меры по повышению эффективности финансового управления
3-4	выше среднего	компания привлекательна для потенциальных инвесторов; необходимо отслеживать и выявлять показатели, оказывающие наибольшее влияние на снижение инвестиционной привлекательности в будущем
4-5	Высокая	компания очень привлекательна для потенциальных инвесторов; нет необходимости применять корректирующие меры

Источник: составлено автором

Для достижения поставленных задач и как следствие реализации методики оценки финансовой инвестиционной привлекательности цифровых компаний нами была создана выборка компаний, в которую вошли все российские публичные компании цифрового сектора с доступной нефинансовой отчетностью. По состоянию на 2023 год в цифровом секторе России работает более 200 тысяч

компаний, среди которых наиболее крупными являются системные интеграторы, ИТ-дистрибуторы, разработчики программного и аппаратного обеспечения, а также представители зарубежных ИТ-компаний, работавших в России. По данным Росстата, число ИТ-компаний в России за три года выросло на 12,7%. С января 2020 по май 2023 их количество увеличилось с 178 170 до 200 740 организаций. Однако доля публичных компаний в их числе, тем более формирующих в каком-либо виде нефинансовые данные, не достигает и 1%, в связи с чем в выборку вошли 20 компаний отрасли.

В табл. 2.7 приведен список компаний, включенных в выборку, показаны их общие финансовые показатели.

Далее представим результаты анализа финансовой инвестиционной привлекательности в виде отдельных показателей, включенных в методику комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности.

Рост ликвидности свидетельствует о высокой платежеспособности и способности погашать обязательства. Однако лишь отдельные компании (Yandex N.V., ПАО «Ростелеком», ПАО «МТС», АО «Софтлайн») имеют достаточный уровень текущей, быстрой или абсолютной ликвидности. Другие компании сталкиваются с проблемами ликвидности (VK Company Limited).

Большинство компаний не способны погашать текущие (краткосрочные, до одного года) обязательства за счет оборотных активов. Лишь две компании из выборки (Яндекс Н.В., VK Company Limited) показали достаточный уровень текущей ликвидности в 2020 г., однако динамика ликвидности этих компаний крайне нестабильна. Остальные компании не имеют достаточного уровня ликвидности, что объясняется прежде всего большим объемом краткосрочных обязательств.

В целом компании цифрового сектора периодически сталкиваются с низким уровнем ликвидности, что является как следствием неэффективного финансового менеджмента, так и спецификой деятельности, когда компания выполняет проекты в течение длительного срока и получает оплату от заказчика нерегулярно. Компании цифрового сектора в целом имеют высокий уровень финансового риска,

что негативно влияет на структуру капитала, препятствует инвестициям в новые перспективные проекты и расширение бизнеса.

Таблица 2.7 – Общие финансовые показатели выбранных компаний за 2022 г. (по МСФО)

Показатели	Выручка, млрд р.	Операционная прибыль, млрд р.	ЕБИТДА, млрд р.	Чистая прибыль, млрд р.
ПАО «Ростелеком»	689,90	114,00	272,00	38,00
Yandex N.V.	521,70	13,20	64,10	39,50
ПАО «МТС»	541,80	109,40	224,40	33,40
АО «Софтлайн»	70,691	12,272	2,577	6,484
VK Company Limited	128,80	25,80	14,90	-27,20
ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	10,30	2,81	4,17	2,64
АО «Группа Позитив»	13,80	6,10	6,82	6,09
ПАО «МГТС»	42,60	15,10	24,10	16,50
ПАО «Наука-Связь»	1,58	0,088	0,265	0,014
ПАО «Светофор Групп»	0,310	0,100	0,110	0,025
ПАО «Башинформсвязь»	25,70	3,25	7,27	2,51
VEON Ltd.	538,40	230,20	115,60	-25,6
HeadHunter Group PLC	18,10	6,92	9,16	6,01
ПАО НПО «Наука»	2,32	0,321	0,490	0,104
Ozon Holdings PLC	277,10	-44,10	-3,22	-58,20
ПАО Группа Астра	5,39	2,80	2,92	3,07
ПАО «Центральный телеграф»	1,33	-0,103	0,128	-0,046
ПАО «Донской завод радиодеталей»	7,19	2,62	3,04	2,48
ПАО «Диасофт»	7,19	2,62	3,04	2,48
ПАО «Мегафон»	354,20	66,80	146,90	66,30

Источник: составлено автором по данным финансовой отчетности МСФО

Для предлагаемой нами методики оценки финансовой инвестиционной привлекательности рассматриваются рентабельность активов и капитала, поскольку эти показатели характеризуют эффективность финансового управления.

Чистая рентабельность характеризует прибыльность работы компании. Нормативного или рекомендованного значения коэффициента рентабельности для цифрового сектора нет. Крайне высокие показатели рентабельности имеют инновационные компании HeadHunter Group PLC, ПАО «Группа Астра», АО «Группа Позитив», ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ». Среди выбранных компаний ПАО «Ростелеком», ПАО «МТС» можно считать достаточно рентабельными (от 4,9% до 12,4%) в отдельные годы рассматриваемого периода.

Рентабельность активов зависит от отрасли и отражает капиталоемкость компании и эффективность использования активов. Цифровые компании требуют высоких инвестиций с длительным периодом их возврата, поэтому рентабельность активов будет невысокой. В 2022 г. лишь АО «Софтлайн» имела коэффициент ROA 14,5%. Остальные компании характеризуются нестабильной динамикой рентабельности активов.

Коэффициент рентабельности собственного капитала указывает на доходность инвестиций. Компании АО «Софтлайн» и ПАО «Ростелеком» в 2022 г. обладали достаточным уровнем рентабельности собственного капитала. Однако динамика коэффициента положительна лишь у ПАО «Ростелеком».

Важными с точки зрения управления финансовой инвестиционной привлекательностью является финансовая устойчивость. Среди компаний выборки только Яндекс Н.В. и VK Company Limited имеют стабильные и достаточные коэффициенты финансовой независимости. Все компании из выборки имеют высокое значение финансового левериджа, что говорит о критической зависимости от заемного капитала и является следствием высокой долговой нагрузки. Среди рассмотренных компаний только VK Company Limited имела положительное значение мобильности собственного капитала.

Оборачиваемость оборотных активов измеряет эффективность их использования и показывает количество оборотов, которые совершают оборотные

активы за период. Нормативного значения коэффициента нет, однако анализ компаний цифрового сектора позволил систематизировать и определить некоторые эталонные значения. В частности, лишь ПАО «МТС» имеет достаточный уровень оборачиваемости оборотных активов.

Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности отражает эффективность управления ею и показывает количество оборотов, то есть сколько раз дебиторы погасили свои обязательства перед компанией. Нормативного значения также не существует, однако, по методике Россельхозбанка эталонным считается значение 12 для компаний других отраслей. ПАО «МТС», Ozon Holdings PLC, ПАО «Диасофт», ПАО «Мегафон» имеют достаточный уровень оборачиваемости дебиторской задолженности.

Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности отражает количество оборотов, которые совершила кредиторская задолженность в течение года. По методике Россельхозбанка эталонным считается значение 12 для компаний других отраслей. Рассматриваемые компании цифрового сектора имеют невысокий уровень оборачиваемости кредиторской задолженности и недостаточно эффективное управление финансами дебиторов и кредиторов.

Финансовая инвестиционная привлекательность публичных компаний цифрового сектора, которыми являются все компании из выборки, оценивается в том числе рыночными мультипликаторами.

Показатели рыночной стоимости выбранных компаний имеют положительную динамику несмотря на значительные колебания на протяжении периода. В частности, EPS у Ozon Holdings PLC, VEON Ltd., ПАО «Центральный телеграф», VK Company Limited в 2022 году был отрицательным из-за убытка эмитента в отчетном периоде. Остальные компании имеют положительные и достаточно высокие значения индикатора.

В целом рыночные мультипликаторы всех компаний имели нестабильную тенденцию. Коэффициент P/E, который свидетельствует о высокой инвестиционной привлекательности и рыночной стоимости, у всех компаний превышает 1, у ПАО «Ростелеком», Яндекс Н.В., ПАО «Группа Астра», ПАО

«Наука-Связь», ПАО «Диасофт», ПАО «Мегафон», ПАО «МТС» - в несколько десятков раз. Это говорит о высокой рыночной капитализации компаний и их привлекательности для инвесторов.

Динамика коэффициента P/S характеризует потенциал роста объемов продаж и рыночной стоимости акций. По причине высокого уровня рыночной капитализации коэффициенты P/S рассматриваемых компаний также достаточны, однако у ПАО «МТС», VK Company Limited P/S <1. Это говорит о недостаточно высокой выручке от реализации услуг. Высокие коэффициенты P/S (АО «Группа Позитив», ПАО «Диасофт», HeadHunter Group PLC, ПАО «МГТС») свидетельствуют о росте объемов продаж, прибыльности и дальнейших перспективах роста рыночных цен акций.

Динамика коэффициента P/BV характеризует превышение рыночной стоимости компаний над балансовой, что говорит также о высокой финансовой инвестиционной привлекательности. Исключением являются ПАО «МТС», VK Company Limited, Ozon Holdings PLC, которые завершили 2022 г. с отрицательным значением P/BV.

Таким образом, большинство компаний из выборки имеют высокую рыночную капитализацию и соответственно высокие или достаточные рыночные мультипликаторы. Это говорит об инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора. Росту рыночной капитализации компаний способствуют также эффективные финансовые стратегии и финансовый менеджмент, эффективное управление структурой капитала, а препятствуют – высокая долговая нагрузка. Дальнейший рост финансовой инвестиционной привлекательности требует внедрения лучших практик корпоративного управления, антикоррупционных практик, переход на ESG-принципы, включая социальные факторы, инвестиции в развитие персонала.

Для оценки влияния социальных факторов на финансовую инвестиционную привлекательность компаний нами были выбраны и оценены показатели, характеризующие управление персоналом и эффективность реализации корпоративной социальной политики в области управления персоналом.

Показатели персонала свидетельствуют о высоком уровне инвестиций в формирование и развитие человеческого капитала в компаниях, повышение квалификации сотрудников и эффективности их работы. Выбранные оценочные показатели являются рекомендованными и эталонные значения установлены на основе имеющегося опыта, экспертных мнений, оценок и рекомендаций. В частности, среднегодовая заработная плата большинства компаний цифрового сектора превышает среднеотраслевые значения.

Высокая репутация компаний из выборки, их рекомендации клиентами и принадлежность к ТОП-100 компаний цифрового сектора России по рейтингу TAdviser свидетельствуют о высоком уровне профессиональных компетенций. Это требует значительных инвестиций со стороны компаний в обучение и развитие персонала, а также социальные программы, такие как добровольное медицинское страхование, компенсации жилья и проезда, дополнительные льготы и меры финансовой поддержки. Это позволяет компаниям конкурировать за лучшие человеческие ресурсы на рынке труда, привлекать специалистов с высоким уровнем образования, опыта, квалификации. Непрерывные инвестиции в персонал способствуют развитию навыков и умений, расширению ассортимента предлагаемых услуг и росту удовлетворенности клиентов, а также повышению удовлетворенности персонала и его лояльности.

Наиболее высокие показатели заработной платы персонала имеют компании VK Company Limited, АО «Группа Позитив», ПАО «Ростелеком», HeadHunter Group PLC. В обучение и развитие персонала больше всего инвестируют, АО «Группа Позитив», ПАО «Наука-Связь», VEON Ltd, HeadHunter Group PLC, ПАО НПО «Наука», Ozon Holdings PLC, VK Company Limited. Наиболее высокие расходы на социальные программы имеют ПАО «Ростелеком», Yandex N.V., ПАО «Светофор Групп»

Для оценки влияния ESG-факторов на показатели финансовой инвестиционной привлекательности рассматриваемых компаний цифрового сектора был проведен корреляционный анализ. Данный анализ позволил определить наиболее влиятельные показатели, соответствующие ESG-факторам, и

обосновать дальнейшие управленческие меры по усовершенствованию мониторинга финансовой инвестиционной привлекательности компаний с учетом ESG-факторов, которые оказывают наиболее существенное влияние на показатели инвестиционной привлекательности.

Нами были построены корреляционные матрицы для оценки тесноты взаимосвязи между показателями экологической ответственности и финансовой инвестиционной привлекательности. В качестве факторов были рассмотрены следующие показатели:

- затраты на экологические программы, млн р.;
- сокращение выбросов загрязняющих веществ в атмосферу, %;
- сокращение объема переработанных отходов, % к предыдущему году.

Аналогично проведен расчет для показателей корпоративного управления, в качестве которых были отобраны следующие:

- гендерное равенство, % женщин в компании;
- процент обыкновенных акций в свободном обращении, %
- дивидендный доход, %.

Существенными являются прямо пропорциональные взаимосвязи, отраженные положительным коэффициентом корреляции от 0,8 до 1. В табл. Д.1 Приложения Д показано общее количество коэффициентов корреляции, соответствующих заданным требованиям.

Проведенный анализ показал, что показатель затрат на экологические программы имеет высокие положительные коэффициенты корреляции (более 0,75) с другими 45 показателями финансовой инвестиционной привлекательности из выборки компаний по данным 2018-2022 гг. Показатель сокращение выбросов загрязняющих веществ в атмосферу – с 30 показателями, показатель сокращение объема переработанных отходов – с 50 показателями из выборки компаний.

Аналогично по данным 2018-2022 гг. были проанализированы взаимосвязи между показателями корпоративного управления и финансовой инвестиционной привлекательности и выявлено, что показатель гендерного равенства имеет связь с 40 показателями, процент обыкновенных акций в свободном обращении – с 50

показателями, дивидендный доход – с 13 показателями финансовой инвестиционной привлекательности из выборки компаний.

Для сравнения показатель среднего размера заработной платы сотрудника организации в год имеет корреляции, соответствующие условиям, с 94 показателями финансовой инвестиционной привлекательности компаний из выборки; средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год – с 76 показателями; средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год – с 86 показателями соответственно.

Общее количество положительных и высоких корреляций между социальными факторами и показателями финансовой инвестиционной привлекательности по всем компаниям суммарно составляет 256, экологическими – 125, корпоративного управления – 103.

Можно подытожить, что среди ESG-факторов финансовой инвестиционной привлекательности социальные факторы, которые в проведенном анализе представлены показателями персонала, являются наиболее влиятельными. Поэтому именно эти факторы были включены в разработанную модель и на их примере рассматривается практическая имплементация модели. Однако предложенная модель может быть применена для любых других отраслей и ESG-факторов, которые будут представлять интерес для пользователей оценки или будут наиболее влияющими на показатели финансовой инвестиционной привлекательности рассматриваемых компаний.

Перейдем к более глубокому анализу корреляционных зависимостей показателей финансовой инвестиционной привлекательности от показателей персонала компаний цифрового сектора.

На основе фактических значений показателей за период 2018-2022 гг. построены корреляционные матрицы для оценки тесноты взаимосвязи между показателями персонала и финансовой инвестиционной привлекательности. Важно отметить, что для целей корреляционного анализа количество рассматриваемых показателей человеческого капитала было расширено до 6. Дополнительно в анализ включены показатели уровня удовлетворенности персонала (%), уровня текучести

персонала (%), производительности труда персонала (тыс. р./чел.) с целью получения данных о наличии взаимосвязи показателей качества управления человеческим капиталом, в том числе нерасходных, с финансовыми показателями.

Анализ показал, что наиболее тесная прямая связь обнаружена между отдельными показателями финансовой инвестиционной привлекательности компаний и показателями персонала, для которых коэффициент корреляции находится в диапазоне от 0,8 до 1¹⁾.

Среднегодовой размер заработной платы сотрудника наиболее тесно взаимосвязан с коэффициентами чистой рентабельности, активов и капитала: 4 компании из 20 имеют высокие положительные коэффициенты корреляции между данными показателями. Кроме того, расходы на социальные программы влияют на коэффициенты рентабельности 5 компаний из 20, расходы на обучение – 2 компаний из 20, уровень текучести персонала – 5 компаний из 20, производительность труда – у 4 компаний из 20, удовлетворенность персонала – у 2 компаний из 20.

У 6 компаний из 20 отмечена сильная связь между коэффициентами ликвидности и показателями персонала, из которых заработная плата и коэффициенты ликвидности показали высокую связь у 2 компаний из 20, расходы на социальные программы – у 5 компаний из 20, расходы на обучение – у 3 компаний из 20, уровень текучести персонала – у 5 компаний из 20, производительность труда – у 4 компаний из 20, уровень удовлетворенности персонала – у 2 компаний из 20.

Анализируя связь между показателями персонала и финансовой устойчивости, размер заработной платы положительно влияет на финансовую устойчивость 7 компаний из 20, расходы на обучение персонала – 6 компаний из 20, расходы на социальные программы – 6 компаний из 20, уровень текучести персонала – 5 компаний из 20, производительность труда – 5 компаний из 20, удовлетворенность персонала – 5 компаний из 20.

¹⁾ Ермакова, А.В. Оценка взаимосвязи социальных ESG-факторов с финансовой инвестиционной привлекательностью высокотехнологичных компаний на примере человеческого капитала / А.В. Ермакова. // Финансовая жизнь. – 2024. - № 2. - С. 44 – 49. – Текст: непосредственный.

Показатели деловой активности тесно связаны с уровнем заработной платы персонала у 3 компаний из 20, с расходами на обучение – у 3 компаний из 20, с расходами на социальные программы – у 4 компаний из 20, уровнем текучести персонала – у 9 компаний из 20, производительностью труда – у 7 компаний из 20, уровнем удовлетворенности персонала – у 3 компаний из 20.

Показатели рыночной стоимости также тесно связаны с показателями персонала, в частности, заработной платой персонала – у 9 компаний из 20, расходами на обучение – у 6 компаний из 20, расходами на социальные программы – у 6 компаний из 20, уровнем текучести персонала – у 7 компаний из 20, производительностью труда – у 8 компаний из 20, уровнем удовлетворенности персонала – у 7 компаний из 20.

В табл. А.1 Приложения А показано общее количество положительных и высоких коэффициентов корреляций между анализируемыми показателями. На основании результатов анализа можно сделать вывод, что наибольшее количество показателей финансовой инвестиционной привлекательности, имеющих тесную связь с показателями персонала, находятся в группе показателей деловой активности и рыночной стоимости. Это объясняется тем, что компании, которые инвестируют в развитие персонала и рост удовлетворенности сотрудников, получают дополнительные выгоды в виде добавленной рыночной стоимости, что позволяет в свою очередь сформировать оптимальную структуру капитала, повысить эффективность его использования и сократить зависимость от заемных источников финансирования.

Показатели деловой активности отражают способность компании эффективно управлять финансовым циклом, а именно, финансовыми ресурсами, формируемыми за счет дебиторской и кредиторской задолженности, и активами. Уровень квалификации персонала, напрямую зависимый от мотивации, позволяет компаниям реализовывать эффективные бизнес-стратегии, выстраивать доверительные отношения с контрагентами с выгодой для бизнеса, используя высокую деловую репутацию надежного бизнес-партнера. Это положительно влияет на финансовую инвестиционную привлекательность компании.

Также важно отметить, что анализ выявил высокий уровень отрицательной корреляции для значительного числа показателей некоторых компаний.

Однако очевидно не прослеживается тенденция однонаправленной взаимосвязи среди большей группы анализируемых компаний. Такое распределение может свидетельствовать о том, что внутренний уровень качества управления эффективностью персонала не удовлетворяет условиям финансового роста. Как рассматривалось в теоретической части работы, вопрос человеческих ресурсов и социальных программ многоуровневый и комплексный, поэтому решение задачи повышения финансовой эффективности через рост инвестиций в человеческий капитал не может достигаться только через вовлечение финансовых служб, а должно глубоко интегрироваться в стратегию компании и вовлекать все смежные подразделения. В связи с этим для компаний, имеющих значительное количество отрицательно коррелирующих показателей оценки человеческого капитала с результатами финансовой деятельности, при наличии у конкурентов ровно противоположной связи, такие результаты являются сигналом для осуществления мер по повышению эффективности управления социальной инфраструктурой силами нефинансовых подразделений. Также данные результаты дополнительно подтверждают практическую значимость проводимого исследования, так как предлагаемый алгоритм оценки финансовой результативности нефинансовых инвестиций позволяет компаниям с недостаточным уровнем эффективности избежать экономических потерь и выявить зоны роста на стадии операционной аналитики.

На основании проанализированных корреляционных связей сформирован детальный расчет рангов показателей комплексной методики оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора.

Представим результирующую таблицу 2.8 со списком отобранных показателей методики оценки финансовой инвестиционной привлекательности и присвоенных им рангов.

Предложенная методика позволяет осуществлять постоянный мониторинг изменений и своевременно выявлять критические значения интегрального

показателя финансовой инвестиционной привлекательности и принимать соответствующие меры. Интегральный индикатор позволяет выявить сильные и слабые стороны финансового состояния компании и учесть их при разработке стратегических планов развития с учетом отраслевой специфики, рыночной стоимости, финансовой устойчивости, ликвидности, деловой активности, биржевой результативности и стоимости компании, инвестиций в человеческий капитал и отдачи от человеческого ресурса, которому особое внимание уделено в методике.

Таблица 2.8 – Ранжированный список показателей, включенных в методику оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний

Показатели финансовой инвестиционной привлекательности	Ранг показателя	Весовой коэффициент, рассчитанный на основе ранга
Показатели ликвидности (Y1)		
Коэффициент текущей ликвидности	12	0,042
Коэффициент срочной ликвидности	17	0,016
Коэффициент абсолютной ликвидности	11	0,047
Показатели рентабельности (Y2)		
Рентабельность чистая	6	0,074
Рентабельность собственного капитала	3	0,089
Рентабельность активов	2	0,095
Показатели финансовой устойчивости (Y3)		
Коэффициент автономии	14	0,032
Коэффициент финансового левериджа	15	0,026
Коэффициент мобильности собственного капитала	15	0,026
Показатели персонала и управления человеческими ресурсами (Y4)		
Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	4	0,084
Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	9	0,058
Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	7	0,068

Показатели финансовой инвестиционной привлекательности	Ранг показателя	Весовой коэффициент, рассчитанный на основе ранга
Показатели деловой активности (Y5)		
Коэффициент оборачиваемости активов	8	0,063
Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	5	0,079
Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	13	0,037
Показатели рыночной стоимости (Y6)		
P/E	18	0,011
P/S	16	0,021
P/BV	10	0,053
Итого	1	0,100

Источник: Ермакова, А.В. Оценка взаимосвязи социальных ESG-факторов с финансовой инвестиционной привлекательностью высокотехнологичных компаний на примере человеческого капитала / А.В. Ермакова. // Финансовая жизнь. – 2024. - № 2. - С. 44 – 49. – Текст: непосредственный.

