

УДК 330.101

***Н. А. Ершова***

ФГБОУ ВО «Российский государственный университет правосудия», Москва,  
e-mail: nataly\_ershova@mail.ru

***О. В. Миронова***

ФГБОУ ВО «Российский государственный университет правосудия», Москва,  
e-mail: olgamir5@mail.ru

***Н. В. Сергеева***

ФГБОУ ВО «Российский государственный университет правосудия», Москва,  
e-mail: serna1963@yandex.ru

## **ИССЛЕДОВАНИЕ ВЛИЯНИЯ КРЕДИТНОГО ПЛЕЧА НА ВЗАИМОСВЯЗЬ МЕЖДУ КОРПОРАТИВНОЙ СОЦИАЛЬНОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ И СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ**

**Ключевые слова:** корпоративная социальная ответственность, стоимость компании, леверидж, прибыльность, экологические аспекты.

Корпоративная социальная ответственность (КСО) – это стратегическая инвестиция, которая приносит много экономических выгод компании в долгосрочной перспективе. КСО может быть использована в качестве нового маркетингового инструмента для компании, если она внедряется постоянно. Таким образом, КСО играет важную роль в повышении стоимости компании в результате увеличения продаж компании за счет проведения различных социальных мероприятий в окружающей среде. В данной статье исследуется влияние раскрытия информации о корпоративной социальной ответственности CSRD Директива о корпоративной отчетности в области устойчивого развития (Corporate Sustainability Reporting Directive) и левериджа на стоимость фирмы с учетом прибыльности в качестве сдерживающей переменной.

***N. A. Ershova***

Russian State University of Justice, Moscow, e-mail: nataly\_ershova@mail.ru

***O. V. Mironova***

Russian State University of Justice, Moscow, e-mail: olgamir5@mail.ru

***N. V. Sergeeva***

Russian State University of Justice, Moscow, e-mail: serna1963@yandex.ru

## **THE STUDY OF THE IMPACT OF LEVERAGE ON THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AND THE VALUE OF THE COMPANY**

**Keywords:** corporate social responsibility, company value, leverage, profitability, environmental aspects.

Corporate Social Responsibility (CSR) is a strategic investment that brings a lot of economic benefits to the company in the long term. CSR can be used as a new marketing tool for a company if it is constantly being implemented. Thus, CSR plays an important role in increasing the value of the company as a result of increasing the company's sales through various social activities in the environment. This article examines the impact of corporate social responsibility (CSR) disclosure and leverage on the value of a firm, taking into account profitability as a constraining variable.

### **Введение**

Проблема реализации принципов корпоративной социальной ответственности в России существует уже давно, так как эти принципы формируются за счёт постоянно меняющихся общественных представлений. Механизм формирования обще-

ственного мнения работает за счёт взглядов индивидуума к действительности жизни. Но именно принципы КСО являются проблемой их реализации, нежели корпоративная социальная ответственность в целом, так как именно ее принципы отражают всю ее сущность.

Многие частные компании сейчас развивают то, что называется корпоративной социальной ответственностью (КСО). КСО – это стратегическая инвестиция, которая приносит множество экономических выгод или благословений, которыми компания располагает в изобилии в долгосрочной перспективе [3].

Перед КСО больше не стоят обязанности, основанные на единственном итоговом показателе, а должны основываться на тройном итоговом показателе. Здесь, помимо финансовых результатов, важны также социальные и экологические аспекты, поскольку одного финансового состояния недостаточно, чтобы гарантировать устойчивый рост стоимости компании. Устойчивость компании будет обеспечена только в том случае, если компания будет принимать во внимание социальные и экологические аспекты. КСО внедрена в различные системы экологического менеджмента и программы сертификации в мире. Например, сертификация ISO 14001 используется для системы экологического менеджмента или ISO 50001 для системы энергоменеджмента. Компании получают экологические разрешения, занимаются контролем загрязнения воздуха и воды, обращением с опасными отходами и мониторингом параметров окружающей среды в соответствии с действующими нормативными актами.

Еще одним фактором, который может повлиять на стоимость компании, является кредитное плечо. Источники финансирования внутри компании могут быть получены от внутренних компаний в виде нераспределенной прибыли и амортизационных отчислений, затем от внешней компании в виде долговых обязательств или выпущенных новых акций.

