

## ВКЛАД КОНЦЕПЦИИ «УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ» В СОВРЕМЕННЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ КОМПАНИИ: ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ<sup>1</sup>

Использование понятия «устойчивого развития» в корпоративных финансах встречается в исследованиях с 90-х годов XX века. В рамках концепции предполагается, что фирма должна способствовать собственному экономическому развитию и финансовой эффективности при одновременном повышении качества жизни работников, их семей и общества в целом, а также прилагать усилия к сохранению окружающей среды [1]. В современных работах чаще всего предполагается, что концепция устойчивого развития компании состоит из трех основных групп факторов: финансово-экономических, социально-экономических и экологических [2, 3]. В настоящем исследовании мы поднимаем вопрос о том, насколько значительным является вклад данной концепции в развитие современных исследований финансовой политики компании, а также каковы перспективы ее использования для развития модели финансовой политики. Действительно ли сегодня возрастает интерес к работам, посвященным устойчивому развитию фирмы и какие методы позволяют включать элементы устойчивого развития в анализ финансовой политики фирмы? Для ответа на эти вопросы мы рассматриваем динамику обращения исследователей к показателям устойчивого развития в анализе финансовой политики компании, проводим статистический анализ частоты упоминания ключевых слов в научных статьях, а также систематизируем результаты большого числа исследований в данной области. С использованием теории стрейкхолдеров мы предлагаем способы встраивания концепции устойчивого развития в финансовую модель фирмы наряду с другими нефинансовыми факторами формирования финансовой политики компании.

Статистический анализ частоты упоминания ключевых слов, связанных с концепцией устойчивого развития, в научных статьях из ведущих журналов в области корпоративных финансов проведен по аналогии с работами Alexander and Mabry (1994) и Matti Keloharji (2008). В данных исследованиях авторы анализируют количество и качество научных публикаций по финансам и их влияние на формирование и развитие соответствующих научных направлений. Одним из ключевых в исследовании Alexander and Mabry (1994) является тезис о том, что показатель количества цитирований в статьях, опубликованных в топ-списке журналов является лучшей количественной

---

<sup>1</sup> Доклад подготовлен в ходе проведения исследования 19-04-039 в рамках Программы «Научный фонд Национального исследовательского университета „Высшая школа экономики“ (НИУ ВШЭ)» в 2019 — 2020 гг. и в рамках государственной поддержки ведущих университетов Российской Федерации «5-100».

мерой качества и научной влиятельности журнала по сравнению с Social Science Citation Index (SSCI). С учетом количества цитирований авторы выделяют ведущие журналы и на основе анализа ключевых слов определяют доминирующие тематические тренды в финансовых исследованиях. Keloharjii также оперирует данными о цитировании, при этом определяет направления исследования на основе стандартной JEL классификации [5]. Детальный анализ действующей структуры JEL кодов показывает, что выбор этой системы для анализа такого нового направления финансов, как устойчивое развитие компании, имеет много недостатков. Так, анализ ключевых слов по интересующей нас тематике предполагает выход за рамки раздела G «Financial Economics», ключевые термины, направленные на систематизацию предметного поля финансовой политики фирмы во взаимосвязи с факторами устойчивого развития, отнесены к рубрике JEL Q1 «Sustainable Development». Таким образом, для выявления трендов в рассматриваемой нами предметной области выбран вариант определения состава ключевых слов для анализа состава публикаций. Состав ключевых слов, сформированный на основе анализа предметного поля устойчивого развития в связи с финансовой политикой компании, приведен в таблице 1.

Таблица 1

Список ключевых слов в области исследования устойчивого развития корпорации

Ключевые слова (англ.)	Ключевые слова (перевод)
Social responsible investment	Социально ответственные инвестиции
Corporate social responsibility	Корпоративная социальная ответственность
Social capital	Социальный капитал
Human capital and corporation	Человеческий капитал и корпорация
Sustainable development	Устойчивое развитие
Human development	Интеллектуальное развитие
Sustainability	Устойчивое развитие
Natural capital	Природный капитал

*Источник: составлено авторами*

Наряду с выбором ключевых слов важным вопросом при анализе трендов в исследованиях в заданных предметных областях является определение используемой выборки публикаций. Как и в работе Alexander and Mabry (1994), мы рассматриваем статьи, опубликованные в топ-журналах по финансовой тематике. Однако наша выборка намного больше. Для определения топ-журналов мы используем данные по рейтингу SJR, публикуемому на портале SCImago Journal & Country Rank. Мы берём все журналы из первого квартиля (Q1) из категории Finance предметной области Economics, Econometrics and Finance. На момент проведения анализа данным критериям соответствовало 55 журналов.