Таким образом, система управления персоналом компаний в цифровом секторе должна быть ключевой составляющей их финансовой стратегии. Система показателей управления персоналом в рамках финансовой и бизнес-стратегии цифровой компании позволяет провести комплексное исследование финансовой инвестиционной привлекательности и определить управление персоналом как приоритет корпоративного менеджмента, оказывающего влияние на финансовую инвестиционную привлекательность компании.

Проанализированные показатели финансовой инвестиционной привлекательности компаний традиционно используются для построения финансовой стратегии. Проведенное исследование показало, что публичные компании, имея высокую степень ликвидности и финансовой устойчивости, зависят от качества персонала и корпоративной социальной политики в целом, а значит и от социальных инвестиций. Таким образом, инвестиции в социальные ESG-факторы положительно влияют на финансовую инвестиционную

привлекательность, рыночную стоимость компании, а также корпоративное управление финансами и привлечение инвестиций для стратегического развития. Качество персонала, лояльность и приверженность, уровень квалификации и мотивации помогают компании генерировать дополнительные денежные потоки благодаря создаваемой персоналом добавленной рыночной стоимости за счет нематериальных активов, узнаваемости бренда, благоприятного имиджа и деловой репутации.

Все это повышает уровень финансовой устойчивости, платежеспособности, рыночной стоимости цифровой компании, положительно влияет на долгосрочные конкурентные позиции.

Подводя итог, следует сказать, что существующие методики оценки влияния социальных ESG-факторов на финансовую инвестиционную привлекательность являются несовершенными, поскольку оценивают лишь отдельные аспекты ESG-концепции компании, и внимание социальному фактору остается минимальным в связи со сложностью определения вклада человеческого капитала в инвестиционную привлекательность и развитие бизнеса, а также финансовые показатели. Большинство существующих методик и их показателей являются теоретическими и не позволяют отдельно оценить социальные ESG-факторы, а также не являются реальным практическим инструментарием оценки ESG-факторов компаний цифрового сектора. Существующие методологии оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний в российской практике основываются на традиционных показателях, как прибыль, рентабельность, ликвидность, рыночная стоимость и другие. При этом интеграция наиболее существенных социальных ESG-факторов в оценку финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора требует дальнейшей проработки и усовершенствования.

Для решения этой задачи нами был разработан алгоритм комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора с учетом влияния социальных ESG-факторов и представлена система его практической реализации. Проведен корреляционный анализ показателей

финансовой инвестиционной привлекательности, который показал взаимосвязь между наиболее существенными для компаний цифрового сектора социальными ESG-факторами и финансовыми показателями.

Глава 3 Предложения по повышению финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора на основе инвестиций в человеческий капитал

3.1 Отраслевой анализ ключевых интегральных индикаторов системы оценки финансовой инвестиционной привлекательности

Для формирования предложений по увеличению финансовой инвестиционной привлекательности на основе инвестиций в социальные факторы, в частности в человеческий капитал, перейдем к апробации методики оценки интегрального показателя финансово инвестиционной привлекательности, предложенной в рамках главы 2, на основе ранее сделанной выборки компаний российского цифрового сектора экономики.

Для этого были проведены подробные расчеты комплексного интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора, взятых из выборки.

В таблице 3.1 показана динамика интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности рассмотренных компаний цифрового сектора в 2018-2022 г.

Таким образом, большинство компаний (9 компаний из 20) характеризуются средним уровнем комплексной финансовой инвестиционной привлекательности, а 5 компаний из 20 – низким. Одна компания из выборки (АО «Группа Позитив») имеет высокий уровень инвестиционной привлекательности, пять компаний отличаются уровнем выше среднего.

На основе комплексного анализа финансовой инвестиционной привлекательности внутренние пользователи методики могут проводить системный мониторинг финансового состояния и эффективности, отслеживать финансовые показатели, влияющие на снижение инвестиционной привлекательности и применять управленческие решения по их повышению, а

внешние пользователи могут принимать решения о привлекательности компании для инвестиций.

Таблица 3.1 – Динамика интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора

Компании	Период				
	2018	2019	2020	2021	2022
ПАО «Ростелеком»	2,158	2,337	2,521	2,500	2,226
Яндекс Н.В.	3,205	3,589	3,542	2,700	2,611
ПАО «МТС»	2,968	2,711	2,947	3,011	2,184
АО «Софтлайн»	2,005	1,968	1,458	1,647	2,626
VK Company Limited	3,926	3,768	1,868	1,895	1,626
ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	2,111	2,111	2,647	2,589	2,616
АО «Группа Позитив»	2,653	2,421	3,274	4,168	4,216
ПАО «МГТС»	2,805	2,784	3,068	2,958	3,068
ПАО «Наука-Связь»	1,200	1,200	2,079	2,826	1,332
ПАО «Светофор Групп»	3,279	2,958	3,142	1,263	2,558
ПАО «Башинформсвязь»	2,189	2,053	1,832	1,984	1,674
VEON Ltd.	2,774	2,526	1,468	3,058	1,632
HeadHunter Group PLC	3,353	3,616	3,611	3,953	3,853
ПАО НПО «Наука»	2,705	2,668	1,526	1,811	2,584
Ozon Holdings PLC	1,484	1,758	2,205	2,184	2,221
ПАО «Группа Астра»	2,153	2,458	2,458	2,389	3,142
ПАО «Центральный телеграф»	2,979	2,974	2,763	2,989	1,984
ПАО «Донской завод радиодеталей»	2,858	2,332	2,742	2,895	2,800
ПАО «Диасофт»	4,563	3,958	4,053	3,947	3,968
ПАО «Мегафон»	2,800	2,521	2,563	3,568	3,026

Источник: составлено автором по данным финансовой отчетности МСФО

Как показал анализ, большинство рассмотренных компаний имеют среднюю финансовую инвестиционную привлекательность. Для более детального анализа

сгруппируем компании из выборки по уровню финансовой инвестиционной привлекательности на основе результатов расчета интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности. В соответствии с критериями интегрального показателя в табл. 3.2 представим группы компаний по уровню финансовой инвестиционной привлекательности.

Таблица 3.2 – Группы компаний по уровню финансовой инвестиционной привлекательности

Критерии группы	$I < 2$	$2 < I < 3$	$3 < I < 4$	$4 < I < 5$
Уровень финансовой инвестиционной привлекательности	Низкий	Средний	Выше среднего	Высокий
Компании	ПАО «Центральный телеграф» VEON Ltd. ПАО «Башинформсвязь» ПАО «Наука-Связь» VK Company Limited	ПАО «Ростелеком» Яндекс Н.В. ПАО «МТС» АО «Софтлайн» ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ» ПАО «Светофор Групп» ПАО НПО «Наука» Ozon Holdings PLC ПАО «Донской завод радиодеталей»	ПАО «Диасофт» ПАО «Мегафон» ПАО «Группа Астра» ПАО «МГТС» HeadHunter Group PLC	АО «Группа Позитив»

Источник: составлено автором

Прежде всего необходимо отследить показатели, влияющие на снижение инвестиционной привлекательности, и применять управленческие решения для их улучшения. С помощью комплексной модели по балльным оценкам легко выявить показатели, не соответствующие стандартизированным критериям.

Общей тенденцией для большинства рассмотренных компаний является невысокая ликвидность. Это связано с тем, что компании цифрового сектора отличаются длительным жизненным циклом создаваемых продуктов и с момента начала работы над проектом до его сдачи заказчику и получения оплаты проходит долгое время. Поэтому компании сталкиваются с нехваткой денежных средств и не всегда способны своевременно и полностью погасить обязательства. При этом

важно отметить, что большинство компаний имеют оценку абсолютной ликвидности значительно выше текущей ликвидности, что объясняется отраслевой спецификой структуры активов таких компаний. Как было рассмотрено ранее, компании данной отрасли чаще всего не имеют большого объема материальных оборотных и внеоборотных активов, в связи с чем практически весь их оборотный капитал представлен высоколиквидными активами в виде денежных средств и краткосрочных финансовых вложений. Для целей исследования нами было принято решение рассматривать финансовые показатели в рамках общепринятых нормативных значений, однако при практическом применении предложенной методики пользователями-экспертами могут быть скорректированы эталонные значения в соответствии со спецификой деятельности конкретной организации и отрасли.

Также среди компаний цифрового сектора прослеживается тенденция к достаточно низким показателями финансовой устойчивости, то есть высокой зависимости от заемного капитала. Данная специфика также объясняется длительным циклом проектной деятельности, которая требует значительных инвестиций при достаточно длительном сроке отдачи.

Наконец, результаты проведенной оценки подтверждают вывод о низком уровне управления социальными факторами среди российских компаний цифрового сектора. Большинство компаний из выборки получили достаточно низкие балльные оценки размера инвестиций в обучение персонала и социальные программы.

Для формирования предложений по улучшению уровня финансовой инвестиционной привлекательности с максимальной эффективностью в первую очередь необходимо ориентироваться на показатели, обладающие высоким уровнем корреляции с наибольшим количеством показателей. На данный вопрос также отвечает результирующая матрица расчетов по методологии через показатель присвоенных рангов, что позволяет пользователю оперативно ориентироваться в полученных результатах и принимать управленческие решения.

Мониторинг этих показателей, а также регулярный расчет и анализ тенденций изменения показателей ликвидности и финансовой устойчивости помогут предотвратить проблемы большинства компаний цифрового сектора. Дальнейшее применение результатов комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности и обоснование ESG-инвестиций в развитие персонала основываются на формировании статистической базы оценки взаимосвязи социальных факторов, финансовых и рыночных показателей.

Показатели человеческого капитала, которые относятся к социальным факторам и отражают результативность реализации ESG-стратегий компании, требуют особенного подхода к мониторингу и разработке методов оценки финансовой инвестиционной привлекательности человеческого капитала во взаимосвязи с инвестициями в персонал, системой мотивации, уровнем удовлетворенности и отдачи. Последние должны основываться на эффективной стратегии управления человеческими ресурсами в компании, которая включает систему и методологию оценки персонала, стратегии, планы и политики корпоративного управления, мотивации, обучения, повышения квалификации и развития персонала. Инвестиции в персонал являются необходимым условием стратегического развития компаний цифрового сектора, повышения конкурентоспособности и формирования долгосрочных преимуществ в виде создания добавленной рыночной стоимости компании благодаря генерированию дополнительных денежных потоков за счет высокого качества разрабатываемых цифровых продуктов и услуг, благоприятной деловой репутации и бренда, расширения клиентской базы и повышения лояльности клиентов.

Рассматривая компании по уровню финансовой инвестиционной привлекательности, проведем более глубокий анализ взаимосвязи показателей персонала и показателей рыночной стоимости. Выбор показателей для дальнейшего анализа объясняется тем, что проведенный ранее корреляционный анализ показал наиболее тесную взаимосвязь между рыночными показателями и показателями персонала.

В табл. 3.3 показано количество коррелируемых показателей персонала и рыночных показателей в разрезе групп компаний по уровню финансовой инвестиционной привлекательности.

Таблица 3.3 – Количество корреляций между показателями персонала и рыночными показателями в разрезе групп компаний по уровню финансовой инвестиционной привлекательности за период 2018-2022 гг.

Группы по уровню финансовой инвестиционной привлекательности	Компании	Показатели персонала						Итого
		Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	Уровень текучести персонала, %	Производительность труда, тыс. р./чел	Уровень удовлетворенности персонала, %	
Низкий	ПАО «Центральный телеграф»	0	0	0	0	1	0	1
	VK Company Limited	0	0	0	0	1	0	1
	ПАО «Наука-Связь»	1	0	3	0	1	0	5
	ПАО «Башинформсвязь»	0	0	0	0	0	0	0
	VEON Ltd.	1	0	1	1	2	0	5
Средний	Яндекс Н.В.	0	0	0	1	0	0	1
	ПАО «Ростелеком»	1	1	1	1	1	1	6
	ПАО «МТС»	1	0	1	1	2	1	6
	ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	2	2	0	0	2	0	6
	ПАО «Светофор Групп»	0	0	0	0	0	0	0
	Ozon Holdings PLC	0	0	0	1	0	0	1
	АО «Софтлайн»	0	0	0	0	0	0	0
	ПАО НПО «Наука»	0	0	0	0	0	0	0
	ПАО «Донской завод радиодеталей»	0	1	0	0	0	0	1

Группы по уровню финансовой инвестиционной привлекательности	Компании	Показатели персонала						
		Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	Уровень текучести персонала, %	Производительность труда, тыс. р./чел	Уровень удовлетворенности персонала, %	Итого
Выше среднего	HeadHunter Group PLC	0	1	0	0	0	1	2
	ПАО «Мегафон»	2	0	2	2	0	1	7
	ПАО «МГТС»	0	0	0	0	0	0	0
	ПАО «Группа Астра»	3	3	0	0	0	2	8
	ПАО «Диасофт»	1	3	0	0	2	1	7
Высокий	АО «Группа Позитив»	1	0	2	0	2	1	6

Источник: составлено автором

Анализ чувствительности в разработанной методике оценки финансовой инвестиционной привлекательности позволяет финансовым менеджерам оценить влияние изменения финансовых показателей на комплексный интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности, а также групповые интегральные индикаторы. Анализ чувствительности позволяет выявить финансовые показатели с наибольшим влиянием на финансовую инвестиционную привлекательность компании и отдельные ее составляющие (ликвидность, рентабельность, финансовая устойчивость, деловая активность, рыночная стоимость).

Методика проведения анализа чувствительности заключается в поочередном изменении отдельных финансовых показателей в определенных пределах при условии, что остальные финансовые показатели остаются неизменными. Чем больше диапазон изменения финансовых показателей, при котором интегральный

показатель финансовой инвестиционной привлекательности остается положительным, тем стабильнее финансовая инвестиционная привлекательность оцениваемой компании.

Результаты анализа чувствительности представляются в табличной или графической форме. К недостаткам метода следует отнести то, что изменение одного финансового показателя может привести к изменению другого, и данный метод является однофакторным.

Перейдем к практической реализации метода в два этапа. На первом этапе проведем оценку изменения групповых интегральных индикаторов на интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности. На втором этапе оценим влияние каждого финансового показателя на интегральный показатель и групповые индикаторы соответственно.

Для реализации метода на первом этапе в качестве изменяемых переменных были выбраны групповые интегральные индикаторы финансовой инвестиционной привлекательности: ликвидности (Y1); рентабельности (Y2); финансовой устойчивости (Y3); качества персонала и управления человеческими ресурсами (Y4); деловой активности (Y5); рыночной стоимости (Y6).

Анализ чувствительности интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности к изменению групповых интегральных индикаторов сравнивает относительное их влияние при их изменении на фиксированную величину, например, на 10%, на результирующий показатель. Анализ позволяет определить наиболее значимые групповые интегральные индикаторы, которые требуют более серьезного контроля и мониторинга изменений на практике.

На рис. 3.1 представлена обобщенная иллюстрация результатов анализа чувствительности компаний цифрового сектора из выборки.



Рисунок 3.1 – Итоги анализа чувствительности интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности к изменению групповых интегральных индикаторов компаний цифрового сектора

Источник: составлено автором

Таким образом, на примере компаний из выборки мы видим, что наиболее влиятельными на изменение интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности оказались показатели персонала и управления человеческими ресурсами (Y4). При изменении значения данного группового индикатора на 10% интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности 14 компаний из 20 (или в 70% компаний) меняется наиболее существенно в большую или меньшую сторону соответственно. При изменении показателей персонала на 10% интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора меняется от 2,63% до 7,63% в зависимости от уменьшения или увеличения группового индикатора персонала соответственно.

На 2 этапе реализации метода мы проанализировали чувствительность групповых индикаторов финансовой инвестиционной привлекательности российских компаний цифрового сектора из выборки к изменению финансовых показателей. В результате анализа получено 6 расчетных таблиц, объединяющих

расчеты для всех рассматриваемых компаний (Приложение Б, таблицы Б.1-Б.6). Для моделирования изменения группового показателя финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора из выборки процент изменения финансовых показателей составил также 10%.

Помимо вышеизложенного в Приложении Б показаны детальные результаты анализа чувствительности всех цифровых компаний из выборки в разрезе групповых индикаторов.

В таблице 3.4 представлены результаты анализа чувствительности групповых интегральных индикаторов финансовой инвестиционной привлекательности к изменению финансовых показателей компаний цифрового сектора из выборки. Таблица содержит количество финансовых показателей, наиболее существенно влияющих на групповые интегральные индикаторы финансовой инвестиционной привлекательности.

Таблица 3.4 – Итоги анализа чувствительности групповых интегральных индикаторов финансовой инвестиционной привлекательности к изменениям финансовых показателей компаний цифрового сектора

Групповые индикаторы	Количество компаний, групповые индикаторы которых оказались наиболее чувствительны к изменению отдельных показателей							
	X ₁		X ₂		X ₃		X ₄	
	ед.	%	ед.	%	ед.	%	ед.	%
ликвидности (Y1)	4	20	0	0	14	70	-	-
рентабельности (Y2)	4	20	6	30	7	35	-	-
финансовой устойчивости (Y3)	17	85	2	10	0	0	-	-
персонала (Y4)	19	95	0	0	1	5	-	-
деловой активности (Y5)	0	0	17	85	3	15	-	-
рыночной стоимости (Y6)	11	55	2	10	1	5	1	5

Источник: составлено автором

Подводя итог отметим, что групповой интегральный индикатор ликвидности зависит от изменении коэффициентов текущей и абсолютной ликвидности; групповой интегральный индикатор рентабельности – от коэффициента чистой рентабельности; групповой интегральный индикатор финансовой устойчивости – от коэффициента автономии; групповой интегральный индикатор персонала – от уровня заработной платы; групповой интегральный индикатор деловой активности – от коэффициента оборачиваемости дебиторской задолженности; групповой интегральный индикатор рыночной стоимости – от уровня прибыли на акцию. Данные финансовые показатели оказались наиболее значимыми в каждой группе.

Анализ абсолютной чувствительности позволяет определить численное отклонение комплексного интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности как при изменении значений групповых интегральных индикаторов, так и отдельных финансовых показателей. Не существует общепринятого рекомендуемого значения процента чувствительности групповых интегральных индикаторов к изменению финансовых показателей. Поэтому для выявления наиболее значимых финансовых показателей были отобраны наиболее высокие значения процентов чувствительности групповых интегральных индикаторов к изменению отдельных финансовых показателей по сравнению с остальными значениями процентов чувствительности в каждой группе показателей.

При обосновании направлений повышения финансовой инвестиционной привлекательности рассматриваемых компаний цифрового сектора необходимо ориентироваться на рассматриваемые групповые интегральные индикаторы, в первую очередь внедряя мероприятия для роста финансовых показателей, показателей рыночной стоимости и показателей персонала, к которым наиболее чувствителен интегральный показатель. К таким показателям относятся показатели группы персонала и управления человеческими ресурсами.

Проанализируем чувствительность групповых интегральных индикаторов финансовой инвестиционной привлекательности к изменению финансовых показателей с помощью имитационного моделирования методом Монте Карло. Для

этого мы использовали инструменты MS Excel, функции СЛЧИС и СЛУЧМЕЖДУ, которые выдают случайные числа с одинаковым нормальным распределением. Поскольку при нормальном распределении любое случайное число с равной вероятностью попадает в верхнюю и нижнюю границу установленного диапазона, это приводит к большому разбросу от целевого значения числа. Нам необходимо построить массив прогнозируемых финансовых показателей и рассчитать прогнозируемые интегральные показатели финансовой инвестиционной привлекательности с учетом стандартного нормального распределения.

Под стандартным понимается нормальное распределение с математическим ожиданием 0 и стандартным отклонением 1. Нормальное распределение подразумевает, что большая часть сгенерированных случайных чисел близка к базисному значению. За базовое значение случайных чисел взяты фактические финансовые показатели компаний из выборки.

Для создания массива данных с нормальным распределением мы использовали функцию НОРМОБР(СЛЧИС(); x_i ;0,1), где:

x_i – финансовый показатель в группе показателей;

i – порядковый номер периода, за который рассматривается показатель;

0,1 – параметр функции, отражающий диапазон изменения финансового показателя (от -10% до 10%).

В результате нами получен массив данных, состоящий из базисных значений финансовых показателей и групповых интегральных индикаторов, а также измененных с использованием генератора случайных чисел финансовых показателей с учетом нормального распределения вероятностей. Для измененных финансовых показателей рассчитаны значения их стандартных отклонений.

В приложении В в таблице В.1 показаны изменения каждого группового интегрального индикатора и интегрального показателя в процессе имитационного моделирования финансовых показателей.

Анализ чувствительности групповых интегральных индикаторов финансовой инвестиционной привлекательности к изменению финансовых показателей методом имитационного моделирования показал, что групповые

интегральные индикаторы ликвидности и персонала наиболее чувствительны к изменению показателей. В целом полученный результат аналогичен результату, полученному при традиционном анализе чувствительности. Метод имитационного моделирования лишь подтвердил правильность расчетов.

Данный метод также перспективно использовать для оценки эффективности разработанных мероприятий по улучшению финансовых показателей, показателей персонала и рыночной стоимости и прогнозирования результатов ESG-инвестиций.

Однако для целей имплементации рекомендации на практике рекомендуется проведение более детального моделирования результирующих показателей с применением методики регрессионного анализа.

3.2 Оценка финансового эффекта от повышения качества человеческого капитала как ключевого интегрального индикатора финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора

Повышение качества человеческого капитала является необходимым условием стратегического развития компаний цифрового сектора и роста их финансовой инвестиционной привлекательности. Для большинства менеджеров очевидно, что грамотное управление человеческим ресурсом может позволить компании добиться эффективных результатов. Предложить персоналу очевидные выгоды – значит увеличить мотивацию, производительность и лояльность. Заинтересованный, ориентированный на общий успех фирмы персонал помогает бизнесу двигаться вперед. Основная проблема заключается в том, что вложения в персонал часто воспринимаются как расходы, а не инвестиции. В рамках исследования предлагается решение данной проблемы с помощью определения направления социальных инвестиций через наиболее значимые взаимосвязи между показателями финансовой инвестиционной привлекательности и качества персонала.