Формулировка проблемы в исследовании выглядит следующим образом:

- Влияет ли корпоративная социальная ответственность на стоимость компании?
- Влияет ли кредитное плечо на стоимость компании?
- Может ли прибыльность усилить или ослабить взаимосвязь между корпоративной социальной ответственностью и стоимостью компании?
- Может ли прибыльность усилить или ослабить взаимосвязь между кредитным плечом и стоимостью компании?

*Теоретические положения  
и гипотезы развития*

Основываясь на теории заинтересованных сторон, компания – это не организация, которая действует только ради себя самой. Она должна обеспечивать выгоды для своих заинтересованных сторон. Это означает, что успех компании в значительной степени зависит от ее способности сбалансировать различные интересы акционеров или стейкхолдеров [4].

Одной из главных целей компании является повышение ее стоимости. Стоимость компании гарантированно будет расти, если компания будет принимать во внимание экономические, социальные и экологические аспекты. Эти аспекты содержатся в применении раскрытия информации о КСО, проводимого компанией как форма информирования об окружающей среде, которая повлияет на хороший имидж компании среди сообщества.

Всемирный деловой совет по устойчивому развитию (WBCSD) заявил, что корпоративная социальная ответственность определяется как обязательство бизнеса вносить вклад в устойчивое экономическое развитие посредством сотрудничества с сотрудниками и их представителями, их семьями, местными сообществами и широкой общественностью для улучшения качества жизни способом, выгодным как для бизнеса, так и для развития.

Одним из важных факторов финансирования является кредитное плечо.

Понятие «финансовый рычаг» или финансовый левэридж на практике используют для оценки уровня финансового риска, связанного с финансированием основной деятельности предприятия. Финансовый риск возникает при использовании заемных средств в случае недостаточности собственных средств для финансирования деятельности, либо заемные источники финансирования являются более дешевыми. Финансовый риск обусловлен структурой источников финансирования. Выбранная структура финансирования ресурсов влияет на размер прибыли предприятия [2].

Уровень финансового рычага рассчитывается по следующим формулам:

$$\text{УФР} = \text{ЕВIT} : (\text{ЕВIT} - \text{FI});$$

или

$$УФР = [K \times (Ц - P1) - ПОСТ] / [K \times (Ц - P1) - ПОСТ - FI],$$

где EBIT – прибыль до вычета процентов и налогов,

FI – сумма выплаченных процентов по займам.

Показатель УФР показывает во сколько раз прибыль до вычета процентов и налогов (EBIT) превышает прибыль до налогообложения (EBT).

Уровень финансового рычага можно также определить как отношение темпа изменения чистой прибыли к темпу изменения прибыли до вычета налогов и процентов:

$$УФР = T_{пр}(ЧПР) : T_{пр}(EBIT),$$

$$T_{пр}(ЧПР) = (ЧПР_{от} - ЧПР_{баз}) : ЧПР_{баз} \times 100 \%,$$

$$T_{пр}(EBIT) = (EBIT_{от} - EBIT_{баз}) : (EBIT_{баз}) \times 100 \%,$$

где ЧПР<sub>от</sub>, ЧПР<sub>баз</sub> – чистая прибыль отчетного и базисного периода, EBIT<sub>от</sub> и EBIT<sub>баз</sub> – прибыль до вычета процентов и налогов отчетного и базисного периода.

Если предприятие не имеет долговых обязательств, то сумма выплаченных процентов по займам равна нулю, а значение уровня финансового рычага единице, то есть финансовый рычаг не оказывает никакого влияния на конечные финансовые результаты предприятия. При использовании заемных средств и наличии выплаченных процентов значение УФР будет всегда больше единицы. Любые изменения прибыли до вычета процентов и налогов, и финансовых издержек по привлечению заемных средств будут вызывать существенные колебания чистой прибыли предприятия, размера чистой прибыли, приходящейся на одну акцию.

Сила воздействия финансового рычага возрастает в период модернизации производства, наращивания объемов производства, освоения предприятием новой продукции (услуг), при выходе на новые рынки сбыта (период наращивания производства и выход на порог рентабельности), что приводит к увеличению потребности в дополнительных заемных средствах.

Увеличение доли заемных средств в источниках финансирования капитала приводит к тому, что часть производственного риска предприятия переносится на держателей обыкновенных акций капитала.