Анализ строился следующим образом. Из общей выборки мы формировали подвыборки публикаций, которые по ключевым терминам, приведенным в таблице 1, можно отнести к рассматриваемому нами

предметному полю. Публикация включалась в выборку, если хотя бы один из соответствующих ключевых терминов встречается либо в названии, либо в аннотации (abstract), либо в списке ключевых слов данной статьи. Для выявления трендов рассчитывается ряд агрегированных показателей, основанных на количестве публикаций и количестве цитирований, и проводится анализ их динамики. Агрегированные показатели рассчитывались для каждого года отдельно. Поиск публикаций по ключевым терминам, а также сбор отдельных характеристик статей, в том числе и количество цитирований, осуществлялся с помощью инструментов расширенного поиска базы данных научного цитирования Scopus. На данный момент за период с 2009 по 2018 г. данной тематике опубликовано не столь много работ (218 – см. табл. 2). Тем не менее, анализ динамики публикаций представляется интересной задачей с целью выявления перспективы развития данного направления. Одна из самых простых мер роста интереса к той или иной теме — это динамика количества публикаций (см. табл. 2). Основным недостатком данной меры является то, что она не учитывает общий тренд роста количества публикаций. Для решения этой проблемы для каждого года мы рассчитываем долю количества публикаций по данному предметному полю в общем количестве публикаций в исходной выборке и анализируем её динамику. Мы видим рост доли публикаций в данной области в общем объеме работ по финансам. Стоит отметить, что сама доля колеблется от 0,4 до 1%.

В качестве альтернативной меры роста интереса к той или иной теме можно взять количество цитирований работ. Здесь стоит отметить, что набор цитируемых статей не ограничен ни предметным полем, ни даже используемой выборкой. Поэтому данная мера позволяет проследить рост интереса к данной теме, помимо прочего, в других предметных полях и даже в других областях экономического знания. При анализе количества цитирований на тему «Устойчивое развитие» можно отметить рост их числа в 2011-2012 гг. (даже с учетом влияния временного фактора).

Таблица 2

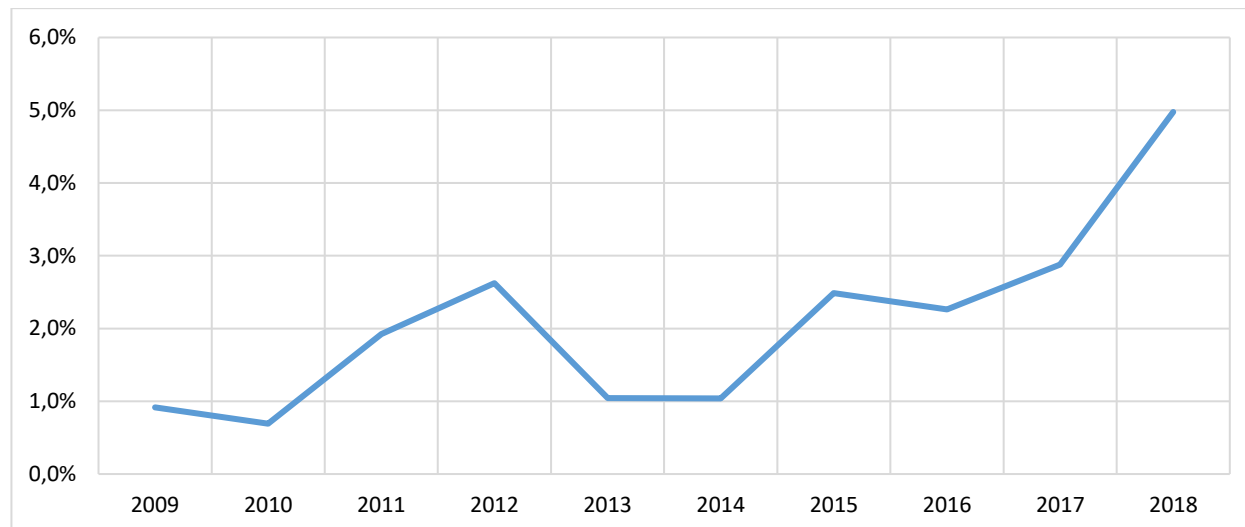
Статистический анализ статей на тему «Устойчивое развитие»

Год	Количество публикаций, штук	Количество цитирования, штук	Доля	
			Доля цитирования статей на данную тему в общем количестве цитирования, %	Доля работ на данную тему в общем количестве работ, %
2009	13	947	0.90%	0.50%
2010	11	693	0.70%	0.40%
2011	14	1662	1.90%	0.50%
2012	19	1894	2.60%	0.70%
2013	11	600	1.00%	0.40%
2014	14	472	1.00%	0.40%
2015	32	762	2.50%	1.00%
2016	27	453	2.30%	0.90%
2017	32	283	2.90%	1.00%

2018	45	164	5.00%	1.10%
<b>Среднее</b>	<b>22</b>	<b>793</b>	<b>2.08%</b>	<b>0.69%</b>
<b>Всего</b>	<b>218</b>	<b>7930</b>		

*Источник: составлено авторами*

Для того чтобы сделать количество цитирований сопоставимым для работ, опубликованных в разные годы, мы рассчитываем долю количества цитирований работ данного предметного поля в общем количестве публикаций всех статей исходной выборки. Рис. 1 показывает, что доля ссылок на работы, посвященные данной теме, значительно увеличилась в последние годы.