Представим оценку эффективности роста инвестиций в обучение и социальную поддержку персонала во взаимосвязи с исследуемыми показателями финансовой инвестиционной привлекательности выбранных компаний цифрового сектора с помощью модели линейного регрессионного анализа, в соответствии с общей формулой:

$$Y = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_nx_n, \quad (5)$$

где n – количество факторов модели;

b_i – параметры (коэффициенты) регрессии;

x_j – регрессоры (факторы модели).

В первую очередь рассмотрим детально влияние инвестиций в персонал на основе разработки многофакторной регрессионной модели для показателей рыночной стоимости компаний, так как данная группа показателей продемонстрировала наибольшее количество тесных связей (корреляция выше 0,8) с показателями персонала по итогам корреляционного анализа.

В построенной модели фактор X_1 – средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.; X_2 – средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.; X_3 – средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р. Увеличение инвестиций в человеческий капитал на 10% соответствует повышению каждого фактора (факторы X_1 , X_2 и X_3 соответственно) по отдельности при неизменных остальных показателях модели.

В таблице 3.5 сгруппируем компании цифрового сектора по уровню интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности и отобразим изменения целевых показателей рыночной стоимости при поочередном изменении факторов инвестиций в человеческий капитал.

Таблица 3.5 – Изменения показателей рыночной стоимости при изменении инвестиций в человеческий капитал методом регрессионного анализа в разрезе групп компаний по уровню финансовой инвестиционной привлекательности, %

Уровень финансовой инвестиционной привлекательности	Компании	Показатели персонала								
		Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.			Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.			Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.		
		EPS	P/E	P/S	EPS	P/E	P/S	EPS	P/E	P/S
Низкий	ПАО «Ростелеком»	-0,5	-126,3	-133,3	10,3	-124,1	-133,5	4,6	159,0	169,4
	ПАО «МТС»	-45,6	106,4	194,7	-17,4	18,8	24,6	16,9	-47,5	-96,8
	АО «Софтлайн»	35,2	-2821,7	-72,3	2,3	185,5	-30,3	-2,4	-2004,4	-48,2
	VK Company Limited	182,6	1662,0	304,0	-22,7	-462,2	-27,2	-24,4	-206,4	-139,7
	ПАО «Наука-Связь»	-3330,0	-33,8	-3,5	3836,1	-2,2	-4,1	-1626,6	24,3	14,7
	ПАО «Башинформ-связь»	1,9	-17,4	1,7	15,0	-24,4	-9,2	5,4	-12,5	7,2
	VEON Ltd.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Средний	Яндекс Н.В.	-11,5	-77,5	-225,0	53,4	-70,2	657,4	-91,9	-334,9	254,4
	ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	16,2	-44,0	0,9	17,4	-18,0	26,7	5,1	-23,3	5,6
	ПАО «МГТС»	5,2	4,5	7,1	2,0	-2,2	4,6	7,4	-43,5	-23,1
	ПАО «Светофор Групп»	-1054,2	29443,9	-669,6	82,7	-1165,9	16,9	470,2	-12502,0	232,3
	Ozon Holdings PLC	1,0	305,1	255,1	18,2	-184,3	-135,7	9,4	122,7	130,2
	ПАО «Центральный телеграф»	-1447,5	-71,4	41,9	1028,8	22,7	-8,3	-336,7	25,0	-11,1
	ПАО «Донской завод радиодеталей»	24,0	-16,2	-249,0	18,4	-12,2	-8,3	14,1	-16,2	-4,9
	ПАО «Мегафон»	-51	11,8	65,7	-1,2	-7,4	29,6	53,7	-10,6	9,8

Уровень финансовой инвестиционной	Компании	Показатели персонала								
		Средний размер зарботной платы сотрудника организации в год, тыс. р.			Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.			Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.		
		EPS	P/E	P/S	EPS	P/E	P/S	EPS	P/E	P/S
Выше среднего	HeadHunter Group PLC	-14,5	-21,5	-43,0	55,9	-111,6	-73,8	-26,4	152,1	131,0
	ПАО НПО «Наука»	1052,8	332,5	23,5	-153,7	162,8	-15,4	-1031,0	-776,9	-32,5
	ПАО «Группа Астра»	-29,2	35,6	-89,4	19,8	-2,6	32,4	2,7	-1,4	5,1
	ПАО «Диасофт»	-0,8	-8,1	-10,1	10,3	6,8	7,1	5,0	0,1	5,0
Высокий	АО «Группа Позитив»	-6,7	-461,0	-380,7	2,3	-141,9	47,9	17,7	-92,2	145,6

Источник: Ермакова, А.В. Увеличение финансовой инвестиционной привлекательности компаний ИТ-отрасли с помощью стратегии управления социальными ESG-факторами / А.В. Ермакова. // Вестник алтайской академии экономики и права. – 2024. - №6. Ч.2. - С. 275 - 282. – Текст: непосредственный.

Как видим компании с уровнем финансовой инвестиционной привлекательности выше среднего и высоким показали рост рыночной стоимости в большей мере по сравнению с компаниями со средним и низким уровнем финансовой инвестиционной привлекательности. В разрезе отдельных факторов инвестиций в человеческий капитал средний размер расходов на обучение персонала оказал наибольшее влияние на рост EPS.

В таблицах 3.6-3.8 дана группировка компаний цифрового сектора по уровню показателей рыночной стоимости и соответствующие изменения этих показателей при моделировании изменения показателей инвестиций в персонал.

В разрезе групп компаний по уровню рыночного показателя EPS можно сделать вывод, что компании цифрового сектора с низким уровнем доходности на акцию демонстрируют значительный рост этого показателя при увеличении инвестиций в обучение персонала.

В разрезе групп компаний по уровню рыночного показателя Р/Е можно сделать вывод, что компании цифрового сектора с высоким Р/Е демонстрируют значительный рост этого показателя при увеличении инвестиций в оплату труда персонала. Напротив, компании с низким и средним значением Р/Е не показали закономерностей в виде значимого роста Р/Е при увеличении инвестиций в персонал.

Таблица 3.6 – Динамика показателей рыночной стоимости (EPS) при изменении инвестиций в человеческий капитал методом регрессионного анализа в разрезе значений показателей рыночной стоимости, %

Группы по уровню показателей рыночной стоимости	Компании	Показатели персонала		
		Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.
		EPS	EPS	EPS
Низкий (до 10)	ПАО «Ростелеком»	-0,5	10,3	4,6
	ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	16,2	17,4	5,1
	ПАО «Светофор Групп»	-1054,2	82,7	470,2
	Ozon Holdings PLC	1,0	18,2	9,4
	ПАО «Центральный телеграф»	-1447,5	1028,8	-336,7
	ПАО НПО «Наука»	1052,8	-153,7	-1031,0
	VK Company Limited	182,6	-22,7	-24,4
	ПАО «Наука-Связь»	-3330,0	3836,1	-1626,6
	ПАО «Башинформсвязь»	1,9	15,0	5,4
	VEON Ltd.	-	-	-

Группы по уровню показателей рыночной стоимости	Компании	Показатели персонала		
		Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.
		EPS	EPS	EPS
Средний (от 10 до 20)	ПАО «Группа Астра»	-29,2	19,8	2,7
	ПАО «МТС»	-45,6	-17,4	16,9
Высокий (более 20)	HeadHunter Group PLC	-14,5	55,9	-26,4
	АО «Софтлайн»	35,2	2,3	-2,4
	Яндекс Н.В.	-11,5	53,4	-91,9
	ПАО «МГТС»	5,2	2,0	7,4
	ПАО «Диасофт»	-0,8	10,3	5,0
	ПАО «Донской завод радиодеталей»	24,0	18,4	14,1
	ПАО «Мегафон»	-51	-1,2	53,7
	АО «Группа Позитив»	-6,7	2,3	17,7

Источник: Ермакова, А.В. Увеличение финансовой инвестиционной привлекательности компаний ИТ-отрасли с помощью стратегии управления социальными ESG-факторами / А.В. Ермакова. // Вестник алтайской академии экономики и права. – 2024. - №6. Ч.2. - С. 275 - 282. – Текст: непосредственный.

В разрезе групп компаний по уровню рыночного показателя P/S очевидно, что компании цифрового сектора с высоким отношением цены акции к выручке показали значительный рост этого индикатора при увеличении инвестиций в оплату труда, обучение и социальную поддержку персонала. Нельзя сделать однозначный вывод о доминировании какого-либо фактора персонала при построении модели и оценке P/S при увеличении инвестиций в персонал.

Таблица 3.7 – Динамика показателей рыночной стоимости (P/E) при изменении инвестиций в человеческий капитал методом регрессионного анализа в разрезе значений показателей рыночной стоимости, %

Группы по уровню показателей рыночной стоимости	Компании	Показатели персонала		
		Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.
		P/E	P/E	P/E
Низкий (до 10)	ПАО «Ростелеком»	-126,3	-124,1	159,0
	ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	-44,0	-18,0	-23,3
	ПАО «МГТС»	4,5	-2,2	-43,5
	АО «Группа Позитив»	-461,0	-141,9	-92,2
	Ozon Holdings PLC	305,1	-184,3	122,7
	ПАО «Донской завод радиодеталей»	-16,2	-12,2	-16,2
	АО «Софтлайн»	-2821,7	185,5	-2004,4
	VK Company Limited	1662,0	-462,2	-206,4
	ПАО «Центральный телеграф»	-71,4	22,7	25,0
	ПАО «Башинформсвязь»	-17,4	-24,4	-12,5
	VEON Ltd.	-	-	-
Средний (от 10 до 20)	HeadHunter Group PLC	-21,5	-111,6	152,1
	ПАО «Светофор Групп»	29443,9	-1165,9	-12502,0
	ПАО «МТС»	106,4	18,8	-47,5

Группы по уровню показателей рыночной стоимости	Компании	Показатели персонала		
		Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.
		P/E	P/E	P/E
Высокий (более 20)	Яндекс Н.В.	-77,5	-70,2	-334,9
	ПАО «Наука-Связь»	-33,8	-2,2	24,3
	ПАО «Мегафон»	11,8	-7,4	-10,6
	ПАО НПО «Наука»	332,5	162,8	-776,9
	ПАО «Группа Астра»	35,6	-2,6	-1,4
	ПАО «Диасофт»	-8,1	6,8	0,1

Источник: Ермакова, А.В. Увеличение финансовой инвестиционной привлекательности компаний ИТ-отрасли с помощью стратегии управления социальными ESG-факторами / А.В. Ермакова. // Вестник алтайской академии экономики и права. – 2024. - №6. Ч.2. - С. 275 - 282. – Текст: непосредственный.

Таблица 3.8 – Динамика показателей рыночной стоимости (P/S) при изменении инвестиций в человеческий капитал методом регрессионного анализа в разрезе значений показателей рыночной стоимости, %

Группы по уровню показателей рыночной стоимости	Компании	Показатели персонала		
		Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.
		P/S	P/S	P/S
Низкий (до 1)	ПАО «Ростелеком»	-133,3	-133,5	169,4
	ПАО «МТС»	194,7	24,6	-96,8
	ПАО «Донской завод радиодеталей»	-249,0	-8,3	-4,9
	VK Company Limited	304,0	-27,2	-139,7
	ПАО НПО «Наука»	23,5	-15,4	-32,5

Группы по уровню показателей рыночной стоимости	Компании	Показатели персонала		
		Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.
		P/S	P/S	P/S
Низкий (до 1)	ПАО «Башинформсвязь»	1,7	-9,2	7,2
	VEON Ltd.	-	-	-
Средний (от 1 до 2)	Ozon Holdings PLC	255,1	-135,7	130,2
	ПАО «Центральный телеграф»	41,9	-8,3	-11,1
	ПАО «Мегафон»	65,7	29,6	9,8
	АО «Софтлайн»	-72,3	-30,3	-48,2
	Яндекс Н.В.	-225,0	657,4	254,4
	ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	0,9	26,7	5,6
	ПАО «Светофор Групп»	-669,6	16,9	232,3
	ПАО «Наука-Связь»	-3,5	-4,1	14,7
Высокий (более 2)	HeadHunter Group PLC	-43,0	-73,8	131,0
	ПАО «МГТС»	7,1	4,6	-23,1
	ПАО «Группа Астра»	-89,4	32,4	5,1
	ПАО «Диасофт»	-10,1	7,1	5,0
	АО «Группа Позитив»	-380,7	47,9	145,6

Источник: Ермакова, А.В. Увеличение финансовой инвестиционной привлекательности компаний ИТ-отрасли с помощью стратегии управления социальными ESG-факторами / А.В. Ермакова. // Вестник алтайской академии экономики и права. – 2024. - №6. Ч.2. - С. 275 - 282. – Текст: непосредственный.

Итоги анализа доказали, что из трех показателей рыночной стоимости наиболее зависимым от роста инвестиций в персонал является прибыль на акцию

(EPS), очевидно, что повышение качества человеческого капитала приводит к росту прибыли при неизменном количестве акций в обращении.

В разрезе факторов персонала наиболее эффективным является повышение среднего размера расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год (X_2), поскольку в результате моделирования рост данного фактора способствует росту показателей рыночной стоимости у большинства компаний цифрового сектора из выборки.

Обобщенно на основе результатов анализа и моделирования можно сделать общий вывод, что рост инвестиций в персонал приводит к росту рыночных показателей финансовой инвестиционной привлекательности компаний. Тем не менее отрицательные результирующие показатели свидетельствуют, что некоторые компании не имеют выстроенной эффективной стратегии управления инвестициями в человеческий капитал и простое увеличение объема инвестиций может привести к отрицательным финансовым результатам.

В таких случаях компаниям необходимо до вложения финансовых средств выстроить внутреннюю стратегию управления, которая должна вовлекать все смежные и влияющие на процесс подразделения.

Далее рассмотрим возможные итоговые количественные эффекты инвестиций в человеческий капитал на общую финансовую инвестиционную привлекательность компаний, так как результаты корреляционного анализа показали наличие комплексной взаимосвязи таких инвестиций со всеми финансовыми показателями. Моделирование проводилось путем увеличения показателей эффективности управления человеческим капиталом на 10% при сохранении взаимосвязанных показателей неизменными.

Для начала рассчитаем эффект для двух крайних состояний финансовой инвестиционной привлекательности. Для этого возьмем показатели компаний АО «Группа Позитив» и ПАО «Наука-Связь», которые по итогам 2022 г. получили наиболее высокую и наиболее низкую оценку интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности (4,189 и 1,374 соответственно).

В таблице 3.9 показаны полученные уравнения регрессии для данных компаний.

Таблица 3.9 – Уравнения регрессии для моделирования интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности при повышении инвестиций в персонал для компаний из выборки

ПАО «Наука-Связь»	АО «Группа Позитив»
<i>I</i>	<i>I</i>
$Y = -2,26 + 0,19 * X_2 - 0,12 * X_3$	$Y = 0,74 + 0,04 * X_2 + 0,02 * X_3$

Источник: составлено автором

Результаты расчетов, согласно построенным моделям регрессионного анализа, даны в таблице 3.10.

Как видно по итогам анализа, рост инвестиций в персонал приводит к росту интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора при изначальном высоком уровне данного показателя. При этом влияние увеличения объема расходов на человеческий капитал на интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности для компаний с изначальным низким уровнем данного показателя не всегда является однозначно положительным.

Для компании с низким интегральным показателем финансовой инвестиционной привлекательности прогнозируется его снижение при увеличении инвестиций в обучение и рост при увеличении инвестиций в оплату труда и социальные программы.

Таблица 3.10 – Динамика интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности при изменении инвестиций в человеческий капитал методом регрессионного анализа, %

Компании	Показатели персонала		
	Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.
	<i>I</i>	<i>I</i>	<i>I</i>
ПАО «Наука-Связь»	25,8	24,4	-32,2
АО «Группа Позитив»	4,2	2,7	2,7

Источник: составлено автором

Результаты данного анализа еще раз подтверждают тезис, выдвинутый по итогам регрессионного анализа взаимосвязи инвестиций в человеческий капитал с рыночными показателями инвестиционной привлекательности компаний. Очевидно, что компании, демонстрирующие низкий уровень финансовой эффективности, при прямом увеличении расходов без дополнительных изменений в структуре управления как компанией в целом, так и человеческим капиталом, рискуют ухудшить свое финансовое состояние. Поэтому таким компаниям следует проводить регулярный комплексный анализ и мониторинг показателей финансовой инвестиционной привлекательности, заранее выявлять причины кризисного финансового состояния и наиболее важные финансовые показатели, требующие улучшения, и принимать решения об увеличении расходов только в комплексе мер по общему улучшению финансового состояния.

Для целей обобщения полученных результатов построим аналогичные регрессионные модели для всех компаний выборки.

Таблица 3.11 – Регрессионные модели для оценки изменений интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности при изменении инвестиций в человеческий капитал

Компании	Уравнение регрессии
ПАО «Ростелеком»	$Y = 5,52 - 0,01 * X_1 - 1,01 * X_2 + 0,16 * X_3$
Yandex N.V.	$Y = 3,09 + 1,11 * X_2 - 0,11 * X_3$
ПАО «МТС»	$Y = 4,94 - 0,45 * X_2$
АО «Софтлайн»	$Y = -1,76 + 0,08 * X_2 - 0,02 * X_3$
VK Company Limited	$Y = 15,42 - 0,01 * X_1 + 0,11 * X_2 + 0,12 * X_3$
ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	$Y = 0,82 + 0,003 * X_1 - 0,002 * X_2 + 0,002 * X_3$
АО «Группа Позитив»	$Y = 0,74 + 0,04 * X_2 + 0,02 * X_3$
ПАО «МГТС»	$Y = 2,48 - 0,03 * X_2 - 0,04 * X_3$
ПАО «Наука-Связь»	$Y = -2,26 + 0,19 * X_2 - 0,12 * X_3$
ПАО «Светофор Групп»	$Y = 26,05 - 0,03 * X_1 + 0,09 * X_2 + 0,26 * X_3$
ПАО «Башинформсвязь»	$Y = 2,2 - 0,3 * X_2 - 0,01 * X_3$
VEON Ltd.	$Y = -21,58 + 0,03 * X_1 - 0,09 * X_2 - 0,16 * X_3$
HeadHunter Group PLC	$Y = 2,92 + 0,06 * X_2 - 0,03 * X_3$
ПАО НПО «Наука»	$Y = 0,47 + 0,01 * X_1 - 0,14 * X_2 - 0,09 * X_3$
Ozon Holdings PLC	$Y = -0,67 - 0,03 * X_2 + 0,03 * X_3$
ПАО Группа Астра	$Y = 2,3 + 0,12 * X_2 + 0,24 * X_3$
ПАО «Центральный телеграф»	$Y = -0,55 - 0,29 * X_2 - 0,16 * X_3$
ПАО «Донской завод радиодеталей»	$Y = 0,61 + 0,12 * X_2 + 0,14 * X_3$
ПАО «Диасофт»	$Y = 6,39 - 0,01 * X_3$
ПАО «Мегафон»	$Y = 8,27 - 0,01 * X_1 - 0,10 * X_2 + 0,06 * X_3$

Источник: составлено автором

В таблице 3.12 представлены изменения интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности компаний из выборки при увеличении инвестиций в персонал на 10%. Результаты анализа показали, что повышение инвестиций в персонал приводит к стабильному росту интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности большинства

компаний цифрового сектора. Однако, рост показателя отличается у компаний с разным его уровнем. Компании с высоким уровнем финансовой инвестиционной привлекательности продемонстрировали положительные прогнозные темпы его роста при увеличении инвестиций в персонал. У компаний со средним и низким уровнем финансовой инвестиционной привлекательности наблюдается поочередно рост интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности при повышении расходов на обучение и социальные программы и сокращение при росте заработной платы персонала.

Таблица 3.12 – Динамика интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности при изменении инвестиций в человеческий капитал методом регрессионного анализа, %

Компании	Показатели персонала		
	Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.
	<i>I</i>	<i>I</i>	<i>I</i>
ПАО «Ростелеком»	-36,2	-24,8	48,8
Yandex N.V.	-10,9	36,9	-27,6
ПАО «МТС»	-5,1	-5,7	1,5
АО «Софтлайн»	11,9	1,8	-2,8
VK Company Limited	-152,0	28,8	14,2
ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	12,6	5,2	5,4
АО «Группа Позитив»	4,2	2,7	2,7
ПАО «МГТС»	3,9	-1,4	-3,0
ПАО «Наука-Связь»	25,8	24,4	-32,2
ПАО «Светофор Групп»	-164,8	3,1	64,4
ПАО «Башинформсвязь»	5,8	-3,4	2,2

Компании	Показатели персонала		
	Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.
	I	I	I
VEON Ltd.	236,9	6,6	-33,5
HeadHunter Group PLC	-2,8	9,5	-3,6
ПАО НПО «Наука»	40,8	-16,7	-12,9
Ozon Holdings PLC	13,2	-4,1	7,2
ПАО Группа Астра	-7,3	7,0	2,6
ПАО «Центральный телеграф»	31,1	-11,5	5,9
ПАО «Донской завод радиодеталей»	5,4	3,1	4,7
ПАО «Диасофт»	-5,3	0,8	-0,7
ПАО «Мегафон»	-30,5	2,6	32,3

Источник: составлено автором

Отрицательная зависимость финансовой инвестиционной привлекательности и дополнительных инвестиций в персонал для компаний с низким значением интегрального показателя при наличии обратной зависимости для компаний с высоким значением этого показателя свидетельствует о финансовой нестабильности данных компаний, необходимости повышения эффективности финансового менеджмента и роста устойчивости корпоративных финансовых стратегий к рискам и угрозам.

3.3 Рекомендации по повышению качества управления человеческим капиталом как основным фактором финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора

На основе проведенного финансового анализа, корреляционного анализа, практической реализации методики комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний, а также регрессионного моделирования изменений полученных оценок в рамках цифрового сектора целесообразно сформулировать рекомендации по повышению финансовой инвестиционной привлекательности компаний данной отрасли посредством инвестиций в социальные факторы.