Кредитное плечо указывает на степень, в которой компания финансирует свой бизнес, сравнивая свои собственные средства, которые были внесены на депозит, с суммой кредита от кредиторов. Компании, использующие заемные средства, имеют обязательства по процентным расходам и основной стоимости кредитов. Использование долговых обязательств сопряжено со значительным риском неоплаты долга, поэтому при использовании долговых обязательств сле-

дует обращать внимание на способность компании генерировать прибыль. В соответствии с теорией сигналов, рациональные инвесторы увидят, что увеличение стоимости корпорации происходит за счет высокого использования долга. Таким образом, инвестор может предложить более высокие цены на акции после того, как компания выпустит долговые обязательства для выкупа находящихся в обращении акций.

Понимание прибыльности, заключается в том, что прибыльность – это способность компаний генерировать прибыль за счет использования ресурсов, принадлежащих компаниям, таких как активы и капитал. Прибыльность также определяется как конечный результат деятельности компании.

### Материалы и методы исследования

В данном исследовании используется количественный подход для анализа этих показателей (табл. 1).

Мы видим, что при росте выручки от продаж на 20%, несмотря на увеличение процентных выплат на 13,51% налогооблагаемая прибыль увеличилась на 48,39%, чистая прибыль на 48,39%. На каждую акцию в обращении приходилось больше чистой прибыли на 7,20 коп. Уровень финансового рычага, а также финансового риска, снизился на 6,69%, на каждый рубль налогооблагаемой прибыли приходилось меньше прибыли до вычета налогов и процентов на 9,35 коп.

Расчет уровня финансового рычага по формуле  $УФР = T_{пр}(ЧПР) : T_{пр}(EBIT)$  показал, что при росте прибыли до вычета процентов и налогов на 1% чистая прибыль увеличится на 1,26% ( $УФР=48,39:38,46=1,2582$ ), что также свидетельствует о снижении уровня финансового риска [2].

Таблица 1

Динамика показателей, влияющих на уровень финансового рычага и размер чистой прибыли на одну акцию предприятия

Показатель	Отчет	Прогноз	Абс. Изм.	Тпр., %
Количество акций, штук	5000	5000	0	0
Процентные выплаты, FI, руб.	370	420	50	13,51
Прибыль до вычета налогов и процентов, руб., EBIT	1300	1800	500	38,46
Прибыль до налогообложения EBT (EBIT – FI)	930	1380	450	48,39
Налог на прибыль, доли	0,2	0,2	0	0
Чистая прибыль, руб.	744	1104	360	48,39
Прибыль на акцию, EPS	0,1488	0,2208	0,072	48,39
Уровень финансового рычага УФР	1,397849	1,304348	-0,0935	-6,69

При оценке общего риска деятельности предприятия учитывают значения операционного рычага и финансового рычага. Операционный рычаг отражает взаимосвязь между выручкой от продаж и валовой прибылью:

$$\text{УОР} = \text{МПР} : \text{ЕВІТ}.$$

Финансовый рычаг отражает взаимосвязь между чистой прибылью и величиной доходов до выплаты процентов и налогов:

$$\text{УФР} = \text{ЕВІТ} : (\text{ЕВІТ} - \text{FI}).$$

Уровень общего риска предприятия (сопряженного эффекта финансового и операционного рычагов) можно рассчитать по формуле:

$$\text{У(ОБР)} = \text{УОР} \times \text{УФР}.$$

Показатель У(ОБР) характеризует совокупный риск в результате осуществления операционной, коммерческой и финансовой деятельности. Чем меньше значение уровня общего риска предприятия, тем меньше риск держателей обыкновенных акций, тем выше уровень стабильности финансового состояния предприятия.

Изменяя значения уровней операционного и финансового рычагов можно спрогнозировать уровень общего риска предприятия, разрабатывать мероприятия по безопасности деятельности предприятия, по прогнозированию изменения размера чистой прибыли на акцию и др. [1].

Эффект от использования финансового рычага имеют акционеры предприятия (он выражается в изменении финансовой рентабельности, размера чистой прибыли на акцию). Эффект или сила воздей-

ствия финансового рычага рассчитывается по формуле:

$$\text{ЭФР} = (1 - \text{СТнпр}) \times (\text{Рэк} - \text{Цзс}) \times (\text{ЗС} / \text{СОБС}),$$

где СТнпр – ставка налога на прибыль,

Рэк – экономическая рентабельность активов (отношение чистой прибыли к средней величине активов за тот же период),

Цзс – цена заемных средств,

ЗС – заемные средства,

СОБС – собственные средства.