**Рис. 1. Доля цитирования статей на тему устойчивого развития в общем количестве цитирований в журналах Q1(2017)**

Для получения корректных выводов о динамике числа цитирований работ недостаточно приведения описательной статистики. Количество цитирований существенно зависит от года публикации научной работы. Для учета временного фактора необходима корректировка цитирований или приведение их числа к значению на определенную дату. Мы проводим корректировку следующим образом. Для начала мы определяем, с какой интенсивностью изменяется количество цитирований в зависимости от года публикации работы. Далее мы рассчитываем темп роста количества цитирований через определенное число лет после публикации (по столбцам) по сравнению с количеством цитирований в первый год публикации. После этого можно привести количество цитирований к значениям, сопоставимым со значениями 2018 года. Скорректированное на временной фактор количество цитирований приведено в таблице 3.

Таблица 3

Скорректированное на временной фактор количество цитирований

Год	Скорректированное кол-во цитирований
2009	15
2010	12

2011	35
2012	48
2013	19
2014	21
2015	51
2016	55
2017	90
2018	164

*Источник: составлено авторами*

Корректировка на временной фактор позволила в большей степени продемонстрировать рост интереса к рассматриваемой нами тематике. Причем наибольший рост интереса наблюдается в последние 3 – 4 года. Проведённый выше анализ позволяет сделать вывод о том, что в последнее время интерес к теме устойчивого развития в анализе финансовой политики компании только увеличивается и можно ожидать их дальнейшего развития в научных публикациях. Данный вывод подтверждается тем, что количество публикаций по этим направлениям, по крайней мере, не сокращается, а в количестве цитирований на работы по данному направлению наблюдается ярко выраженная положительная динамика.

Большинство статей, попавших в нашу выборку, представляют собой эмпирические исследования связи показателей устойчивого развития (УР) и других факторов финансовой политики фирмы. Поэтому дальнейший анализ включал систематизацию результатов исследования по следующим критериям: метод измерения показателей УР, источник данных, метод измерения эффективности финансовой политики, методология проведения эмпирического исследования, выбор контрольных переменных (в случае регрессионного анализа), результат анализа. В работе представлен подробный анализ более 30 исследований, вошедших в выборку. Интерес представляет выбор показателей для измерения социальной и экологической составляющей концепции: выбор варьируется от экспертных оценок до учета затрат на социальные или экологические программы компаний, многие авторы используют материалы отчетов о корпоративной социальной ответственности (КСО). В большинстве научных работ, посвященных проблеме взаимосвязи устойчивого развития и финансовых результатов компании, предполагается положительная взаимосвязь между ними. Стоит отметить, что это противоречит предположениям о том, что дополнительные расходы, связанные с реализацией концепции корпоративной социальной ответственности, негативно влияют на эффективность компании. Кроме этого, большинство работ предполагают, что именно применение стратегии устойчивого развития влияет на финансовую эффективность фирмы, а не наоборот.

Следует отметить, что проведённый анализ является частью детального изучения трендов в исследованиях по финансам. Интерес для исследования представляет рост вовлеченности к включению нефинансовых показателей в

анализ финансовой политики фирмы. Среди направлений развития данного анализа можно выделить: анализ других предметных областей, расширение выборки журналов и публикаций, анализ цитирований по отдельным ключевым словам, а не по всей предметной области. Анализ темы устойчивого развития также представляется интересной задачей – дальнейшее изучение предполагает постановку актуальной проблемы и проведение эмпирического исследования для российских компаний.

***Список использованной литературы:***

1. Dhaliwal D. S. et al. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure //The Accounting Review, 2012, p. 723-759
2. Ефимова О.В. Анализ устойчивого развития компании: стейкхолдерский подход// Экономический анализ: теория и практика, 2013, с. 41- 51
3. Щукина Л.В. Теоретические аспекты устойчивого развития// Псковский регионологический журнал. Экология и устойчивое развитие, 2015, с.41
4. Alexander Jr J. C., Mabry R. H. Relative significance of journals, authors, and articles cited in financial research //The Journal of Finance, 1994, с. 697-712.
5. Keloharju M. What's new in finance? //European Financial Management, 2008, с. 564-608.