Комплексный анализ структуры финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора показал значительное влияние социальных факторов, связанных с человеческим капиталом, на отдельные финансовые показатели компаний. Показатели человеческого капитала отражают эффективность ESG-инвестиций и являются индикаторами реализации бизнес-стратегии компаний. Рост финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора основывается на способности персонала создавать добавленную стоимость в виде нематериальных активов, генерировать дополнительные денежные потоки за счет высокого качества реализуемых проектов и цифровых разработок, высокой деловой репутации и бренда, расширения клиентской базы и повышения лояльности клиентов.

Для достижения амбициозных бизнес-целей цифровые компании должны не только привлекать высококвалифицированных специалистов, но и инвестировать в развитие талантов, создание эффективной стратегии управления человеческими ресурсами в компании, которая включает систему и методологию оценки персонала, стратегии, планы и политики корпоративного управления, мотивации, обучения, повышения квалификации и развития персонала. Устойчивое развитие компаний цифрового сектора требует создания стратегии управления

человеческими ресурсами, основанной на ESG-принципах и максимизации ценности сотрудников.

Рост ценности сотрудников обеспечивается как достаточным уровнем инвестиций в развитие и создание максимально комфортных условий труда, так и глубоким пониманием потребностей, стремлений, уровня удовлетворенности и отдачи, стратегического видения собственной траектории профессионального и личностного развития, мотивирующих факторов и ценностей каждого отдельного сотрудника. Одновременно необходимо учитывать уникальные факторы, влияющие на производительность, мотивацию и отдачу, сотрудников конкретных компаний. Это обеспечит комплексный вклад в устойчивый рост финансовой инвестиционной привлекательности компании цифрового сектора на основе ESG-инвестиций.

Однако как показали результаты исследования, несмотря на однозначность уровня важности инвестиций в человеческий капитал для компаний цифрового сектора в теории, на практике не могут быть сформулированы простые линейные рекомендации по увеличению расходов на персонал с гарантией однозначного финансового результата таких вложений. Поэтому должен быть сформулирован комплекс поэтапных мер, позволяющих компании провести качественную оценку своего текущего финансового состояния, оценить потенциал развития, выявить критически значимые точки роста и на основании этих результатов сформировать стратегию действий.

Меры, которые позволят оценить компании влияние увеличения нефинансовых индикаторов на интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора, можно изложить в следующих этапах и подэтапах:

Этап 1. Формирование комплексной модели оценки финансовой инвестиционной привлекательности компании.

1.1 Менеджерам компании необходимо определить нормативные значения показателей, включенных в модель. Целевые, принятые в научной литературе, общие нормативные показатели уже учтены в модели и могут не корректироваться

со стороны менеджеров. Однако, исходя из практики реализации методики, рекомендуется внести корректировки в нормативные показатели в соответствии со спецификой деятельности конкретной организации.

1.2 Присвоить «ранги» каждому показателю, включенному в модель, на основании корреляционного анализа показателей конкретной организации, в соответствии с методикой, сформулированной в исследовании.

1.3 Рассчитать результирующий интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности в соответствии с методикой. При получении значения интегрального показателя > 3 , переходить к этапу 3, в связи с высоким уровнем вероятности получения положительного эффекта от инвестиций и отсутствием необходимости внедрения мер по финансовому оздоровлению компании.

Этап 2. Проведение детального анализа групповых индикаторов результирующей модели.

2.1 Выявить показатели в группах индикаторов с низким уровнем оценки – с баллами 2 и ниже.

2.2 В случае наличия значительного количества таких показателей в группах финансовых индикаторов (группы Y_1 - Y_3 , Y_5) в первую очередь сформировать стандартные меры по финансовому оздоровлению компании. С высокой долей вероятности до получения результатов предпринятых мер нецелесообразно переходить к этапу 3 за исключением ситуаций необходимости осуществления имиджевых инвестиций, от которых не ожидается положительный экономический эффект, и в рамках модели требуется определить предельный допустимый размер снижения уровня финансовой инвестиционной привлекательности.

2.3 Определить социальные индикаторы, оказывающие наибольшее влияние на результирующий показатель, с помощью присвоенных рангов для целей сокращения количества расчетов в этапе 3, в случае ограниченности возможностей инвестиций и необходимости отобрать один показатель, дающий наибольший эффект.

Этап 3. Формирование регрессионной модели изменения интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности.

3.1 Сформировать регрессионную модель для показателей, отобранных в рамках подэтапа 2.3, в соответствии с методикой, приведенной в исследовании;

3.2 На основании полученных результатов принять решение о возможности увеличения расходов на социальную сферу. При процентном изменении результирующего интегрального показателя >0 увеличение расходов рекомендовано. При получении отрицательных результатов эффекта для показателей, для которых требуются дополнительные расходы в рамках развития стратегии соответствия ESG-принципам, перейти к этапу 4.

Этап 4. Формирование мер по улучшению стратегии управления социальными факторами.

Так как в процессе исследования эмпирически было доказано, что компании цифрового сектора с достаточным уровнем финансовой эффективности и развития стратегии управления человеческим капиталом как социальным фактором в состоянии извлекать дополнительные финансовые выгоды от увеличения расходов на развитие человеческого капитала, компаниям с неудовлетворительными результатами Этапа 3, целесообразно до начала инвестиций сформировать комплексную стратегию управления человеческим капиталом.

Предлагаемая стратегия управления человеческими ресурсами на основе ESG-принципов является составной частью общей бизнес-стратегии компании (рис. 3.2). Она представляет собой совокупность целей, задач, оценочных аналитических индикаторов бизнес-среды, методов и инструментов управления человеческими ресурсами для достижения цели максимизации финансовой инвестиционной привлекательности, а также устойчивого роста и развития компании.

Миссией стратегии является максимизация ценности человеческого ресурса, а стратегической целью – обеспечение условий для формирования и развития человеческого капитала для социально-экономического роста и развития. Субъектами управления выступают топ-менеджмент и персонал компании, ее

акционеры. Объектами управления являются показатели финансовой инвестиционной привлекательности, в частности, рыночная стоимость (капитализация) компании, финансовые результаты, показатели эффективности персонала компании.



Рисунок 3.2 – Интеграция стратегии управления человеческими ресурсами на основе ESG-принципов в общую бизнес-стратегию компании

Источник: составлено автором

Стратегия управления человеческими ресурсами на основе ESG-принципов требует концентрации на индивидуальной эффективности персонала.

По мнению В.Х.Врума, на уровень индивидуальной эффективности персонала влияют три фактора: мотивация, таланты и вовлеченность¹⁾. Влияние мотивации на эффективность работы сотрудника зависит от его способностей и талантов, а связь способностей с эффективностью зависит от мотивации. Влияние способностей и мотивации на эффективность выражается мультипликативной зависимостью.

Таким образом В.Х.Врум предполагает, что для эффективной работы людям нужны и способности, и мотивация и если что-либо из этого равно нулю, эффективной работы и вклада в финансовую эффективность компании не будет.

По мнению Л.В.Портера и И.И.Лоулера, высокая индивидуальная эффективность зависит от высокой мотивации, необходимых навыков и способностей, а также понимания своей роли в компании²⁾. Это помогает определить стратегические методы управления персоналом, основанные на ESG-принципах, которые поощряют высокие навыки и способности. Такие методы включают, например, тщательный отбор и большие инвестиции в обучение; высокую мотивацию и оплату труда, в частности премирование и оплата по результатам работы; соответствующая ролевая структура и восприятие ролей в проектах, а также планирование карьеры, коммуникации и обратная связь.

Эти методы активно применяются цифровыми компаниями, ориентированными на создание инновационных продуктов с новыми характеристиками. Таким образом, стратегия и практика управления персоналом влияют на долгосрочный устойчивый рост компании и повышение финансовой инвестиционной привлекательности.

Стратегия управления персоналом на основе ESG-принципов влияет на финансовую инвестиционную привлекательность компаний цифрового сектора через показатели инвестиций в персонал, что подтверждено исследованием в

¹⁾Vroom, V.H. Work and motivation. New York : Wiley, 1964. – 432 p. – Текст : непосредственный.

²⁾Lawler, E.E. The effect of performance on job satisfaction / E.E. Lawler, L.W. Porter // Industrial Relations. – 1967. – Vol. 7. – Issue 1. – Pp. 20–28. – Текст : непосредственный.

настоящей работе. Это объясняется тем, что стратегия и практика управления персоналом могут оказывать прямое влияние на вовлеченность, приверженность, мотивацию и навыки персонала. Если сотрудники обладают этими характеристиками, финансовая инвестиционная привлекательность компании с точки зрения надежности и репутации, качества разрабатываемых продуктов, предоставления высокого уровня обслуживания клиентов улучшится.

В компаниях цифрового сектора рост качества создаваемых продуктов и эффективного взаимодействия с партнерами и клиентами приводит к росту финансовых результатов, стоимости компании на рынке и других показателей инвестиционной привлекательности.

Стратегия управления персоналом однако влияет на финансовую инвестиционную привлекательность не напрямую, а косвенно через нефинансовые показатели, такие как репутация, доверие, лояльность клиентов и другие. То есть рассмотренные выше качества персонала, на которые влияет стратегия HRM (Human Resource Management), и которые влияют в свою очередь на финансовую инвестиционную привлекательность компании на рынке цифровых разработок. На основе этих предположений построен механизм воздействия стратегии HRM на финансовую инвестиционную привлекательность (рис. 3.3).

Стратегия управления человеческими ресурсами формирует стратегию развития компании, а практики и инструменты влияют на индивидуальную эффективность. Комплексно стратегия и практика управления человеческими ресурсами влияют на финансовую инвестиционную привлекательность компании, в частности, доходность, рыночную стоимость и другие показатели. При этом практики управления персоналом и соответствующие направления инвестиций в персонал зависят от стратегического позиционирования компании и финансовых целей. Необходимо фокусироваться на формировании уникальных характеристик персонала и проектных команд, которые будут давать синергетический и мультипликативный эффект.



Рисунок 3.3 – Механизм влияния стратегии управления человеческими ресурсами на основе ESG-принципов на показатели финансовой инвестиционной привлекательности

Источник: составлено автором

Для ускорения процесса внедрения ESG-факторов в систему оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний следует также на

государственном уровне разработать унифицированные требования к отражению социальных факторов наряду с другими ESG-факторами, обязательными для публичных компаний на рынке. Обязанность по сбору данных для оценки основных ESG-индикаторов можно возложить на корпорации, а также государство, например, Росстат. База таких данных должна находиться в публичном доступе на сайтах компаний и Росстата¹⁾.

Влияние практики управления человеческими ресурсами на финансовую инвестиционную привлекательность представлено в табл. 3.13.

Таблица 3.13 – Практики управления персоналом, влияющие на финансовую инвестиционную привлекательность

HR-практики	Влияние на инвестиционную привлекательность
Привлечение, развитие и удержание высококвалифицированных специалистов	Подбор людей в соответствии со стратегическими и оперативными задачами и целями фирмы. Привлечение и удержание сотрудников, обеспечивающие высокую эффективность и соответствующие ценностям компании.
Рост вовлеченности, приверженности и мотивации	Поощрение за инициативу приводит к тому, что сотрудники более заинтересованы в своей работе и прилагают больше усилия для достижения целей компании.
Благоприятный психологический климат	Положительный и сбалансированный психологический климат обеспечит продолжительные и гармоничные отношения между сотрудником и организацией.
Эффективный менеджмент	Культура эффективности, которая поощряет высокие результаты и достижения в проектах, качестве, сервисе, росте доходов и акционерной стоимости.
Управление вознаграждениями	Создание мотивации и вовлеченности в работу, оценка людей в соответствии с их вкладом.
Отношения работников	Методы вовлечения и взаимоотношений с сотрудниками, поощряющие приверженность и сотрудничество.
Рабочая среда – основные ценности, work-life balance, управление многообразием, безопасные условия труда.	Четкое видение и система корпоративных и личностных ценностей. Компания должна быть местом, в котором хочется работать.
Управление талантами	Привлечение талантливых и хорошо мотивированных людей, необходимых компании для достижения бизнес-целей.

¹⁾ Ермакова, А.В. Проблематика учета социальных факторов устойчивого развития при оценке финансовой эффективности компаний ИТ-сектора / А.В. Ермакова. // Финансовая жизнь – 2024. - №1. - С. 84-87. – Текст: непосредственный.

HR-практики	Влияние на инвестиционную привлекательность
Организация работы	Мотивирующие и интересные проекты, автономия и гибкость для реализации проектов и личных целей, рост удовлетворенности работой и повышение продуктивности.
Обучение и развитие	Развитие навыков и повышение профессионализма и компетентности, обучение, получение новых знаний, необходимых для достижения целей компании. Необходимо создать климат обучения – среду роста, в которой процветают самостоятельное обучение, а также наставничество.
Управление знаниями и интеллектуальным капиталом	Акцент на организационном и индивидуальном обучении, возможности для обучения и обмена знаниями.

Источник: составлено автором по данным Armstrong, M. Strategic Human Resource Management: A Guide to Action / M. Armstrong. – Kogan Page. London. – 2006. – Текст : непосредственный.

Методология оценки ESG-факторов, связанных с окружающей средой, персоналом и обществом, корпоративным управлением, должна быть интегрирована в федеральные стратегии развития отраслей и секторов, федеральных и региональных политик, стандартов ведения бизнеса, инвестиционных стратегий корпораций, потребностей потребителей в России. Глобальные тенденции к изменению правового регулирования, поведения инвесторов, контрагентов и клиентов, связанные с ESG-факторами, требуют повышенного внимания не только компаний цифрового сектора, но и государства¹⁾.

В рамках распоряжения Правительства Российской Федерации от 05.05.2017 г. № 876-р о концепции развития публичной нефинансовой отчетности предполагается формирование нормативно-правовой базы в сфере публичной нефинансовой отчетности. На сегодняшний день еще не разработан федеральный закон, регламентирующий нефинансовую отчетность, аналогично ФЗ № 208 от 27.07.2010 г., регламентирующему финансовую отчетность. Однако в рамках перечня поручений по итогам пленарного заседания с членами РСПП от 29.04.2023 г. Президентом Российской Федерации было дано указание Правительству

¹⁾ Ермакова, А.В. Проблематика учета социальных факторов устойчивого развития при оценке финансовой эффективности компаний ИТ-сектора / А.В. Ермакова. // Финансовая жизнь – 2024. - №1. - С. 84-87. – Текст: непосредственный.

Российской Федерации совместно с Банком России на рассмотрение вопроса о ежегодной публикации крупными российскими предприятиями публичной нефинансовой отчетности, что свидетельствует о востребованности формирования методико-информационной базы для будущих нормативно-правовых актов.

Наиболее актуальным документом, регламентирующим структуру нефинансовой отчетности для публичных компаний, является Приказ Минэкономразвития России от 01.11.2023 г. «Об утверждении методических рекомендаций по подготовке отчетности об устойчивом развитии». По результатам проведенного исследования предлагаются следующие рекомендации по дополнению Приказа № 764 Минэкономразвития Российской Федерации:

1. Уточнить показатель №26 перечня ключевых показателей отчетности об устойчивом развитии Приложения к методическим рекомендациям по подготовке отчетности об устойчивом развитии:

«Расходы на оплату труда, за исключением топ-менеджмента»

Исключение из оценки заработной платы топ-менеджмента позволит исключить фактор структурного дисбаланса и повысит уровень стандартизации показателя для целей дальнейшего сравнения компаний.

2. В соответствии с п.1, для обеспечения возможности расчета удельных индикаторов необходимо дополнить перечень показателем:

«Среднесписочная численность работников, за исключением топ-менеджмента»

Также для целей формирования требований к обязательной отчетности рекомендуется введение отраслевой дифференциации значимости ESG-факторов. В связи с начальной стадией внедрения ESG-принципов во внутренние стратегии управления среди российских компаний одновременное развитие всех компонентов может повлечь за собой нерациональное использование ресурсов и как следствие снижение эффективности бизнеса.

Предлагается на плановый период адаптации бизнес-процессов и проведения первичной оценки эффективности используемых инструментов управления ESG-рисками (не менее 2-х лет с момента введения) для компаний цифрового сектора

сделать обязательным для формирования публичной нефинансовой отчетности только Социальный блок показателей, как оказывающий положительное влияние на финансовую инвестиционную привлекательность и формирующий ключевые цепочки создания стоимости¹).

Таким образом, на основании практической реализации методики комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности для выборки компаний цифрового сектора было доказано, что наиболее влиятельными на изменение интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности являются показатели качества персонала и управления человеческими ресурсами, что в свою очередь позволило сформулировать комплекс поэтапных мер для оценки точек роста и формирования стратегии повышения финансовой инвестиционной привлекательности компании, в том числе за счет управления социальными ESG-факторами.

¹ Ермакова, А.В. Увеличение финансовой инвестиционной привлекательности компаний ИТ-отрасли с помощью стратегии управления социальными ESG-факторами / А.В. Ермакова. // Вестник алтайской академии экономики и права. – 2024. - №6. Ч.2. - С. 275 - 282. – Текст: непосредственный.

Заключение

В диссертационной работе проведено исследование влияния ESG-факторов на финансовую инвестиционную привлекательность компаний цифрового сектора, проведена оценка значимости статистических связей между финансовыми и ESG-показателями, а также разработана методика оценки количественного изменения финансовой инвестиционной привлекательности компаний в зависимости от ESG-инвестиций и представлена механика ее практического внедрения. Основные результаты диссертации отражают цель и задачи исследования, поставленные в работе.

1. Проведена оценка степени взаимосвязи финансовых и ESG-показателей компаний цифрового сектора.

Для целей оценки взаимосвязи финансовых и нефинансовых показателей компаний автором был выбран метод корреляционного анализа.

Анализ построен на основании данных выборки из 20 российских публичных компаний цифрового сектора за период 2018-2022 гг. Размер выборки обоснован предельными размерами рынка, в выборку включены все компании данного сектора, имеющие в публичном доступе финансовую отчетность и данные о нефинансовых результатах. Структура показателей, включенных в анализ, была сформирована на основании оценки российских и зарубежных практик проведения финансового анализа и оценки нефинансовых показателей.

Проведенный анализ показал, что экологические и факторы корпоративного управления оказывают значительно меньшее воздействие на показатели финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора. Взаимосвязь с социальными факторами наиболее высокая, что объясняется спецификой компаний цифрового сектора и зависимостью от человеческого капитала.

На основании результатов анализа сформирован вывод о том, что наибольшее количество показателей финансовой инвестиционной привлекательности, имеющих тесную связь с показателями персонала, находятся в

группе показателей деловой активности и рыночной стоимости. Это объясняется тем, что компании, которые инвестируют в развитие персонала и рост удовлетворенности сотрудников, получают дополнительные выгоды в виде добавленной рыночной стоимости, что позволяет в свою очередь сформировать оптимальную структуру капитала, повысить эффективность работы и сократить зависимость от заемных источников финансирования¹⁾.

Результаты корреляционного анализа решили следующие задачи:

- подтвердили тезисы ранее рассмотренных актуальных научных исследований о наличии тесной взаимосвязи между ESG-инвестициями и финансовыми результатами компаний;

- выявили отдельные ESG-показатели, имеющие наибольшее количество значимых статистических связей с финансовыми показателями;

- выступили информационной базой для дальнейшей разработки методики комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний.

Проведенный корреляционный анализ показателей финансовой инвестиционной привлекательности обосновал необходимость формирования методики для комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности на основе интегрального показателя, отражающего влияние как финансовых, так и нефинансовых факторов.

2. Разработана методика комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора с учетом нефинансовых показателей.

Автором сформирована методика комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности компании, основанная на расчете интегрального показателя, который в свою очередь состоит из 6 групповых интегральных показателей.

Интегральный показатель представляет собой сумму произведений весов групповых интегральных показателей и их непосредственных значений. Вес

¹⁾ Ермакова, А.В. Проблематика учета социальных факторов устойчивого развития при оценке финансовой эффективности компаний ИТ-сектора / А.В. Ермакова. // Финансовая жизнь – 2024. - №1. - С. 84-87. – Текст: непосредственный.

группового интегрального показателя определяется как сумма весов всех показателей, входящих в группу. Методика присвоения весового значения для каждого показателя сформирована на основании присвоения ему ранга в зависимости от значимости данного показателя для итоговой интегральной оценки. Значимость, в свою очередь, определяется на основании проведенного корреляционного анализа, где наибольший уровень значимости присваивается показателю с наибольшим количеством тесных корреляционных связей с другими показателями методики. Значение показателей в рамках методики предложено переводить в балльную форму с целью нормализации. Баллы распределяются от 0 до 5, где оценка 5 соответствует наилучшему результату. Наилучший результат определяется путем сравнения фактически полученных значений с эталонными, то есть принятыми в научной практике нормативными значениями или скорректированными от нормативного уровня значениями, утвержденными экспертами при проведении анализа на основании специфики деятельности конкретно оцениваемой компании.

Интегральный показатель в предложенной методике состоит из следующих групповых интегральных индикаторов финансовой инвестиционной привлекательности:

- ликвидности (Y1);
- рентабельности (Y2);
- финансовой устойчивости (Y3);
- персонала и управления человеческими ресурсами (Y4);
- деловой активности (Y5);
- рыночной стоимости (Y6).

Все показатели, включенные в методику, являются относительными и комплексно оценивают финансовую инвестиционную привлекательность компании цифрового сектора. В каждый групповой индикатор включены основные коэффициенты, которые отражают исследуемую сферу финансового менеджмента, биржевой результативности, управления персоналом максимально объективно и полно. Сформированная система коэффициентов наиболее полно описывает

особенности, специфику бизнеса и инвестиционную привлекательность компаний цифрового сектора. В методику не были включены коэффициенты, которые косвенно влияют на выбранные показатели инвестиционной привлекательности или оценивают одинаковые аспекты финансового менеджмента компании.

Разработанная методика оценки позволяет внутренним пользователям осуществлять постоянный мониторинг изменения эффективности управления внутренними ресурсами и оперативно принимать меры посредством своевременного выявления причин и внешним пользователям проводить оперативную оценку целесообразности инвестиций в рассматриваемую компанию.