Значение ЭФР показывает прирост рентабельности собственного капитала за счет использования заемных средств. Значение ЭФР может быть, как отрицательным, так и не меньше нуля. Значение ЭФР больше нуля в том случае, если экономическая рентабельность активов больше цены заемных средств. В этом случае повышается рентабельность собственных средств, а использование заемных средств для предприятия было эффективным.

Например, предприятие получило от инвестированного им капитала прибыль, которая превышает сумму, которую необходимо выплатить кредиторам. Появился избыток средств, который распределяется между акционерами.

Чем больше размер заемных средств, при прочих равных условиях, тем больше значение финансового левериджа (рычага), а, следовательно, выше рентабельность собственного капитала (ROE), тем больше размер чистой прибыли, приходящейся на обыкновенную акцию. Однако, увеличение доли заемных средств приводит к росту финансового риска.

Если значение ЭФР меньше нуля, то цена источников финансирования больш-

ше рентабельности активов, в этом случае выбранная структура источников отрицательно повлияла на финансовое состояние предприятия, произошло уменьшение рентабельности собственного капитала, соответственно уменьшилась рыночная стоимость предприятия.

Эффективность собственного капитала и активов определяется с помощью показателей рентабельности. Для оценки взаимосвязи воспользуемся следующими формулами.

Рентабельность активов по прибыли до вычета процентов и налогов:

$$ROA = EBIT : AK$$

Рентабельность собственного капитала по чистой прибыли (финансовая рентабельность):

$$ROE = ЧПР : СОБС$$

Между доходностью собственного капитала (ROE), доходностью активов (ROA) и финансовым рычагом существует взаимосвязь, которую можно представить в виде:

$$ROE = (1 - CT_{нпр}) \times ROA \times [ЗС : ИС \times (ROA - CT_{зс})]$$

где  $CT_{нпр}$  – ставка налога на прибыль,

$ROA$  – рентабельность активов,

$ЗС$  – заемные средства,

$ИС$  – инвестированный капитал,

$CT_{зс}$  – средняя процентная ставка по заемным средствам.

При увеличении уровня деловой активности, увеличивается потребность в заемных средствах, а это приводит к росту финансового левериджа. Следовательно, повышается степень изменчивости финансовой рентабельности собственного капитала, увеличивается уровень финансового риска. Поэтому финансовому менеджеру при принятии решения о привлечении заемных источников финансирования необходимо определять оптимальное соотношение между заемными и собственными средствами, позволяющее получать наибольший размер чистой прибыли, приходящейся на собственный капитал, и при этом соблюдать необходимые требования к эффективности деятельности предприятия [2].

Предположим, что по итогам отчетного года размер собственных средств предприятия составил 2000 тыс. руб. Руководство предприятия рассматривает вопрос об увеличении объема хозяйственной дея-

тельности за счет заемных источников финансирования. Учитываются следующие факторы: рекомендуемый уровень рентабельности активов – 11%, минимальная доходность кредиторов, предоставляющих средства для вложения в капитал предприятия, учитывает: коэффициент бета предприятия 1,2, безрисковую ставку доходности – 7%, премию за риск, которая увеличивается с ростом заемных средств на 500 тыс. руб. на 0,5%. Определим, при какой структуре капитала достигается наибольшее значение финансовой рентабельности предприятия. Рассчитаем рентабельность собственного капитала и уровня эффекта финансового рычага при различных значениях коэффициента финансового рычага (левериджа).

Таблица 2 показывает, что наибольший эффект от использования заемных средств в 4 варианте финансирования: на каждый рубль собственного капитала максимальный размер чистой прибыли – 10,12 коп. При этом варианте на каждый рубль собственных средств должно приходиться 75 коп. заемных средств.

Это доказывает, что компании с низким уровнем задолженности имеют низкий риск, тогда как если у компании высокий уровень задолженности, она будет подвержена высокому риску. Однако, если добавление корпоративного долга может увеличить прибыль компании, то это даст положительный сигнал инвесторам, которые затем будут заинтересованы инвестировать в компанию.

Полученные результаты подтверждают теорию сигналов о том, что рациональные инвесторы увидят, что увеличение стоимости компании происходит за счет высокого использования долга [5].

Прибыльность компании возрастает, компания может максимально раскрывать деятельность в области КСО, чтобы повысить репутацию и хороший имидж компании. Результаты этого исследования подтверждают теорию заинтересованных сторон, которая гласит, что чем более высокого уровня прибыльности достигает компания, тем сильнее взаимосвязь раскрытия корпоративной социальной информации с ценностью фирмы. Это означает, что высокий уровень прибыльности может побудить компанию внедрять и раскрывать информацию о деятельности в области КСО, чтобы повысить репутацию компании.

Таблица 2

Рентабельность собственного капитала и уровня эффекта финансового рычага при различных значениях коэффициента левериджа

Показатели	Значение показателя при различных вариантах структуры источников финансирования								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. Собственные средства, СОБС, тыс. руб.	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
2. Заемные средства, ЗС, тыс. руб.	0	500	1000	1500	2000	2500	3000	3500	4000
3. Сумма капитала, АК, тыс. руб.	2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000	5500	6000
4. Коэффициент финансового левериджа, ЗС/СОБС		0,25	0,5	0,75	1	1,25	1,5	1,75	2
5. Рекомендуемая рентабельность активов, %	11	11	11	11	11	11	11	11	11
6. Безрисковая ставка доходности кредиторов, %	7	7	7	7	7	7	7	7	7
7. Премия за риск, %	0	0,5	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4
8. Коэффициент бета	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
9. Ставка процента за кредит, %	7	7,6	8,2	8,8	9,4	10	10,6	11,2	11,8
10. Прибыль до вычета процентов и налогов, ЕВИТ, тыс. руб. (с. 3 × с. 5 /100)	220	275	330	385	440	495	550	605	660
11. Финансовые издержки тыс. руб. (с. 2 × с. 8)	0	38	82	132	188	250	318	392	472
12. Налогооблагаемая прибыль, тыс. руб.	220	237	248	253	252	245	232	213	188
13. Ставка налога на прибыль, доли	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
14. Налог на прибыль тыс. руб. (с. 12 × с. 13)	44	47,4	49,6	50,6	50,4	49	46,4	42,6	37,6
15. Чистая прибыль, тыс. руб.	176	189,6	198,4	202,4	201,6	196	185,6	170,4	150,4
16. Финансовая рентабельность, %	8,8	9,48	9,92	10,12	10,08	9,8	9,28	8,52	7,52
17. Уровень эффекта ФР, %	0	0,68	1,12	1,32	1,28	1	0,48	-0,28	-1,28

### Заключение

За последние десятилетия как в научной литературе, так и в деловом мире возрос интерес к КСО и ее влиянию на действия и результаты компаний.

Мы исследовали взаимосвязь между корпоративной социальной ответственностью и финансовым рычагом.

Это исследование, изучающее взаимосвязь между КСО и корпоративной эффективностью (финансовой и нефинансовой), сосредоточилось только на положительных

аспектах деятельности КСО и игнорировало потенциальные риски и затраты, связанные с внедрением практик КСО, которые могут снизить эффективность компании.

Несмотря на растущий интерес к корпоративной социальной ответственности (КСО) в литературе, взаимосвязь между деятельностью КСО и индивидуальным риском компаний, одним из важнейших компонентов оценки акционерной стоимости, остается темой недостаточного изученной.

### Библиографический список

1. Ершова Н.А., Миронова О.В. Управленческий учет и анализ: учебное пособие. М.: РГУП, 2020. 152 с.
2. Ершова Н.А. Финансово-инвестиционная стратегия: учебное пособие / Н.А. Ершова, О.В. Миронова, Т.В. Чернышева. М.: РГУП, 2021. 196 с.
3. Каримова С.А. Корпоративная социальная ответственность как источник социального капитала организации. М.: Креативная экономика, 2020. 208 с.
4. Сергеев А.А. Бизнес-планирование: учебник и практикум для вузов. 5-е изд., испр. и доп. М.: Юрайт, 2023. 442 с.
5. Ховаев С.Ю., Кожевников А.Д. Взаимосвязь уровня корпоративной социальной ответственности и результатов деятельности организации // Бизнес. Образование. Право. Вестник Волгоградского института бизнеса. 2016. № 2 (35). С. 165–169.