3. Проведена оценка степени влияния исследуемых групп индикаторов на интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора.

Для проведения более глубокого анализа и подготовки обоснований предложений по максимизации финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора на основе ESG-инвестиций в человеческий капитал в рамках исследования был использован анализ чувствительности и имитационное моделирование методом Монте-Карло.

Анализ чувствительности позволил выявить показатели с наибольшим влиянием на финансовую инвестиционную привлекательность компании и отдельные ее составляющие (ликвидность, рентабельность, финансовая устойчивость, деловая активность, рыночная стоимость).

По результатам анализа на примере компаний из выборки наиболее влиятельными на изменение интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности оказались показатели персонала и управления человеческими ресурсами (У4). При изменении значения данного группового индикатора на 10% интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности 14 компаний из 20 (или в 70% компаний) меняется наиболее существенно в большую или меньшую сторону соответственно. При изменении показателей персонала на 10% интегральный показатель финансовой инвестиционной привлекательности компаний цифрового сектора меняется от

2,63% до 7,63% в зависимости от уменьшения или увеличения группового индикатора персонала соответственно.

Также дополнительно был проведен анализ чувствительности для каждой группы показателей к входящим в эту группу показателям для того, чтобы выявить наиболее важных показатели в каждой группе. При обосновании направлений повышения финансовой инвестиционной привлекательности рассматриваемых компаний цифрового сектора необходимо ориентироваться на групповые интегральные индикаторы, в первую очередь внедряя мероприятия для роста финансовых показателей, показателей рыночной стоимости и показателей персонала, к которым наиболее чувствительны групповые интегральные индикаторы и общий интегральный показатель.

Для верификации полученных результатов в рамках анализа чувствительности также проведено имитационное моделирование методом Монте Карло. Анализ чувствительности групповых интегральных индикаторов финансовой инвестиционной привлекательности к изменению отдельных показателей методом имитационного моделирования выявил, что групповые интегральные индикаторы ликвидности и персонала наиболее чувствительны, что подтвердило полученный результат при традиционном анализе чувствительности.

4. Разработана методика оценки количественного эффекта на изменение финансовой инвестиционной привлекательности компаний в зависимости от увеличения объема инвестиций, направленных на повышение рейтинговой оценки ESG-компонент (на примере компонента S, «Социальная ответственность»).

Данный этап работы решает основную проблему, с которой сталкиваются менеджеры при необходимости внедрения ESG-принципов, и которая заключается в том, что ESG-инвестиции часто воспринимаются как расходы, а не инвестиции. В рамках исследования решение данной проблематики рассматривается с помощью определения направления ESG-инвестиций через наиболее значимые взаимосвязи между показателями финансовой инвестиционной привлекательности. Для этого оценка эффективности роста инвестиций в обучение

и социальную поддержку персонала представляется во взаимосвязи с исследуемыми показателями финансовой инвестиционной привлекательности выбранных компаний цифрового сектора с помощью модели линейного регрессионного анализа.

В первую очередь детально было рассмотрено влияние инвестиций в персонал на основе разработки многофакторной регрессионной модели для показателей рыночной стоимости компаний, так как данная группа показателей выявила наибольшее количество тесных связей (корреляция выше 0,8) с показателями персонала по итогам корреляционного анализа.

По результатам анализа компании с уровнем финансовой инвестиционной привлекательности выше среднего и высоким показали рост рыночной стоимости в большей мере по сравнению с компаниями со средним и низким уровнем финансовой инвестиционной привлекательности. В разрезе отдельных факторов инвестиций в человеческий капитал средний размер расходов на обучение персонала оказал наибольшее влияние на рост EPS.

Далее были изучены возможные итоговые количественные эффекты инвестиций в человеческий капитал на общую финансовую инвестиционную привлекательность компаний через интегральный показатель. Результаты данного анализа подтвердили тезис, выдвинутый по итогам регрессионного анализа взаимосвязи инвестиций в человеческий капитал с рыночными показателями инвестиционной привлекательности компаний.

Компании, демонстрирующие низкий уровень финансовой эффективности, при прямом увеличении расходов без дополнительных изменений в структуре управления как компанией в целом, так и человеческим капиталом, рискуют ухудшить свое финансовое состояние. Поэтому таким компаниям следует проводить регулярный комплексный анализ и мониторинг показателей финансовой инвестиционной привлекательности, заранее выявлять причины кризисного финансового состояния и наиболее важные финансовые показатели, требующие улучшения, и принимать решения об увеличении затрат только в комплексе мер по общему улучшению финансового состояния.

5. Предложена система мер по управлению инвестициями в устойчивое развитие компаний, заключающаяся в прогнозировании изменений интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности с помощью разработанной комплексной методики.

В рамках формирования рекомендаций по повышению уровня финансовой инвестиционной привлекательности во взаимосвязи с повышением качества управления социальными факторами сформулированы меры, представленные в виде 4 основных этапов и 9 вспомогательных этапов.

Первый этап мер включает в себя формирование комплексной модели оценки финансовой инвестиционной привлекательности для оцениваемой компании.

Второй этап представляет собой проведение детального анализа групповых индикаторов результирующей модели.

Третий этап заключается в формировании регрессионной модели изменения интегрального показателя финансовой инвестиционной привлекательности оцениваемой компании.

Четвертый заключительный этап состоит из формирования мер по улучшению стратегии управления социальными факторами.

Предлагаемая стратегия управления человеческими ресурсами на основе ESG-принципов является составной частью общей бизнес-стратегии компании. Она представляет собой совокупность целей, задач, оценочных аналитических индикаторов бизнес-среды, методов и инструментов управления человеческими ресурсами для достижения максимизации финансовой инвестиционной привлекательности, а также устойчивого роста и развития компании. Миссией стратегии является максимизация ценности человеческого ресурса, а стратегической целью – обеспечение условий для формирования и развития человеческого капитала для социально-экономического роста и развития. Субъектами управления выступают топ-менеджмент и персонал компании, ее акционеры. Объектами управления являются показатели финансовой инвестиционной привлекательности, в частности, рыночная стоимость

(капитализация) компании, финансовые результаты, показатели эффективности персонала компании.

С целью ускорения процесса внедрения ESG-факторов в систему оценки финансовой инвестиционной привлекательности компаний также сформулированы рекомендации для государственных регуляторов по унификации определений ESG-факторов, централизации статистической информации, а также формированию обязательных требований к нефинансовой отчетности публичных компаний.

Список сокращений и условных обозначений

ВВП – валовый внутренний продукт

ИТ – информационные технологии

МСФО – международные стандарты федеральной отчетности

ООН – организация объединенных наций

ООО – общество с ограниченной ответственностью

ПАО – публичное акционерное общество

РСПП – Российский союз промышленников и предпринимателей

ФПК – федеральная промышленная компания

B2B – business to business, вид коммерческих отношений

B2C – business to consumer, вид коммерческих отношений

ESG – environmental, social and government, набор стандартов

IPO – initial public offering, процесс перехода компаний

M&A – mergers and acquisitions, объединение компаний

VBM – value based management, система оценки

Список литературы

Нормативные правовые акты

1. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 05.05.2017 г. № 876-р «Концепция развития публичной нефинансовой отчетности». – Текст: электронный // Правительство России: официальный сайт – URL: <http://government.ru/docs/all/111498/> (дата обращения: 18.05.2024). – Режим доступа: свободный.
2. Приложение к информационному письму Банка России от 13.06.2023 г. № ИН-02-28/44. Рекомендации по раскрытию финансовыми организациями информации в области устойчивого развития: Вестник Банка России № 45 (2441) 21 июня 2023. – Текст: электронный // Банк России: официальный сайт – URL: <https://cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/6233> (дата обращения: 18.05.2024). – Режим доступа: свободный.
3. Приложение к приказу Минэкономразвития России от 01.11.2023 № 764. Методические рекомендации по подготовке отчетности об устойчивом развитии. – Текст: электронный // Минэкономразвития России: официальный сайт – URL: https://www.economy.gov.ru/material/file/70c9039795779d4b5b55c3fb8066afd3/764_2023-11-01.pdf (дата обращения: 18.05.2024). – Режим доступа: свободный.

Монографии, учебники, статьи

4. Адаменко, А.А. Финансовые активы: понятие и оценка / А.А. Адаменко, Т.Е. Хорольская, В.С. Горшков // Вестник Академии знаний. – 2019. – № 5 (34). – С. 272-277. – Текст: непосредственный.
5. Аксенов, В.В. Роль финансовых активов в формировании механизмов устойчивого развития и инновационной стратегии высокотехнологичных предприятий / В.В. Аксенов // Terra economicus. – 2011. – №4. – Часть 3. – 66 с. – Текст: непосредственный.
6. Акаткин, Ю.М. Цифровая экономика: концептуальная архитектура экосистемы цифровой отрасли / Ю.М. Акаткин, О.Э. Карпов, В.А. Конявский, Е.Д.

Ясиновская // Бизнес-информатика. – 2017. – № 4 (42). – С. 17-28. – Текст: непосредственный.

7. Акбердина, В.В. Трансформация промышленного комплекса России в условиях цифровизации экономики / В.В. Акбердина // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2018. – Т. 19. – № 3. – С. 82-99. – Текст: непосредственный.

8. Акимкин, В.П. Методика оценки корпоративной социальной ответственности предпринимательских структур с учётом эффективности их деятельности / В.П. Акимкин // Вестник ОРЕЛГИЭТ. – 2014. – Сер. 4. – № 30. – С. 11-16. – Текст: непосредственный.

9. Бардовский, В.П. Управление человеческими ресурсами в организациях сектора информационных технологий / В.П. Бардовский, Л.В. Плахова // Вестник ОрелГИЭТ. – 2018. – № 1 (43). – С. 48-52. – Текст: непосредственный.

10. Басовский, Л.Е. Экономический анализ хозяйственной деятельности: учеб. пособие / Л.Е. Басовский, А.М. Лунева, А.Л. Басовский. – М.: ИНФРА-М. – 2019. – 222 с. – Текст: непосредственный.

11. Батаева, Б.С. Влияние раскрытия ESG-показателей на финансовые результаты российских публичных компаний / Б.С. Батаева, А.Д. Кокурина, Н.А. Карпов // Управленец. – 2021. – Т. 12. – № 6. – С. 20–32. – Текст: непосредственный.

12. Беккер, Г.С. Человеческое поведение: экономический подход. – М.: ГУ ВШЭ. – 2003. – 672 с. – Текст: непосредственный.

13. Беликов, И.В. Три буквы, важные для инвестора. Как в России соответствовать современному принципу ESG. URL: <https://www.vtimes.io/2021/01/28/tri-bukvivazhnie-dlya-investorov-a2805> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

14. Беляева, И.Ю., Данилова, О.В. Корпоративные стратегии и технологии в условиях глобальных вызовов: моногр. – М.: Кнорус. – 2021. – 512 с. – Текст: непосредственный.

15. Беляева, И.Ю. ESG-факторы как инструмент формирования деловой репутации / И.Ю. Беляева, Н.П. Козлова, О.В. Данилова // Вестник Астраханского

государственного технического университета. Серия: Экономика. – 2021. – №4. – С. 15-21. – Текст: непосредственный.

16. Богатырева, В.В. Человеческий капитал как значимая часть активов организации / В.В. Богатырева, Д.А. Панков // Вестник Полоцкого государственного университета. 2007. URL: <https://core.ac.uk/download/323515430.pdf> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

17. Босых, Н.Б. Формирование и организация работы проектной команды как инструмент развития инновационных навыков / Н.Б. Босых // Инновационная наука. – 2017. – Т. 1. – № 4. – С. 42-45. – Текст: непосредственный.

18. Бочаров, В.В. Финансовый анализ. – СПб.: Питер. – 2012. – 240 с. – Текст: непосредственный.

19. Бычкова, С.Г. Экологическая составляющая устойчивого развития: системы показателей, используемые в международной статистической практике / С.Г. Бычкова // Вестник университета. – 2012. – № 1. – С. 10–14. – ISSN 1816-4277. – Текст: непосредственный.

20. Вашакмадзе, Т. Влияние показателя ESG на будущую капитализацию компании. Эмпирическое тестирование на американском фондовом рынке / Т. Вашакмадзе // Финансовая жизнь. – 2013. – № 4. – С. 63-70. – Текст: непосредственный.

21. Вейлер, В.П. Российский сектор информационно-коммуникационных технологий: проблемы и перспективы развития / В.П. Вейлер // Вестник Брянского государственного университета. – 2011. – № 3. – С. 74-81. – Текст: непосредственный.

22. Воронина, М.В. Финансовый менеджмент: учебник для бакалавров / М. В. Воронина. – 2-е изд., стер. – Москва: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2020. – 384 с. – Текст: непосредственный.

23. Вострикова, Е.О. ESG-критерии в инвестировании: зарубежный и отечественный опыт / Е.О. Вострикова, А.П. Мешкова // Финансовый журнал. – 2020. – Т. 12. – № 4. – С. 117–129. – Текст: непосредственный.

24. Глазьев, С.Ю. О новой парадигме в экономической науке / С.Ю. Глазьев // Государственное управление. Электронный вестник. – 2016. – № 56. – С. 5–39. – Текст: непосредственный.

25. Григорьева, А.В. Методы финансовой диагностики деятельности организации в современных условиях хозяйствования / А.В. Григорьева // Вектор экономики. – 2020. – № 5(47). – С. 5. – Текст: непосредственный.

26. Гукова, А.В. Управление предприятием. Финансовые и инвестиционные решения. Учебное пособие / Под общ. ред. Гукова А.В., Аникина И.Д., Беков Р.С. – М.: Финансы и статистика. – 2012. – 185 с. – Текст: непосредственный.

27. Гурьева, Е.Н. Современные проблемы управления финансовыми активами / Е.Н. Гурьева, А.Ч. Хон // Экономика и эффективность организации производства. Сборник научных трудов. – Брянск, 2010. – Текст: непосредственный.

28. Друкер, П. Эффективное управление предприятием / П. Друкер. – М.: Вильямс. – 2008. – 224 с. – Текст: непосредственный.

29. Ермакова, А.В. Влияние нефинансовых факторов на финансовые активы компании / А.В. Ермакова. // Аудиторские ведомости. – 2022. - № 4. - С. 64-67. – Текст: непосредственный.

30. Ермакова, А.В. Проблематика учета социальных факторов устойчивого развития при оценке финансовой эффективности компаний ИТ-сектора / А.В. Ермакова. // Финансовая жизнь – 2024. - №1. - С. 84-87. – Текст: непосредственный.

31. Ермакова, А.В. Методика комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности высокотехнологичных компаний / А.В. Ермакова. // Первый экономический журнал. – 2024. - №6 (348) - С. 80-86. – Текст: непосредственный.

32. Ермакова, А.В. Оценка взаимосвязи социальных ESG-факторов с финансовой инвестиционной привлекательностью высокотехнологичных компаний на примере человеческого капитала / А.В. Ермакова. // Финансовая жизнь. – 2024. - № 2. - С. 44 – 49. – Текст: непосредственный.

33. Ермакова, А.В. Теоретико-методологическая оценка ключевых интегральных индикаторов системы оценки финансовой инвестиционной привлекательности / А.В. Ермакова. // Первый экономический журнал. – 2025. – №4 (358) – С. 52–56. – Текст: непосредственный.

34. Ермакова, А.В. Увеличение финансовой инвестиционной привлекательности компаний ИТ-отрасли с помощью стратегии управления социальными ESG-факторами / А.В. Ермакова. // Вестник алтайской академии экономики и права. – 2024. - №6. Ч.2. - С. 275 - 282. – Текст: непосредственный.

35. Ермакова, А.В. Методология разработки комплексной системы оценки финансовой эффективности ИТ-компании / А.В. Ермакова. // Вестник Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова. Вступление. Путь в науку. – 2022. – Т.12, № 1 (37), С. 5-13. – Текст: непосредственный.

36. Ермакова, А. В. Особенности финансового анализа ИТ-компаний / А. В. Ермакова // XXXV international Plekhanov readings : Юбилейный сборник статей аспирантов и молодых ученых на английском языке, Moscow, 25 марта 2022 года. – Moscow: Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова, 2022. – Р. 37-42. – Текст: непосредственный.

37. Ермоленко, А.А. Теоретическое обоснование сущности финансовых активов / А.А. Ермоленко, А.Е. Миллер // Потенциал российской экономики и инновационные пути его реализации: материалы международной научно-практической конференции студентов и аспирантов. – Омск, 2016. – С. 181-183. – Текст: непосредственный.

38. Житлухина, О.Г. О необходимости введения в теоретические основы и в нормативные документы по бухгалтерскому учету и финансовой отчетности понятий и механизмов, связанных с финансовыми инструментами / О.Г. Житлухина // Вестник Иркутского государственного технического университета. – 2015. – № 1 (96). – С. 151-156. – Текст: непосредственный.

39. Жукова, Е.В. ESG-факторы и ответственное инвестирование в фокусе стратегического развития / Е.В.Жукова, О.Ю.Кириллова // Научные исследования

и разработки. Экономика фирмы. – 2021. – Т. 10. – № 3. – С. 4–11. – ISSN 2587–6287. – Текст: непосредственный.

40. Завьялова Е.К. Анализ эффективности использования человеческого капитала (на примере российских компаний нефтегазового сектора). Научные доклады. / Е.К. Завьялова, Д.Г. Кучеров, С.В. Кошелева, В.С. Цыбова, А.И. Алсуфьев. – СПб.: Высшая школа менеджмента СПбГУ. – 2014. – 54 с. – Текст: непосредственный.

41. Зиндер, Е.З. Методы архитектурного подхода для обеспечения результативности и эффективности электронного правительства: учебное пособие / Е.З. Зиндер. – СПб: НИУ ИТМО. – 2013. – 138 с. – Текст: непосредственный.

42. Кабанцева, Н.Г. Финансы: учебное пособие / Кабанцева Н.Г. – Саратов: Ай Пи Эр Медиа. – 2010. – 296 с. – Текст: непосредственный.

43. Кабир, Л.С. Социально-ответственное инвестирование: тренд или временное явление / Л.С. Кабир // Экономика и управление. – 2017. – № 4. – С. 35–41. – Текст: непосредственный.

44. Кадилов Н.Т. Влияние человеческого капитала на результативность новых предпринимательских команд: обзор эмпирических исследований / Н.Т. Кадилов // Известия Дальневосточного федерального университета. Экономика и управление. – 2020. – № 1. – С. 81–92. – Текст: непосредственный.

45. Казанцев, А.К. Информационно-технологические ресурсы российской экономики / А.К. Казанцев, Е.Г. Серова, Л.С. Серова, Е.А. Руденко. – Санкт-Петербург: Издательский дом Санкт-Петербургского государственного университета. – 2007. – 264 с. – Текст: непосредственный.

46. Кандрашина, Е.А. Финансовый менеджмент: учебник / Е.А. Кандрашина. – Саратов: Ай Пи Эр Медиа. – 2019. – 200 с. – Текст: непосредственный.

47. Каплан, Р.С. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию / Р.С. Каплан, Д.П. Нортон. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес». – 2003. – 304 с. – Текст: непосредственный.

48. Кириллова, О.Ю. ESG-факторы и ответственное инвестирование в фокусе стратегического развития / О.Ю. Кириллова, Е.В. Жукова // Научные исследования

и разработки. Экономика фирмы. – 2021. – Т. 10. – № 3. – С. 4-11. – Текст: непосредственный.

49. Клейнер, Г.Б. Системно-интеграционная теория предприятия / Г.Б. Клейнер // Montenegrin Journal of Economics. – 2005. – Vol. 1. – № 2. – С. 21–40. – Текст: непосредственный.

50. Колчина, Н.В. Финансы организаций (предприятий): учебник / Н.В. Колчина. – М.: ЮНИТИ – ДАНА. – 2012. – 407 с. – Текст: непосредственный.

51. Корнейчук, Б.В. Экономика труда. – М.: Гардарики. – 2007. – 278 с. – Текст: непосредственный.

52. Королёва, Н.В. Перспективы информационного сектора экономики в Российской Федерации / Н.В. Королёва, В.М. Соленая // Вектор экономики. – 2019. – № 2 (32). URL: http://www.vectoreconomy.ru/images/publications/2019/2/economic_theory/Koroleva_Solenaya.pdf. (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

53. Критский, М.М. Человеческий капитал. Ленинград: Изд-во Ленингр. университет. – 1991. – 17 с. – Текст: непосредственный.

54. Лев, Б. Нематериальные активы: управление, измерение, отчетность. – М.: КвинтоКонсалтинг. – 2003. – 240 с. – Текст: непосредственный.

55. Лещенко, О.А. Методика оценки эффективности деятельности компаний в сфере КСО / О.А. Лещенко, Е.В. Корчагина // Менеджмент в России и за рубежом. – 2014. – № 5. URL: http://dis.ru/library/557/28442/?sphrase_id=23573 (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

56. Лимитовский, М.А. Корпоративный финансовый менеджмент: учебно-практическое пособие / М.А. Лимитовский, В.П. Паламарчук, Е.Н. Лобанова; ответственный редактор Е. Н. Лобанова. – Москва: Издательство Юрайт. – 2019. – 990 с. – Текст: непосредственный.

57. Мазур, Н.З., Попова, А.В. Демьянец, Е.А. Величина нематериальных активов предприятий Российской Федерации: Веб-сайт «ВКО Интеллект». URL: <https://www.vko-intellekt.ru/media-center/velichina-nematerialnyh-aktivov-predpriyatij-rossii/> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

58. Макшанова, И.К. Проблемы формирования проектной команды на высокотехнологичных предприятиях / И.К. Макшанова, В.Е. Цветкова, В.Е. Цветков // Проблемы экономики, организации и управления в России и мире. Материалы XVII международной научно-практической конференции. Ответственный редактор Н.В. Уварина. – 2018. – С. 140-142. – Текст: непосредственный.

59. Малхасьян, Д.К. Диагностика финансового состояния организации сферы гостиничного бизнеса / Д. К. Малхасьян, М. В. Россинская // The Scientific Heritage. – 2019. – № 42-3(42). – С. 16-18. – Текст: непосредственный.

60. Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 1. Соч. 2-е изд. Т. 23. / К. Маркс, Ф. Энгельс. – М.: Политиздат. – 1960. – 908 с. – Текст: непосредственный.

61. Мельников, О.Н. Факторы, влияющие на управление формированием нематериальных активов высокотехнологичных предприятий / Мельников О.Н., Куркотова Н.Ю. // Российское предпринимательство. – 2004. – № 10. – С. 65-71. – Текст: непосредственный.

62. Михненко, П.А. Экономико-статистический анализ факторов роста производительности труда на российских промышленных предприятиях / П.А. Михненко // Управленческие науки. – 2021. – Т. 11. – № 2. – С. 6–23. – Текст: непосредственный.

63. Назарова, В.В. Оценка эффективности корпоративной социальной деятельности для улучшения деятельности компании» / В.В. Назарова // Современные проблемы и перспективы развития туризма, сервиса и сферы услуг. Международный центр научно-исследовательских проектов (Киров). – 2012. – С. 84-94. URL: <http://elibrary.ru/item.asp?id=18753850> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный. -Режим доступа: Науч. электрон. б-ка eLIBRARY.RU для зарегистр. пользователей.

64. Ольберг, Д.В. ESG-стратегии на пространстве стран СНГ / Д.В. Ольберг // Инновации. Наука. Образование. – 2021. – № 37. – С. 211-219. – Текст: непосредственный.

65. Орехова, С.В. Управление возрастающей отдачей высокотехнологичной бизнес-модели в промышленности: классические и экосистемные эффекты / С.В. Орехова, А.В. Мисюра, Е.В. Кислицын // Управленец. – 2020. – Т. 11. – № 4. – С. 43-58. – Текст: непосредственный.

66. Павлюкова, А.В. Финансовая диагностика в системе анализа рисков финансово-хозяйственной деятельности предприятия / А.В. Павлюкова // Глобальные проблемы научной цивилизации, пути совершенствования: Материалы XV Международной научно-практической конференции. В 2-х частях, Ставрополь, 28 февраля 2022 года. – Часть 1. – Ставрополь: Общество с ограниченной ответственностью "Ставропольское издательство "Параграф". – 2022. – С. 496-500. – Текст: непосредственный.

67. Папова, Л.В. Активы организации и их классификация / Л.В. Папова А.П. Кочергина, А.Р. Кадыров // Современная экономика: проблемы, перспективы, информационное обеспечение. Материалы VI международной научной конференции, посвященной 95-летию Кубанского ГАУ и 15-летию кафедры теории бухгалтерского учета. – 2017. – С. 149-153. – Текст: непосредственный.

68. Паюсов, А.А. Финансово-инвестиционная привлекательность хозяйствующего субъекта: специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»: автореферат на соискание ученой степени кандидата экономических наук: / Паюсов Андрей Александрович, «Уральский государственный экономический университет», 2009. – 24 с. – Текст: непосредственный.

69. Паюсов, А.А. Финансово-инвестиционная привлекательность хозяйствующего субъекта: специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»: автореферат на соискание ученой степени кандидата экономических наук: / Паюсов Андрей Александрович, «Уральский государственный экономический университет», 2009. – 24 с. – Текст: непосредственный.

70. Петренко, Л.Д. ESG-критерии в практике принятия инвестиционных решений / Л.Д. Петренко // Международный научно-исследовательский журнал. – 2020. – № 11 (101). – С. 100-102. – Текст: непосредственный.

71. Розанова, Н.М. Экономический анализ отрасли информационных технологий: мировой опыт и реальность России / Н.М. Розанова // Terra Economicus. – 2009. – Т. 7. – № 3. – С. 42-57. – Текст: непосредственный.

72. Савченко, А.А. К методологии оценки корпоративной социальной деятельности / А.А. Савченко // Вестник С.-Петерб. ун-та. – 2009. – Сер. 8. – Вып. 4. – С. 78. – Текст: непосредственный.

73. Сахаров, А.Г. Перспективы реализации Целей устойчивого развития ООН в России / А.Г.Сахаров, О.И.Колмар // Вестник международных организаций: образование, наука, новая экономика. – 2019. – Т. 14. – № 1. – С. 189–206. – ISSN 1996–7845. – Текст: непосредственный.

74. Симонова, М.Д. Развитие отечественных компаний на российском и мировом рынке информационных технологий: статистический анализ / М.Д. Симонова // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2020. – Т. 222. – № 2. – С. 266-279. – Текст: непосредственный.

75. Синянская, Е.Р. Управление человеческим капиталом организации / Е.Р. Синянская. – Екатеринбург: Изд-во Урал. ун-та. – 2014. – 64 с. – Текст: непосредственный.

76. Смит, А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: Соцэкгиз. – 1962. – 684 с. – Текст: непосредственный.

77. Сунгатуллина, Л.Б. Финансовая диагностика деятельности экономического субъекта / Л.Б. Сунгатуллина, Ю.И. Чупова // Бухгалтерский учет в бюджетных и некоммерческих организациях. – 2020. – № 6(486). – С. 16-22. – Текст: непосредственный.

78. Сухарев, О.С. Информационный сектор экономики: проблемы развития / О.С. Сухарев // Журнал экономической теории. – 2007. – № 1. – С. 76-95. – Текст: непосредственный.

79. Сухарев, О.С. Теория эффективности экономики: монография / О.С. Сухарев. – Москва: Финансы и статистика. – 2009. – 369 с. – Текст: непосредственный.

80. Петти, У. Экономические и статистические работы / У. Петти. – М.: Соцэкгиз. – 1940. – 324 с. – Текст: непосредственный.

81. Темирканов, А.А. Идентификация финансовых активов в процессе оценки их стоимости / А.А. Темирканов // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2018. – Том 8. – № 12А. – С. 126-132. – Текст: непосредственный.

82. Теплова, Т.В. Корпоративные финансы в 2 ч. Часть 1: учебник и практикум для академического бакалавриата / Т.В. Теплова. – Москва: Издательство Юрайт. – 2019. – 390 с. – Текст: непосредственный.

83. Ткачук, М.И. Финансовый менеджмент / М.И. Ткачук. – Минск: ТетраСистемс. – 2012. – 112 с. – Текст: непосредственный.

84. Тульчинский, Г.Л. Корпоративная социальная ответственность: технологии и оценка эффективности: учебник / Г.Л. Тульчинский. – М.: Юрайт. – 2014. – 145 с. – Текст: непосредственный.

85. Туроу, Л. Будущее капитализма. Как сегодняшние экономические силы формируют завтрашний мир / Л. Туроу. – Новосибирск: Сибирский хронограф. – 1999. – 430 с. – Текст: непосредственный.

86. Федорова, Е.А. Влияние нефинансовой информации на основные показатели российских компаний / Е.А. Федорова, Д.О. Афанасьев, Р.Г. Нерсесян, С.В. Ледяева // Журнал Новой экономической ассоциации. – 2020. – № 2 (46). – С. 73-96. – Текст: непосредственный.

87. Флек, М.Б. Эвристический подход в системе оценки человеческого капитала предприятия / М.Б. Флек, Е.А. Угнич // Научно-технические ведомости СПбГПУ. Экономические науки. – 2021. – Т. 14. – № 5. – С. 72–91. – Текст: непосредственный.

88. Флек, М.Б. Трансформация системы управления предприятием: от найма работников к человеческому капиталу / М.Б. Флек, Е.А. Угнич // Экономика и

управление: проблемы, решения. – 2021. – Т. 1 – № 1 (109). – С. 113–124. – Текст: непосредственный.

89. Фокина, О.М. Экологические, социальные и корпоративно-управленческие факторы в системе принципов ООН по ответственному инвестированию / О.М.Фокина, Е.А.Серебрякова // Финансы, экономика, стратегия. Серия «Инновационная экономика: человеческое измерение». – 2015. – № 6. – С. 25–27. – ISSN 1995–7637. – Текст: непосредственный.

90. Фридман, А.М. Финансы организации (предприятия): учебник / А.М. Фридман. – М.: Дашков и К. – 2014. – 488 с. – Текст: непосредственный.

91. Цыгалов, Ю.М. Политики и процедуры ESG-преобразования российских компаний / Ю.М. Цыгалов, С.А. Стрижов // Управленческое консультирование. – 2022. – № 7. – С. 88-95. – Текст: непосредственный.

92. Шаш, Н.Н. Влияние социально ответственного инвестирования на финансовые показатели и стоимость компании / Н.Н. Шаш, Н.Д. Досаева // *Revistă științifică progresivă*. – 2020. – Т. 3. – № 2 (4). – С. 27–32. – Текст: непосредственный.

93. Шемякина, Т.Ю. Применение esg-факторов в инвестиционных строительных проектах / Т.Ю. Шемякина // Вестник ГУУ. – 2021. – №3. – Текст: непосредственный.

94. Шихвердиев, А.П. Качественный индекс социальных инвестиций как показатель эффективности корпоративной социальной ответственности / А.П. Шихвердиев, А.В. Серяков // Устойчивый бизнес. – 19 мая 2009. URL: <http://csrjournal.com/2033-kachestvennyjj-indeks-socialnykh-investicijj-kak.html> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

95. Шнайдер, О.В. Устойчивое развитие: цель, задачи, условия, концепция / О.В. Шнайдер // Научный вектор Балкан. – 2019. – Т. 3. – № 3 (5). – С. 98–101. – ISSN 2603–4840. – Текст: непосредственный.

Электронные ресурсы

96. Данные с сайта Республиканской организации Башкортостана российского профессионального союза работников химических отраслей

промышленности. URL: <http://www.chemprof-rb.ru/193> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

97. Данные с сайта Интерфакс. В ЦБ новые глобальные стандарты ESG-раскрытия считают вызовом для компаний Российской Федерации. URL: <https://www.interfax.ru/business/900764> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

98. Данные сайта «Национальный рейтинг» / рейтинг социальной ответственности российских компаний. URL: <http://russia-rating.ru/info/2859.html> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

99. Данные с сайта Министерства труда и социальной защиты Российской Федерации. URL: <http://www.rosmintrud.ru/events/473> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

100. Данные с сайта Менеджер Эксперт. URL: <http://www.manageexpert.ru/study-281-1.html> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

101. Данные с сайта РСПП. URL: <http://media.rspp.ru/document/1/4/7/473bc80919383a8de3092c36fe1f0ba7.pdf> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

102. Данные с сайта Института экономики города. URL: <http://www.manageexpert.ru/study-281-1.html> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

103. Данные с сайта Investopedia. URL: http://www.investopedia.com/terms/d/domini_400.asp (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

104. Данные официального сайта MSCI KLD. URL: <https://www.msci.com/documents/10199/904492e6-527e-4d64-9904-c710bf1533c6> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

105. Данные с сайта CalvertIndexes. URL: <https://www.calvert.com/mutual-funds.php> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

106. Данные с сайта ThompsonReuters. URL:<http://www.trcri.com/index.php?page=asset4> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

107. Данные с сайта РСПП. URL: <http://rspp.ru/12/7862.pdf> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

108. Информация с сайта Общественного совета по развитию малого предпринимательства Санкт-Петербурга при губернаторе Санкт-Петербурга. URL: http://www.osspb.ru/osnews/luchshiy_predprinimatel_sanktpeterburga__2016 (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

109. Как оценивать стоимость, создаваемую ESG? URL: https://gaap.ru/articles/Kak_otseivat_stoimost_sozdavaemuyu_ESG/ (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

110. Материалы презентации Джона Лойда (Jon Lloyd) “Making an impact through community investment” LBG, 20.05.2016. URL:<http://www.donorsforum.ru/wp-content/uploads/2016/05/LBG-and-making-an-impact-through-community-investment.pdf> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

111. Министерство экономического развития Российской Федерации. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов. URL: https://www.economy.gov.ru/material/file/310e9066d0eb87e73dd0525ef6d4191e/prognoz_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya_rf_2024-2026.pdf (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

112. Модели и методы теории логистики: Учеб. пособие. / Под ред. В.С. Лукинського. – СПб.: Питер. – 2008. – 448 с. – Текст: непосредственный.

113. Парижское соглашение по климату. Почему Россия в этом не участвует? URL: <https://www.bfm.ru/news/337957> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

114. CFA Institute. ESG-ИНТЕГРАЦИЯ: рынки, методы и данные. URL: <https://www.unpri.org/download?ac=9522> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

115. ESG-факторы в инвестировании (МИРБИС, июнь 2019 г.). URL: <https://www.pwc.ru/ru/sustainability/assets/pwc-responsible-investment.pdf> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

116. ESG-принципы: что это такое и зачем компаниям их соблюдать. URL: <https://trends.rbc.ru/trends/green/614b224f9a7947699655a435> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

117. PwC. ESG-Рейтинги и как они работают – 2022. URL: <https://www.pwc.com/kz/ru/esg-rating.html> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

Зарубежная литература

118. Advancing environmental, social, and governance investing. A holistic approach for investment management firms. Deloitte. – 2020. URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/financial-services/esg-investing-performance.html> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

119. Ahonen, G. Generative and commercially exploitable intangible assets, Classification of Intangibles / G. Ahonen. – Groupe HEC: Jouy-en-Josas. – 2000. – Pp. 206–213. – Текст: непосредственный.

120. Alzyoud, A. The Influence of Human Resource Management Practices on Employee Work Engagement / A. Alzyoud // Foundations of Management. – 2018. – Vol. 10. – № 1. – Pp. 251–256. – Текст: непосредственный.

121. Andres, C. Dividend Policy, Corporate Control and Tax Clienteles. The Case of Germany. Working Paper / C. Andres, A. Betzer, M. Goergen. – 2011. – Текст: непосредственный.

122. Anikin, D. Developing the ESG rating methodology for Russian companies / D. Anikin, Y. Finogenova, K. Subbota, A. Ermakova // Journal of law and sustainable development. – 2023. - V.11, № 1. – Pp. 1-19. – Текст: электронный.

123. Apostolopoulos, N. Entrepreneurship and the Sustainable Development Goals / N. Apostolopoulos, H. Al-Dajani, D. Holt, P. Jones, R. Newbery. – Emerald Publishing Ltd.: Bingley, UK. – 2018. – Текст: непосредственный.

124. Armstrong, M. Strategic Human Resource Management: A Guide to Action / M. Armstrong. – Kogan Page. London. – 2006. – Текст: непосредственный.

125. Association of Chartered Certified Accountants (Great Britain). Financial management. London : BPP Learning Media Ltd. – 2014. – Текст: непосредственный.

126. Attari, M. Strategic under-investment, managerial entrenchment and ownership structure of a firm. Working Paper / M. Attari, S. Banerjee. – Tulane University. – 2004. – Текст: непосредственный.

127. Bauguess, S.W. Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights / S.W. Bauguess, M.B. Slovin, M.E. Sushka // Journal of Banking & Finance. – 2012. – Vol. 36. – № 4. – Pp. 1244-1253. – Текст: непосредственный.

128. Becker, G.S. Human capital: a theoretical and empirical analysis, with special reference to education / G.S. Becker. – New York: Columbia University Press. – 1964. – XVI p. – 187 p. – Текст: непосредственный.

129. Becker, B.E. HR as a source of shareholder value: research and recommendations / B.E. Becker, M.A. Huselid, P.S. Pickus, M.F. Spratt // Human Resource Management, Spring. – 1997. – Vol. 36. – № 1. – Pp. 39–47. – Текст: непосредственный.

130. Bekaert, G. Liquidity and expected returns: lessons from emerging markets / G. Bekaert, C. Harvey, C. Lundblad // Review of Financial Studies. – 2007. – Vol. 20. – Pp. 1783–1831. – Текст: непосредственный.

131. Benninga, S. Financial modeling / S. Benninga. – Cambridge, Massachusetts : The MIT Press. – 2014. – 1111 p. – Текст: непосредственный.

132. Block, S.B. Foundations of financial management / S.B. Block, G.A. Hirt, B.R. Danielsen. – Dubuque: McGraw-Hill Education. – 2019. – 684 p. – Текст: непосредственный.

133. Bodhanwala, S. Does corporate sustainability impact firm profitability? Evidence from India / S. Bodhanwala, R. Bodhanwala // *Management Decision*. – 2018. – Vol. 56. – № 8. – Pp. 1734–1747. – Текст: непосредственный.
134. Brigham, E.F. *Financial management : theory & practice* / E.F. Brigham, M.C. Ehrhardt. – Australia: Cengage Learning. – 2020. – 1161 p. – Текст: непосредственный.
135. Brigham, E.F. *Fundamentals of financial management* / E. F. Brigham, J. F. Houston. – Mason : South-Western. – 2021. – Текст: непосредственный.
136. Brinckmann, J. Effects of initial teamwork capability and initial relational capability on the development of new technology-based firms / J. Brinckmann, M. Hoegl // *Strategic Entrepreneurship Journal*. – 2011. – Vol. 5. – № 1. – Pp. 37-57. – Текст: непосредственный.
137. Chartered Institute of Management Accountants. *Financial management*. – London : BPP Learning Media Ltd. – 2014. – 582 p. – Текст: непосредственный.
138. Chauhan, Y. Do investors value the nonfinancial disclosure in emerging markets? / Y Chauhan., S.B. Kumar // *Emerging Markets Review*. – 2018. – Vol. 37(C). – Pp. 32-46. – Текст: непосредственный.
139. Chichilnisky, G. *Mathematical economics: an Edward Elgar Research Review* / G. Chichilnisky. – Cheltenham, UK Edward Elgar Publishing Limited. – 2017. – Текст: непосредственный.
140. Chorafas, D.N. *Financial models and simulation* / D.N. Chorafas. – New York, N.Y.: St. Martins. – 1995. – 359 p. – Текст: непосредственный.
141. Colombo, M.G. Founders' human capital and the growth of new technology-based firms: A competence-based view / M.G. Colombo, L. Grilli // *Research policy*. – 2005. – Vol. 34. – № 6. – Pp. 795-816. – Текст: непосредственный.
142. Colombo, M.G. Funding gaps? Access to bank loans by high-tech start-ups / M.G. Colombo, L. Grilli // *Small Business Economics*. – 2007. – Vol. 29. – № 1-2. – Pp. 25-46. – Текст: непосредственный.
143. Correia, C. *Financial management* / C. Correia, D. Flynn, E. Uliana, M. Wormald, J. Dillon. – Lansdowne: Juta. – 2019. – Текст: непосредственный.

144. Cooper, A.C. Success among high-technology firms / A.C. Cooper, A.V. Bruno // *Business horizons*. – 1977. – Vol. 20. – № 2. – Pp. 16-22. – Текст: непосредственный.

145. Combs, J.G. The dimension of organizational performance and its implications for strategic management research / In: Ketchen, D. J.; Bergh, D. D. (Orgs.). / J.G. Combs, R.T. Crook, C.L. Shook // *Research Methodology in Strategy and Management*. – San Diego: Elsevier. – 2005. – Текст: непосредственный.

146. Dahl, M.S. Are you experienced? Prior experience and the survival of new organizations / M.S. Dahl, T. Reichstein // *Industry and Innovation*. – 2007. – Vol. 14. – № 5. – Pp. 497-511. – Текст: непосредственный.

147. De Cleyn, S.H. How human capital interacts with the early development of academic spin-offs / S.H. De Cleyn, J. Braet, M. Klofsten // *International Entrepreneurship and Management Journal*. – 2015. – Vol. 11. – № 3. – Pp. 599-621. – Текст: непосредственный.

148. Demartini, P. Human Capital Assessment: A Labor Accounting or a Management Control Perspective? / P. Demartini, P. Paoloni // In: *Management, Valuation, and Risk for Human Capital and Human Assets* / edited by M. Russ. New York: Palgrave Macmillan. – 2014. – Pp. 221–238. – Текст: непосредственный.

149. Dickmann, M. Boundaryless career drivers-Exploring macro-contextual factors in location decisions / M. Dickmann, J.L. Cerdin // *Journal of Global Mobility*. – 2014. – Vol. 2. – № 1. – Pp. 26–52. – Текст: непосредственный.

150. El Ghoul, S. Corporate environmental responsibility and the cost of capital: International evidence / S. El Ghoul, O. Guedhami, H. Kim, K. Park // *Journal of Business Ethics*. – 2018. – Vol. 149. – Pp. 335–361. – Текст: непосредственный.

151. Ermakova, A. Assessment of industry specifics impact on the ESG rating among Russian companies / A. Ermakova, Y. Finogenova, K. Subbota // *Journal of Management & Technology*. – 2023. – Vol. 23, número especial. – P. 53-71. – Текст: электронный.

152. Çalışkan, E.N. The impact of strategic human resource management on organizational performance / E.N. Çalışkan // *Journal of Naval Science and Engineering*. – 2010. – Vol. 6. – № 2. – Pp. 100-116. – Текст: непосредственный.

153. Eustace, C. (ed.). *The PRISM Report. Research Findings and Policy Recommendations*. – EU (IST). – 2003. – Текст: непосредственный.

154. Fang, W. Relationships between optimism, educational environment, career adaptability and career motivation in nursing undergraduates: A crosssectional study / W. Fang, Y. Zhang, J. Mei, X. Chai, X. Fan // *Nurse Education Today*. – 2018. – Vol. 68. – Pp. 33–39. – Текст: непосредственный.

155. Fatemi, A. ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure / A. Fatemi, M. Glaum, S. Kaiser // *Global Finance Journal*. – 2017. – Vol. 38. – Pp. 45-64. – Текст: непосредственный.

156. *Feedback at Work* / edited by L. A. Steelman, J. R. Williams. – Switzerland: Springer Nature. – 2019. – 280 p. – Текст: непосредственный.

157. Ferguson, K. L. Human resource management systems and firm performance / K.L. Ferguson, Jr. T.G. Reio // *Journal of Management Development*. – 2010. – Vol. 29. – № 5. – Pp. 471-494. – Текст: непосредственный.

158. Firk, S. CFO emphasis on value-based management: Performance implications and the challenge of CFO succession / S. Firk, T. Schmidt, M. Wolff // *Management Accounting Research*. – 2018. – Текст: непосредственный.

159. Foerster, S. *Financial Management* / S. Foerster. – Welwyn Garden City: Pearson Education UK. – 2015. – Текст: непосредственный.

160. Friede, G. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies / G. Friede, T. Busch, A. Bassen // *Journal of Sustainable Finance & Investment*. – 2015. – Vol. 5. – № 4. – Pp. 210. – Текст: непосредственный.

161. Ganotakis, P. Founders' human capital and the performance of UK new technology-based firms / P. Ganotakis // *Small Business Economics*. – 2012. – Vol. 39. – № 2. – Pp. 495-515. – Текст: непосредственный.

162. Gopal, K. Corporate social responsibility in a global economy / Kanjia G.K., Choprab P.K. // Total Quality Management. – 2010. – Vol. 21. – № 2. – Pp. 119–143. – Текст: непосредственный.

163. Grant, R.M. Contemporary Strategy Analysis, 9th ed. / R.M. Grant. – John Wiley and Sons: West Sussex, UK. – 2016. – Текст: непосредственный.

164. Gupta, R. Financial Performance Measurement / R. Gupta. – Saarbrücken LAP LAMBERT Academic Publishing. – 2017. – 124 p. – Текст: непосредственный.

165. Gupta, G. India's information technology industry: Prospects for growth and role in structural transformation / G. Gupta, A. Basole // Decision. – 2020. – Vol. 47. – Pp. 341-361. – Текст: непосредственный.

166. Guthrie, J. Past, present and possible future developments in human capital accounting: A tribute to Jan-Erik Gröjer / J. Guthrie, V. Murthy // Journal of Human Resource Costing & Accounting. – 2009. – Vol. 13. – № 2. – Pp. 125–142. – Текст: непосредственный.

167. Handbook of Strategic 360 Feedback / edited by A.H. Church, D.W. Bracken, J.W. Fleenor, D.S. Rose. – New York: Oxford University Press. – 2019. – 562 p. – Текст: непосредственный.

168. Hernaus, T. Organizational career management practices: The role of the relationship between HRM and trade unions / T. Hernaus, D. Pavlovic, M. Klindzic // Employee Relations. – 2019. – Vol. 41. – № 1. – Pp. 84–100. – Текст: непосредственный.

169. Hitka, M. Knowledge and Human Capital as Sustainable Competitive Advantage in Human Resource Management / M. Hitka, A. Kucharčíková, P. Štarchoň, Ž. Balážová, M. Lukáč, Z. Stacho // Sustainability. – 2019. – Vol. 11. – № 18. – Pp. 4985. – Текст: непосредственный.

170. Hitt, M.A. Building theoretical and empirical bridges across levels: Multilevel research in management / M.A. Hitt, P.W. Beamish, S.E Jackson., J.E. Mathieu // Academy of Management Journal. – 2007. – Vol. 50. – № 6. – Pp. 1385–1399. – Текст: непосредственный.

171. Hodgson, G.M. What is capital? Economists and sociologists have changed its meaning: should it be changed back? / G.M. Hodgson // *Cambridge Journal of Economics*. – 2014. – Vol. 38. – № 5. – Pp. 1063-1086. – Текст: непосредственный.

172. Jordan, B. Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure / B. Jordan, S. Kim, M.H. Liu. // *Journal of Corporate Finance*. – 2016. – Vol. 41. – Pp. 304-328. – Текст: непосредственный.

173. Jung, Y. A lifespan perspective for understanding career self-management and satisfaction: The role of developmental human resource practices and organizational support / Y. Jung, N. Takeuchi // *Human Relations*. – 2018. – Vol. 71. – № 1. – Pp. 73–102. – Текст: непосредственный.

174. Kaplan, R. *Balanced scorecard Strategien erfolgreich umsetzen* / R. Kaplan, D. Norton, F. Schäffer. – Stuttgart Schäffer-Poeschel Verlag Januar. – 2018. – 309 p. – Текст: непосредственный.

175. Kaplan, R.S. *Strategy maps – converting intangible assets into tangible outcomes* / R.S. Kaplan, D.P. Norton. – Harvard Business School Press: Boston, MA. – 2004. – Текст: непосредственный.

176. Khan, M.Y. *Financial management* / M.Y. Khan, P.K. Jain. – New Delhi: Tata McGraw-Hill. – 2007. – Текст: непосредственный.

177. Kolb, R.W. *Financial management* / R.W. Kolb, R.J. Rodríguez. – Cambridge, Mass. Blackwell Business. – 1996. – Текст: непосредственный.

178. Koch, R. *The 80/20 principle: the secret of achieving more with less* / R. Koch. – New York: Currency. – 2018. – 319 p. – Текст: непосредственный.

179. Lawler, E.E. The effect of performance on job satisfaction / E.E. Lawler, L.W. Porter // *Industrial Relations*. – 1967. – Vol. 7. – № 1. – Pp. 20–28. – Текст: непосредственный.

180. Lev, B. *The Dominance of Intangibles Assets: Consequences for Enterprise Management and Corporate Reporting* / B. Lev, J.H. Daum // *Measuring Business Excellence*. – 2004. – Vol. 8. – № 1. – Pp. 6–17. – Текст: непосредственный.

181. Lee, K.-H. *Environmental responsibility and firm performance: The application of an environmental, social and governance model* / K.-H. Lee, B.C. Cin, E.Y.

- Lee // *Business Strategy and the Environment*. – 2016. – Vol. 25. – № 1. – Pp. 40–53. – Текст: непосредственный.
182. Liang Xin, S. Liquidity risk and stock returns around the world / S. Liang Xin, K.C. Wei John // *Journal of Banking & Finance*. – 2012. – Vol. 36. – Pp. 3274–3288. – Текст: непосредственный.
183. Leary, M.M. Entrepreneurial team characteristics that influence the successful launch of a new venture / M.M. Leary, M.L. DeVaughn // *Management Research News*. – 2009. – Vol. 32. – № 6. – Pp. 567-579. – Текст: непосредственный.
184. Madura, J. *International financial management* / J. Madura. – Australia: Cengage. – 2021. – Текст: непосредственный.
185. Marsh, C. M. H. *Business and financial models* / C. M. H. Marsh. – London; Philadelphia, Pa.: Kogan Page. – 2013. – 296 p. – Текст: непосредственный.
186. McGee, J.E. Cooperative strategy and new venture performance: The role of business strategy and management experience / J.E. McGee, M.J. Dowling, W.L. Megginson // *Strategic management journal*. – 1995. – Vol. 16. – № 7. – Pp. 565-580. – Текст: непосредственный.
187. Mincer, J. Investment in Human Capital and Personal Income Distribution / J. Mincer // *Journal of Political Economy*. – 1958. – Vol. 66. – № 4. – Pp. 281–302. – Текст: непосредственный.
188. Madura, J. *International financial management*. Australia : Cengage. – 2021. – Текст: непосредственный.
189. Ng, A.C. Business sustainability performance and cost of equity capital / A.C. Ng, Z. Rezaee // *Journal of Corporate Finance*. – 2015. – Vol. 34. – Issue C. Pp. – 128-149. – Текст: непосредственный.
190. Nollet, J. Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach / J. Nollet, G. Filis, E. Mitrokostas // *Economic Modelling*. – 2016. – Vol. 52. – Part B. – Pp. 400–407. – Текст: непосредственный.
191. OECD. *The Well-being of Nations: The Role of Human and Social Capital*. Economy and management of the enterprise. – 2001. URL:

[https://one.oecd.org/document/DEELSA/ELSA/ED/CERI/CD\(2000\)3/REV2/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DEELSA/ELSA/ED/CERI/CD(2000)3/REV2/en/pdf)

(дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

192. Osranek, R. Corporate Human Capital and Social Sustainability of Human Resources / R. Osranek, K. J. Zink // Sustainability and Human Resource Management. CSR, Sustainability, Ethics & Governance / edited by I. Ehnert, W. Harry, K. Zink. – Springer. – 2014. – Pp. 105–126. – Текст: непосредственный.

193. Ondieki, D.O. The relationship between corporate social responsibility practices and financial performance of firms in the commercial and services sector at the Nairobi securities exchange / D.O. Ondieki // A research project submitted in partial fulfillment for the requirement of the degree of master of business administration, university of Nairobi. – 2013. URL: <http://erepository.uonbi.ac.ke/bitstream/handle/11295/59408/Ondieki-The%20relationship%20between%20corporate%20social%20responsibility%20Practices%20and%20financial%20performance%20of%20firms%20in%20the%20Commercial%20and%20services%20sector%20at%20the%20Nairobi%20securities%20Exchange.pdf?sequence=3> (дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

194. Protogerou, A. Determinants of young firms' innovative performance: Empirical evidence from Europe / A. Protogerou, Y. Caloghirou, N.S. Vonortas // Research Policy. – 2017. – Vol. 46. – № 7. – Pp. 1312-1326. – Текст: непосредственный.

195. Patzelt, H. CEO human capital, top management teams, and the acquisition of venture capital in new technology ventures: An empirical analysis / H. Patzelt // Journal of Engineering and Technology Management. – 2010. – Vol. 27. – № 3-4. – Pp. 131-147. – Текст: непосредственный.

196. Petty, J.W. Financial management / J.W. Petty. – Frenchs Forest, N.S.W.: Pearson Education. – 2006. – 624 p. – Текст: непосредственный.

197. Reichstein, C. Strategic IT management: how companies can benefit from an increasing IT influence / C. Reichstein // Journal of Enterprise Information Management. – 2019. – 32(3). URL:

<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JEIM-08-2018-0172/full/html>
(дата обращения: 18.05.2024). – Текст: электронный.

198. Shim, J.K. Financial management / J.K. Shim, J.G. Siegel. – Hauppauge, NY Barron's Educational Series. – 2008. – 392 p. – Текст: непосредственный.

199. Shabbir, M.S. Nexus between corporate social responsibility and financial and non-financial sectors' performance: A non-linear and disaggregated approach / M.S. Shabbir, E. Aslam, A. Irshad, K. Bilal, Sh. Aziz, B.A. Abbasi, S. Zia // Environmental Science and Pollution Research. – 2020. – Vol. 27. – № 31. – Pp. 39164-39179. – Текст: непосредственный.

200. Shrader, R. Assessing the relationship between human capital and firm performance: Evidence from technology-based new ventures / R. Shrader, D.S. Siegel // Entrepreneurship theory and Practice. – 2007. – Vol. 31. – № 6. – Pp. 893-908. – Текст: непосредственный.

201. Schultz, T.W. Investment in human capital / T.W. Schultz // American Economic Review. – 1961. – Vol 51. – № 1. – Pp. 1–17. – Текст: непосредственный.

202. Shultz, T. Human Capital in the International Encyclopedia of the Social Sciences / T. Shultz. – New York: Macmillan. – 1968. – Vol. 6. – Pp. 67–74. – Текст: непосредственный.

203. Schultz, T.W. Investing in People / T.W. Schultz. – University of California Press. – 1981. – 173 p. – Текст: непосредственный.

204. Stokowski, S. Work motivation and job satisfaction of sport management faculty members / S. Stokowski, B. Li, B.D. Goss, S. Hutchens, M. Turk // Sport Management Education Journal. – 2018. – Vol. 12. – № 2. – Pp. 80–89. – Текст: непосредственный.

205. Taliento, M. Impact of environmental, social, and governance information on economic performance: Evidence of a corporate 'sustainability advantage' from Europe / M. Taliento, C. Favino, A. Netti // Sustainability. – 2019. – Vol. 11. № 6. – Article number 1738. – Текст: непосредственный.

206. Thompson, A.A.J. Strategic Management: Awareness and Change, 5th ed. / A.A.J. Thompson, F. Martin – Thomson Learning: London, UK. – 2005. – Текст: непосредственный.
207. Throu, L. Investment in Human Capital. Belmont / L. Throu. – 1970. – Pp. 116–117. – Текст: непосредственный.
208. Verma, S. Valuing human resources: perceptions and practices in UK organisations / S. Verma, P. Dewe // Journal of Human Resource Costing & Accounting. – 2008. – Vol. 12. – № 2. – Pp. 102–123. – Текст: непосредственный.
209. Vroom, V.H. Work and motivation. New York: Wiley, 1964. – 432 p. – Текст: непосредственный.
210. Wilson, C. Financial management / C. Wilson. – South Melbourne, Victoria: Cengage Learning Australia. – 2018. – Текст: непосредственный.
211. Yoon, B. Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea / B. Yoon, J. Lee, R. Byun // Sustainability. – 2018. – Vol. 10. – Article number 3635. – Текст: непосредственный.
212. Yu, E.P. Environmental, social and governance transparency and firm value / E.P. Yu, C.Q. Guo, B.V. Luu // Business Strategy and the Environment. – 2018. – Vol. 27. – № 7. – Pp. 987-1004. – Текст: непосредственный.
213. Zhang, L. Social network analysis of sustainable human resource management from the employee training's perspective / L. Zhang, X. Guo, Z. Lei, M. K. Lim // Sustainability. – 2019. – Vol. 11. – № 2. – P. 380. – Текст: непосредственный.
214. Zhao, Y.L. Founding team capabilities and new venture performance: The mediating role of strategic positional advantages / Y.L. Zhao, M. Song, G.L. Storm // Entrepreneurship Theory and Practice. – 2013. – Vol. 37. – № 4. – Pp. 789-814. – Текст: непосредственный.
215. Zhou, D. ESG performance and stock price volatility in public health crisis: Evidence from COVID-19 pandemic / D. Zhou, R. Zhou // International Journal of Environmental Research and Public Health. – 2021. – Vol. 19. – № 202. – Текст: непосредственный.

**Приложение А
(необязательное)**

Корреляционный анализ социальных показателей показателей персонала и показателей финансовой инвестиционной привлекательности компаний

Таблица А.1 – Количество корреляций между социальными показателями персонала и показателями финансовой инвестиционной привлекательности отдельных компаний за 2018-2022 гг.

Показатели	Коэффициент текущей ликвидности (У1)	Коэффициент срочной ликвидности (У1)	Коэффициент абсолютной ликвидности (У1)	Рентабельность чистой (У2)	Рентабельность собственного капитала (У2)	Рентабельность активов	Коэффициент автономии (У3)	Коэффициент финансового левериджа (У3)	Коэффициент мобильности собственного капитала (У3)	Коэффициент оборачиваемости активов (У5)	Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности (У5)	Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности (У5)	EPS (У6)	P/E (У6)	P/S (У6)	P/BV (У6)	Итого
По всем компаниям																	
Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	0	2	2	3	2	3	0	6	1	3	3	2	5	2	2	4	40
Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	1	1	1	3	3	2	1	5	2	2	3	0	6	2	1	2	35
Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	2	3	3	2	2	3	0	6	0	3	2	1	3	2	1	4	37
Уровень текучести персонала, %	1	3	3	0	0	0	1	2	1	5	5	3	2	1	1	4	32
Производительность труда, тыс., руб./чел.	2	2	3	4	3	4	1	2	2	3	5	4	4	3	3	3	48
Уровень удовлетворенности персонала, %	1	1	1	2	2	4	1	2	2	2	3	1	4	2	0	2	30
Итого	7	12	13	14	12	16	4	23	8	18	21	11	24	12	8	19	112

Источник: составлено автором

Приложение Б (необязательное)

Анализ чувствительности комплексного интегрального показателя
финансовой инвестиционной привлекательности и групповых индикаторов

Таблица Б.1 – Анализ чувствительности группового интегрального индикатора ликвидности к изменению показателей ликвидности

Показатели ликвидности (Y1)	Групповой интегральный индикатор	Изменения группового интегрального индикатора ликвидности при изменении финансовых показателей					
		Коэффициент текущей ликвидности (x1)		Коэффициент срочной ликвидности (x2)		Коэффициент абсолютной ликвидности (x3)	
		10%	-10%	10%	-10%	10%	-10%
	Базисный вариант						
ПАО «Ростелеком»	0,184	0,188	0,180	0,184	0,184	0,198	0,170
x1	0,042	0,046	0,038	0,042	0,042	0,042	0,042
x2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x3	0,142	0,142	0,142	0,142	0,142	0,156	0,128
Yandex N.V.	0,368	0,377	0,360	0,373	0,364	0,392	0,345
x1	0,084	0,093	0,076	0,084	0,084	0,084	0,084
x2	0,047	0,047	0,047	0,052	0,043	0,047	0,047
x3	0,237	0,237	0,237	0,237	0,237	0,261	0,213
ПАО «МТС»	0,047	0,047	0,047	0,047	0,047	0,052	0,043
x1	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x3	0,047	0,047	0,047	0,047	0,047	0,052	0,043
АО «Софтлайн»	0,200	0,204	0,196	0,202	0,198	0,214	0,186
x1	0,042	0,046	0,038	0,042	0,042	0,042	0,042
x2	0,016	0,016	0,016	0,017	0,014	0,016	0,016
x3	0,142	0,142	0,142	0,142	0,142	0,156	0,128
VK Company Limited	0,184	0,188	0,180	0,184	0,184	0,198	0,170
x1	0,042	0,046	0,038	0,042	0,042	0,042	0,042
x2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x3	0,142	0,142	0,142	0,142	0,142	0,156	0,128
ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	0,453	0,469	0,436	0,457	0,448	0,476	0,429
x1	0,168	0,185	0,152	0,168	0,168	0,168	0,168
x2	0,047	0,047	0,047	0,052	0,043	0,047	0,047
x3	0,237	0,237	0,237	0,237	0,237	0,261	0,213
АО «Группа Позитив»	0,495	0,516	0,474	0,499	0,490	0,518	0,471
x1	0,211	0,232	0,189	0,211	0,211	0,211	0,211
x2	0,047	0,047	0,047	0,052	0,043	0,047	0,047
x3	0,237	0,237	0,237	0,237	0,237	0,261	0,213
ПАО «МГТС»	0,042	0,046	0,038	0,042	0,042	0,042	0,042
x1	0,042	0,046	0,038	0,042	0,042	0,042	0,042
x2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x3	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО «Наука-Связь»	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x1	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x3	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО «Светофор Групп»	0,221	0,234	0,208	0,221	0,221	0,231	0,212
x1	0,126	0,139	0,114	0,126	0,126	0,126	0,126
x2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x3	0,095	0,095	0,095	0,095	0,095	0,104	0,085

Показатели ликвидности (Y1)	Групповой интегральный индикатор	Изменения группового интегрального индикатора ликвидности при изменении финансовых показателей					
		Коэффициент текущей ликвидности (x1)		Коэффициент срочной ликвидности (x2)		Коэффициент абсолютной ликвидности (x3)	
		10%	-10%	10%	-10%	10%	-10%
	Базисный вариант						
ПАО «Башинформсвязь»	0,184	0,188	0,180	0,184	0,184	0,198	0,170
x1	0,042	0,046	0,038	0,042	0,042	0,042	0,042
x2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x3	0,142	0,142	0,142	0,142	0,142	0,156	0,128
VEON Ltd.	0,184	0,188	0,180	0,184	0,184	0,198	0,170
x1	0,042	0,046	0,038	0,042	0,042	0,042	0,042
x2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x3	0,142	0,142	0,142	0,142	0,142	0,156	0,128
HeadHunter Group PLC	0,363	0,376	0,351	0,363	0,363	0,387	0,339
x1	0,126	0,139	0,114	0,126	0,126	0,126	0,126
x2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x3	0,237	0,237	0,237	0,237	0,237	0,261	0,213
ПАО НПО «Наука»	0,368	0,389	0,347	0,375	0,362	0,378	0,359
x1	0,211	0,232	0,189	0,211	0,211	0,211	0,211
x2	0,063	0,063	0,063	0,069	0,057	0,063	0,063
x3	0,095	0,095	0,095	0,095	0,095	0,104	0,085
Ozon Holdings PLC	0,216	0,220	0,212	0,219	0,213	0,230	0,202
x1	0,042	0,046	0,038	0,042	0,042	0,042	0,042
x2	0,032	0,032	0,032	0,035	0,028	0,032	0,032
x3	0,142	0,142	0,142	0,142	0,142	0,156	0,128
ПАО «Группа Астра»	0,526	0,547	0,505	0,534	0,518	0,550	0,503
x1	0,211	0,232	0,189	0,211	0,211	0,211	0,211
x2	0,079	0,079	0,079	0,087	0,071	0,079	0,079
x3	0,237	0,237	0,237	0,237	0,237	0,261	0,213
ПАО «Центральный телеграф»	0,316	0,328	0,303	0,316	0,316	0,335	0,297
x1	0,126	0,139	0,114	0,126	0,126	0,126	0,126
x2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x3	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189	0,208	0,171
ПАО «Донской завод радиодеталей»	0,384	0,405	0,363	0,392	0,376	0,394	0,375
x1	0,211	0,232	0,189	0,211	0,211	0,211	0,211
x2	0,079	0,079	0,079	0,087	0,071	0,079	0,079
x3	0,095	0,095	0,095	0,095	0,095	0,104	0,085
ПАО «Диасофт»	0,226	0,235	0,218	0,226	0,226	0,241	0,212
x1	0,084	0,093	0,076	0,084	0,084	0,084	0,084
x2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x3	0,142	0,142	0,142	0,142	0,142	0,156	0,128
ПАО «Мегафон»	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x1	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x3	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Источник: составлено автором

Показатели рентабельности (Y2)	Групповой интегральный индикатор	Изменения группового интегрального индикатора рентабельности при изменении финансовых показателей					
		Коэффициент чистой рентабельности (x ₁)		Коэффициент рентабельности собственного капитала (x ₂)		Коэффициент рентабельности активов (x ₃)	
	Базисный вариант	10%	-10%	10%	-10%	10%	-10%
ПАО «Светофор Групп»	1,005	1,042	0,968	1,050	0,961	1,024	0,986
x ₁	0,368	0,405	0,332	0,368	0,368	0,368	0,368
x ₂	0,447	0,447	0,447	0,492	0,403	0,447	0,447
x ₃	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189	0,208	0,171
ПАО «Башинформсвязь»	1,005	1,042	0,968	1,050	0,961	1,024	0,986
x ₁	0,368	0,405	0,332	0,368	0,368	0,368	0,368
x ₂	0,447	0,447	0,447	0,492	0,403	0,447	0,447
x ₃	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189	0,208	0,171
VEON Ltd.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₁	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
HeadHunter Group PLC	1,289	1,326	1,253	1,334	1,245	1,337	1,242
x ₁	0,368	0,405	0,332	0,368	0,368	0,368	0,368
x ₂	0,447	0,447	0,447	0,492	0,403	0,447	0,447
x ₃	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474	0,521	0,426
ПАО НПО «Наука»	0,653	0,682	0,623	0,688	0,617	0,653	0,653
x ₁	0,295	0,324	0,265	0,295	0,295	0,295	0,295
x ₂	0,358	0,358	0,358	0,394	0,322	0,358	0,358
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ozon Holdings PLC	0,447	0,447	0,447	0,492	0,403	0,447	0,447
x ₁	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₂	0,447	0,447	0,447	0,492	0,403	0,447	0,447
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО «Группа Астра»	1,289	1,326	1,253	1,334	1,245	1,337	1,242
x ₁	0,368	0,405	0,332	0,368	0,368	0,368	0,368
x ₂	0,447	0,447	0,447	0,492	0,403	0,447	0,447
x ₃	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474	0,521	0,426
ПАО «Центральный телеграф»	0,368	0,405	0,332	0,368	0,368	0,368	0,368
x ₁	0,368	0,405	0,332	0,368	0,368	0,368	0,368
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО «Донской завод радиодеталей»	1,011	1,047	0,974	1,046	0,975	1,039	0,982
x ₁	0,368	0,405	0,332	0,368	0,368	0,368	0,368
x ₂	0,358	0,358	0,358	0,394	0,322	0,358	0,358
x ₃	0,284	0,284	0,284	0,284	0,284	0,313	0,256
ПАО «Диасофт»	1,289	1,326	1,253	1,334	1,245	1,337	1,242
x ₁	0,368	0,405	0,332	0,368	0,368	0,368	0,368
x ₂	0,447	0,447	0,447	0,492	0,403	0,447	0,447
x ₃	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474	0,521	0,426
ПАО «Мегафон»	1,100	1,137	1,063	1,145	1,055	1,128	1,072
x ₁	0,368	0,405	0,332	0,368	0,368	0,368	0,368
x ₂	0,447	0,447	0,447	0,492	0,403	0,447	0,447
x ₃	0,284	0,284	0,284	0,284	0,284	0,313	0,256

Источник: составлено автором

Показатели финансовой устойчивости (УЗ)	Групповой интегральный индикатор	Изменения группового интегрального индикатора финансовой устойчивости при изменении финансовых показателей					
		Коэффициент автономии (x ₁)		Коэффициент автономии (x ₁)		Коэффициент автономии (x ₁)	
		10%	-10%	10%	-10%	10%	-10%
	Базисный вариант	10%	-10%	10%	-10%	10%	-10%
VEON Ltd.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₁	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
HeadHunter Group PLC	0,063	0,069	0,057	0,063	0,063	0,063	0,063
x ₁	0,063	0,069	0,057	0,063	0,063	0,063	0,063
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО НПО «Наука»	0,179	0,192	0,166	0,184	0,174	0,179	0,179
x ₁	0,126	0,139	0,114	0,126	0,126	0,126	0,126
x ₂	0,053	0,053	0,053	0,058	0,047	0,053	0,053
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ozon Holdings PLC	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₁	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО «Группа Астра»	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₁	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО «Центральный телеграф»	0,289	0,305	0,274	0,300	0,279	0,292	0,287
x ₁	0,158	0,174	0,142	0,158	0,158	0,158	0,158
x ₂	0,105	0,105	0,105	0,116	0,095	0,105	0,105
x ₃	0,026	0,026	0,026	0,026	0,026	0,029	0,024
ПАО «Донской завод радиодеталей»	0,395	0,411	0,379	0,405	0,384	0,408	0,382
x ₁	0,158	0,174	0,142	0,158	0,158	0,158	0,158
x ₂	0,105	0,105	0,105	0,116	0,095	0,105	0,105
x ₃	0,132	0,132	0,132	0,132	0,132	0,145	0,118
ПАО «Диасофт»	0,263	0,279	0,247	0,274	0,253	0,263	0,263
x ₁	0,158	0,174	0,142	0,158	0,158	0,158	0,158
x ₂	0,105	0,105	0,105	0,116	0,095	0,105	0,105
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО «Мегафон»	0,032	0,035	0,028	0,032	0,032	0,032	0,032
x ₁	0,032	0,035	0,028	0,032	0,032	0,032	0,032
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Источник: составлено автором

Таблица Б.4 – Анализ чувствительности группового интегрального индикатора персонала к изменению показателей персонала

Показатели персонала и УЧР (У4)	Групповой интегральный индикатор	Изменения группового интегрального индикатора персонала при изменении показателей					
		Средний размер зарплаты (x ₁)		Средний размер расходов на обучение на 1 чел. (x ₂)		Средний размер расходов на социальные программы на 1 чел. (x ₃)	
		10%	-10%	10%	-10%	10%	-10%
	Базисный вариант						
ПАО «Ростелеком»	0,763	0,805	0,721	0,763	0,763	0,797	0,729
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,342	0,342	0,342	0,342	0,342	0,376	0,308
Yandex N.V.	0,595	0,620	0,569	0,595	0,595	0,629	0,561
x ₁	0,253	0,278	0,227	0,253	0,253	0,253	0,253
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,342	0,342	0,342	0,342	0,342	0,376	0,308
ПАО «МТС»	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
АО «Софтлайн»	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
VK Company Limited	0,847	0,889	0,805	0,876	0,818	0,861	0,834
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,289	0,289	0,289	0,318	0,261	0,289	0,289
x ₃	0,137	0,137	0,137	0,137	0,137	0,151	0,123
ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	0,084	0,093	0,076	0,084	0,084	0,084	0,084
x ₁	0,084	0,093	0,076	0,084	0,084	0,084	0,084
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
АО «Группа Позитив»	0,995	1,037	0,953	1,018	0,972	1,029	0,961
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,232	0,232	0,232	0,255	0,208	0,232	0,232
x ₃	0,342	0,342	0,342	0,342	0,342	0,376	0,308
ПАО «МГТС»	0,479	0,521	0,437	0,485	0,473	0,479	0,479
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,058	0,058	0,058	0,064	0,052	0,058	0,058
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО «Наука-Связь»	0,732	0,774	0,689	0,749	0,714	0,745	0,718
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,174	0,174	0,174	0,191	0,156	0,174	0,174
x ₃	0,137	0,137	0,137	0,137	0,137	0,151	0,123
ПАО «Светофор Групп»	0,879	0,921	0,837	0,891	0,867	0,913	0,845
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,116	0,116	0,116	0,127	0,104	0,116	0,116
x ₃	0,342	0,342	0,342	0,342	0,342	0,376	0,308
ПАО «Башинформсвязь»	0,153	0,161	0,144	0,153	0,153	0,159	0,146
x ₁	0,084	0,093	0,076	0,084	0,084	0,084	0,084
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,068	0,068	0,068	0,068	0,068	0,075	0,062
VEON Ltd.	1,053	1,095	1,011	1,082	1,024	1,087	1,018
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,289	0,289	0,289	0,318	0,261	0,289	0,289
x ₃	0,342	0,342	0,342	0,342	0,342	0,376	0,308

Показатели персонала и УЧР (У4)	Групповой интегральный индикатор	Изменения группового интегрального индикатора персонала при изменении показателей					
		Средний размер зарплаты (x ₁)		Средний размер зарплаты (x ₁)		Средний размер зарплаты (x ₁)	
		10%	-10%	10%	-10%	10%	-10%
	Базисный вариант						
HeadHunter Group PLC	0,984	1,026	0,942	1,013	0,955	1,012	0,957
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,289	0,289	0,289	0,318	0,261	0,289	0,289
x ₃	0,274	0,274	0,274	0,274	0,274	0,301	0,246
ПАО НПО «Наука»	0,916	0,958	0,874	0,945	0,887	0,936	0,895
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,289	0,289	0,289	0,318	0,261	0,289	0,289
x ₃	0,205	0,205	0,205	0,205	0,205	0,226	0,185
Ozon Holdings PLC	1,053	1,095	1,011	1,082	1,024	1,087	1,018
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,289	0,289	0,289	0,318	0,261	0,289	0,289
x ₃	0,342	0,342	0,342	0,342	0,342	0,376	0,308
ПАО «Группа Астра»	0,595	0,637	0,553	0,612	0,577	0,595	0,595
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,174	0,174	0,174	0,191	0,156	0,174	0,174
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО «Центральный телеграф»	0,489	0,532	0,447	0,489	0,489	0,496	0,483
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,068	0,068	0,068	0,068	0,068	0,075	0,062
ПАО «Донской завод радиодеталей»	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО «Диасофт»	0,779	0,821	0,737	0,808	0,750	0,786	0,772
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,289	0,289	0,289	0,318	0,261	0,289	0,289
x ₃	0,068	0,068	0,068	0,068	0,068	0,075	0,062
ПАО «Мегафон»	0,879	0,921	0,837	0,891	0,867	0,913	0,845
x ₁	0,421	0,463	0,379	0,421	0,421	0,421	0,421
x ₂	0,116	0,116	0,116	0,127	0,104	0,116	0,116
x ₃	0,342	0,342	0,342	0,342	0,342	0,376	0,308

Источник: составлено автором

Показатели деловой активности (Y5)	Групповой интегральный индикатор	Изменения группового интегрального индикатора деловой активности при изменении показателей деловой активности					
		Коэффициент оборачиваемости активов (x ₁)		Коэффициент оборачиваемости активов (x ₁)		Коэффициент оборачиваемости активов (x ₁)	
		10%	-10%	10%	-10%	10%	-10%
	Базисный вариант						
VEON Ltd.	0,395	0,395	0,395	0,434	0,355	0,395	0,395
x ₁	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₂	0,395	0,395	0,395	0,434	0,355	0,395	0,395
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
HeadHunter Group PLC	0,642	0,648	0,636	0,682	0,603	0,661	0,624
x ₁	0,063	0,069	0,057	0,063	0,063	0,063	0,063
x ₂	0,395	0,395	0,395	0,434	0,355	0,395	0,395
x ₃	0,184	0,184	0,184	0,184	0,184	0,203	0,166
ПАО НПО «Наука»	0,226	0,226	0,226	0,234	0,218	0,241	0,212
x ₁	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₂	0,079	0,079	0,079	0,087	0,071	0,079	0,079
x ₃	0,147	0,147	0,147	0,147	0,147	0,162	0,133
Ozon Holdings PLC	0,505	0,505	0,505	0,545	0,466	0,516	0,494
x ₁	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₂	0,395	0,395	0,395	0,434	0,355	0,395	0,395
x ₃	0,111	0,111	0,111	0,111	0,111	0,122	0,099
ПАО «Группа Астра»	0,184	0,184	0,184	0,184	0,184	0,203	0,166
x ₁	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₂	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₃	0,184	0,184	0,184	0,184	0,184	0,203	0,166
ПАО «Центральный телеграф»	0,521	0,534	0,508	0,561	0,482	0,521	0,521
x ₁	0,126	0,139	0,114	0,126	0,126	0,126	0,126
x ₂	0,395	0,395	0,395	0,434	0,355	0,395	0,395
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО «Донской завод радиодеталей»	0,079	0,079	0,079	0,087	0,071	0,079	0,079
x ₁	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₂	0,079	0,079	0,079	0,087	0,071	0,079	0,079
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО «Диасофт»	0,584	0,603	0,565	0,624	0,545	0,584	0,584
x ₁	0,189	0,208	0,171	0,189	0,189	0,189	0,189
x ₂	0,395	0,395	0,395	0,434	0,355	0,395	0,395
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО «Мегафон»	0,421	0,421	0,421	0,445	0,397	0,439	0,403
x ₁	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₂	0,237	0,237	0,237	0,261	0,213	0,237	0,237
x ₃	0,184	0,184	0,184	0,184	0,184	0,203	0,166

Источник: составлено автором

Показатели рыночной стоимости (Y6)	Групповой интегральный индикатор	Изменения группового интегрального индикатора рыночной стоимости при изменении показателей							
		EPS (x ₁)		EPS (x ₁)		EPS (x ₁)		EPS (x ₁)	
		10%	-10%	10%	-10%	10%	-10%	10%	-10%
	Базисный вариант								
ПАО «Донской завод радиодеталей»	0,511	0,561	0,461	0,512	0,509	0,511	0,511	0,511	0,511
x ₁	0,500	0,550	0,450	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500
x ₂	0,011	0,011	0,011	0,012	0,009	0,011	0,011	0,011	0,011
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₄	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ПАО «Диасофт»	0,826	0,876	0,776	0,831	0,822	0,828	0,824	0,853	0,800
x ₁	0,500	0,550	0,450	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500
x ₂	0,042	0,042	0,042	0,046	0,038	0,042	0,042	0,042	0,042
x ₃	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,023	0,019	0,021	0,021
x ₄	0,263	0,263	0,263	0,263	0,263	0,263	0,263	0,289	0,237
ПАО «Мегафон»	0,595	0,645	0,545	0,599	0,591	0,595	0,595	0,600	0,589
x ₁	0,500	0,550	0,450	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500
x ₂	0,042	0,042	0,042	0,046	0,038	0,042	0,042	0,042	0,042
x ₃	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
x ₄	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,053	0,058	0,047

Источник: составлено автором

Приложение В (необязательное)
Имитационное моделирование

Таблица В.1 – Изменение групповых интегральных индикаторов и комплексного показателя финансовой эффективности в процессе имитационного моделирования изменения финансовых показателей

Групповые индикаторы (показатели даны в %)	Показатели ликвидности	Показатели рентабельности	Показатели финансовой устойчивости	Показатели персонала	Показатели деловой активности	Показатели рыночной стоимости	Комплексный интегральный показатель
ПАО «Ростелеком»	5,2	0,6	6,9	-1,7	9,1	23,7	2,5
Yandex N.V.	0,4	-1,0	1,3	-0,4	6,0	-1,0	0,5
ПАО «МТС»	16,4	3,0	23,2	-1,5	3,1	1,3	2,5
АО «Софтлайн»	-6,3	-1,4	18,6	5,7	9,8	-0,7	1,3
VK Company Limited	22,4	-	7,6	0,6	3,7	5,2	6,7
ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	-2,8	0,1	-5,0	12,0	1,1	-	0,4
АО «Группа Позитив»	5,9	-2,9	6,0	0,1	4,5	-0,6	0,6
ПАО «МГТС»	43,4	2,2	-13,4	2,3	3,0	2,2	1,4
ПАО «Наука-Связь»	-	-	8,5	-3,8	3,4	56,7	6,0
ПАО «Светофор Групп»	-12,2	-0,5	-12,1	-1,6	7,5	92,0	-0,4
ПАО «Башинформсвязь»	-7,5	-1,8	6,1	15,0	0,2	-	0,6
VEON Ltd.	9,5	-	-	4,2	-0,8	-	8,2
HeadHunter Group PLC	-1,9	0,5	14,3	1,7	4,7	6,7	2,3
ПАО НПО «Наука»	3,2	5,3	4,7	-1,7	-4,4	13,8	2,4
Ozon Holdings PLC	-24,0	-0,6	-	0,3	-3,1	-	-0,3
ПАО «Группа Астра»	-4,9	-1,1	-	1,7	8,5	8,3	1,6
ПАО «Центральный телеграф»	-2,9	1,9	-3,2	-0,1	-1,6	-	0,5
ПАО «Донской завод радиодеталей»	-5,9	0,8	-6,4	6,2	41,3	5,8	1,7
ПАО «Диасофт»	-11,5	0,1	1,9	0,9	0,2	-2,3	-0,8
ПАО «Мегафон»	-	1,9	100,7	0,9	7,9	1,6	4,3

Источник: составлено автором

Приложение Г (необязательное)
Корреляционный анализ показателей финансовой инвестиционной привлекательности компаний за 2018-2022 гг.

Таблица Г.1 – Количество положительных коэффициентов корреляции в диапазоне от 0,8 до 1 для всех компаний из выборки и определение ранга для методики комплексной оценки финансовой инвестиционной привлекательности

	Ранг коэффициента	Сумма	ПАО «Мегафон»	ПАО «Диасофт»	ПАО «Донской завод радиодеталей»	ПАО «Центральный телеграф»	ПАО «Груша Астра»	Ozon Holdings PLC	ПАО НПО «Наука»	HeadHunter Group PLC	VEON Ltd.	ПАО «Башинформсвязь»	ПАО «Светофор»	ПАО «Наука-Связь»	ПАО «МТС»	АО «Группа Позитив»	ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	UK Comrapu Limited	АО «Софтлайн»	ПАО «МТС»	Yandex N.V.	ПАО «Ростелеком»	
Показатели ликвидности (Y1)																							
Коэффициент текущей ликвидности	12	69	2	8	3	1	1	3	7	10	1	1	5	1	1	11	1	2	0	4	4	3	
Коэффициент срочной ликвидности	17	55	1	2	1	3	0	4	7	8	2	5	0	0	8	0	1	1	2	4	5	1	
Коэффициент абсолютной ликвидности	11	75	2	8	2	2	4	3	0	10	3	5	0	0	9	9	1	0	4	4	5	3	
Показатели рентабельности (Y2)																							
Рентабельность чистая	6	87	3	4	6	4	6	0	3	10	4	2	3	3	11	11	7	2	3	3	1	7	
Рентабельность собственного капитала	3	95	5	8	5	4	1	1	3	12	5	3	3	3	8	10	8	3	1	1	2	7	
Рентабельность активов	2	106	3	8	5	4	5	3	4	13	4	2	6	3	11	11	7	4	3	3	1	7	
Показатели финансовой устойчивости (Y3)																							
Коэффициент автономии	14	63	1	9	5	0	5	3	6	1	4	1	5	1	0	1	8	4	4	0	3	2	
Коэффициент финансового левериджа	15	62	2	0	1	0	6	2	5	0	5	4	4	8	4	1	4	3	0	0	4	7	
Коэффициент мобильности собственного капитала	15	62	3	7	2	0	0	3	0	9	1	3	1	1	5	10	0	3	6	6	7	0	

	ПАО «Ростелеком»	Yandex N.V.	ПАО «МТС»	АО «Софтлайн»	VK Company Limited	ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	АО «Группа Позитив»	ПАО «МТС»	ПАО «Наука-Связь»	ПАО «Светфор Групп»	ПАО «Башинформсвязь»	VEON Ltd.	HeadHunter Group PLC	ПАО НПО «Наука»	Ozon Holdings PLC	ПАО «Группа Астра»	ПАО «Центральный радиотетраф»	ПАО «Донской завод радиодеталей»	ПАО «Диасофт»	ПАО «Мегафон»	Сумма	Ранг коэффициента	
Показатели персонала и управления человеческими ресурсами (Y4)																							
Средний размер заработной платы сотрудника организации в год, тыс. р.	6	5	6	4	4	10	10	2	8	3	3	4	0	5	3	7	2	2	3	7	94	4	
Средний размер расходов на обучение персонала в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	4	4	0	1	4	10	4	1	6	0	3	1	10	5	3	7	2	6	4	1	76	9	
Средний размер расходов на социальные программы в расчете на 1 чел. в год, тыс. р.	7	6	6	2	4	2	10	3	8	2	5	5	6	5	2	5	1	2	0	5	86	7	
Уровень текучести персонала, %	3	3	4	0	1	0	4	2	3	3	2	3	1	7	3	0	1	2	2	4	-	-	
Производительность труда, тыс., руб./чел.	4	5	7	2	3	10	11	0	8	1	3	6	13	4	4	0	4	2	6	0	-	-	
Уровень удовлетворенности персонала, %	7	2	7	1	4	5	11	2	6	2	3	1	10	4	5	4	0	2	2	1	-	-	
Показатели деловой активности (Y5)																							
Коэффициент оборачиваемости активов	4	1	7	3	7	1	4	3	7	2	2	5	1	9	4	3	3	1	8	5	80	8	
Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	4	6	7	1	8	0	4	1	8	5	2	4	10	8	1	4	0	1	9	5	88	5	
Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	2	5	4	0	1	2	0	3	1	5	0	4	11	7	4	0	2	3	8	6	68	13	
Показатели рыночной стоимости (Y6)																							
EPS	7	5	3	4	8	10	11	3	3	3	1	6	13	3	4	7	4	5	5	5	110	1	
P/E	4	1	1	0	7	1	0	2	4	1	3	6	1	0	0	6	0	1	4	4	46	18	
P/S	5	4	0	0	2	10	0	4	6	4	1	6	1	7	1	2	1	0	0	2	56	16	
P/BV	4	1	7	3	3	5	4	4	4	8	4	4	0	3	2	7	2	1	5	5	76	10	

Источник: составлено автором

Приложение Д (необязательное)
Корреляционный анализ экологических показателей, показателей
корпоративного управления и показателей финансовой привлекательности отдельных компаний
привлекательности отдельных компаний

Таблица Д.1 – Количество корреляций между экологическими и показателями корпоративного управления, а также показателями финансовой инвестиционной привлекательности всех компаний за 2018-2022 гг.

Показатели	ПАО «Ростелеком»	Yandex N.V.	ПАО «МТС»	АО «Софтлайн»	VK Company Limited	ПАО «ТАТТЕЛЕКОМ»	АО «Группа Позитив»	ПАО «МТС»	ПАО «Наука-Связь»	ПАО «Светофор Групп»	ПАО «Башинформсвязь»	VEON Ltd.	HeadHunter Group PLC	ПАО НПО «Наука»	Ozon Holdings PLC	ПАО «Группа Астра»	ПАО «Центральный телеграф»	ПАО «Донской завод радиоаппаратуры»	ПАО «Диасофт»	ПАО «Мегафон»	Итого	
Экологические показатели																						
Затраты на экологические программы, млн руб.	2	2	1	1	2	12	1	0	2	0	1	1	1	7	1	4	3	0	2	2	45	
Сокращение выбросов загрязняющих веществ в атмосферу, %	3	0	2	3	2	0	7	1	0	0	3	0	0	0	4	0	1	1	3	0	30	
Сокращение объема переработанных отходов, % к предыдущему году	0	3	1	3	3	6	0	5	4	0	2	7	1	0	0	0	0	2	10	3	50	
Показатели корпоративного управления																						
Гендерное равенство, % женщин	4	3	1	0	1	9	1	3	0	1	0	2	0	8	3	0	1	1	1	1	40	
Процент обыкновенных (голосующих) акций в свободном обращении	2	1	2	4	1	3	8	0	0	9	2	6	9	0	0	0	0	0	0	3	50	
Дивидендный доход, %	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3	0	2	0	0	0	5	2	0	0	13	
Итого	11	9	7	11	9	30	17	9	6	11	11	16	13	15	8	4	10	6	16	9	228	

Источник: составлено автором