

ФІНАНСОВІ ДЕТЕРМІНАНТИ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ КОРПОРАТИВНОЇ СОЦІАЛЬНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ КОМПАНІЙ В УКРАЇНІ: МЕТОДИКА ТА РЕЗУЛЬТАТИ ЕМПІРИЧНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ

© 2016 **ВАСИЛЬЧУК І. П.**

УДК 336.71

Васильчук І. П. Фінансові детермінанти результативності корпоративної соціальної діяльності компаній в Україні: методика та результати емпіричного дослідження

Успішність здійснення КСД залежить від розв'язання двох основних завдань: 1) створення адекватних вимірників результативності КСД, які б служили індикаторами формування політики у КСВ та системи винагороди менеджерів; 2) виявлення фінансових детермінант результативності КСД, які б служили основою розроблення відповідної системи фінансового забезпечення. З цією метою запропоновано методологію емпіричного дослідження передумов і детермінант розробки системи фінансового забезпечення сталого розвитку українських корпорацій з використанням описового та економетричного аналізу. Розроблено власний Індекс результативності КСД (Індекс сталого розвитку корпорацій) та запропоновано методологію його складання. Для аналізу прогресу компаній у КСД розроблено ряд критеріїв, що становлять основу Індексу. Для ідентифікації фінансових детермінант результативності КСД запропоновано використовувати такі показники: чиста виручка від реалізації продукції, операційний прибуток, доходність активів (ROA), доходність власного капіталу (ROE), чистий грошовий потік, однорічна доходність акцій, п'ятирічна волатильність акцій, фінансовий леведріж. За результатами аналізу вибіркової сукупності вітчизняних корпорацій виявлено низький ступінь розкриття інформації про КСД у різних аспектах сталого розвитку та невисоку якість нефінансової звітності вітчизняних компаній.

Ключові слова: сталий розвиток, корпоративна соціальна діяльність, фінансові детермінанти, фінансове забезпечення.

Рис.: 1. Табл.: 5. **Формул.:** 4. **Бібл.:** 12.

Васильчук Ірина Петрівна – кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри фінансів, податків і страхової справи, Криворізький економічний інститут Київського національного економічного університету ім. В. Гетьмана (вул. К. Маркса, 64, Кривий Ріг, Дніпропетровська обл., 50000, Україна)

E-mail: vasylychuk-irina@rambler.ru

УДК 336.71

UDC 336.71

Васильчук І. П. Финансовые детерминанты результативности корпоративной социальной деятельности компаний в Украине: методика и результаты эмпирического исследования

Успешность осуществления КСД зависит от решения двух основных задач: 1) создание адекватных измерителей результативности КСД, которые могут служить индикаторами формирования КСО-политики и системы вознаграждения менеджеров; 2) выявления финансовых детерминант результативности КСД, которые могут быть положены в основу разработки соответствующей системы финансового обеспечения. С этой целью предложена методология эмпирического исследования предпосылок и детерминант разработки системы финансового обеспечения устойчивого развития украинских корпораций с использованием описового и эконометрического анализа. Разработан собственный Индекс результативности КСД (Индекс устойчивого развития корпораций) и предложена методология его составления. Для анализа прогресса компаний в КСД разработан ряд критериев, составляющих основу индекса. Для идентификации финансовых детерминант результативности КСД предложены следующие показатели: чистая выручка от реализации продукции, операционная прибыль, доходность активов (ROA), доходность собственного капитала (ROE), чистый денежный поток, годовая доходность акций, пятилетняя волатильность акций, финансовый леведріж. По результатам анализа выборочной совокупности отечественных корпораций выявлена низкая степень раскрытия информации о КСД в различных аспектах устойчивого развития и невысокое качество нефинансовой отчетности отечественных компаний.

Ключевые слова: устойчивое развитие, корпоративная социальная деятельность, финансовые детерминанты, финансовое обеспечение.

Рис.: 1. Табл.: 5. **Формул.:** 4. **Библ.:** 12.

Васильчук Ирина Петровна – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансов, налогов и страхового дела, Криворожский экономический институт Киевского национального экономического университета им. В. Гетьмана (ул. К. Маркса, 64, Кривой Рог, Днепропетровская обл., 50000, Украина)

E-mail: vasylychuk-irina@rambler.ru

Vasylychuk I. P. Financial Determinants of Effectiveness of the Corporate Social Activity of Companies in Ukraine: Methods and Results of an Empirical Study

A successful implementation of the CSA depends on solving two main tasks: 1) creation of adequate measuring tools for effectiveness of CSA, which can serve as indicators of both formation of CSR policies and the system for remuneration of managers; 2) identifying financial determinants of effectiveness of CSA, which could form basis for the development of a financial security system. To this end, a methodology for empirical researching the prerequisites and determinants in terms of development of financial system to ensure sustainable development of the Ukrainian corporations using descriptive and econometric analysis has been proposed. An author's own index of CSA effectiveness (index of sustainable development of corporations) has been developed, a methodology of its compilation has been suggested. To analyze the progress of companies in the CSA a number of criteria has been developed, which form the basis of the index. To identify financial determinants of CSA effectiveness the following indicators has been proposed: net revenues from product sales, operating profit, return on assets (ROA), return on equity (ROE), net cash flow, annual return on shares, a five-year volatility of shares, financial leverage. On the basis of an analysis of sample multitude of domestic corporations, a low level of disclosure on CSA in various aspects of sustainable development as well as poor quality of non-financial reporting by domestic companies has been revealed.

Keywords: sustainable development, corporate social activity, financial determinants, financial security.

Fig.: 1. **Tabl.:** 5. **Formulae:** 4. **Bibl.:** 12.

Vasylychuk Irina P. – PhD (Economics), Associate Professor, Associate Professor of the Department of Finance, Taxes and Insurance, Kryvyi Rig Economic Institute of the Kiev National Economic University named after V. Getman (64 K. Marksa Str., Kryvyi Rih, Dnipropetrovsk region, 50000, Ukraine)

E-mail: vasylychuk-irina@rambler.ru

Останні дослідження в галузі стратегічного менеджменту резюмують, що стратегічний успіх компанії та максимізація її ринкової вартості у довгостроковому періоді все більше залежать від імплементації засад концепцій сталого розвитку та корпоративної соціальної відповідальності (КСВ). Концепція КСВ отримує практичну реалізацію через заходи у корпоративній соціальній діяльності (КСД). Базою для оцінки КСД є результати у сфері корпоративної соціальної відповідальності, які не завжди мають фінансовий вимір. Ці результати проявляються у сприйнятті соціальної та екологічної відповідальності корпорації різними групами стейкхолдерів, у ступені задоволення їх інтересів за рахунок корпоративної політики, а також їх інтеграції у програми, які направлені на досягнення КСВ [1, с. 708–709]. Успішність здійснення КСД залежить від розв'язання двох ключових завдань: 1) створення адекватних вимірників результативності КСД, які б служили індикаторами формування політики у КСВ, та системи винагороди менеджерів; 2) виявлення фінансових детермінант результативності КСД, які б служили основою створення відповідної системи фінансового забезпечення.

Новизна дослідження визначається такими аргументами. *По-перше*, більша частина існуючих емпіричних досліджень, які розглядали питання зі схожою тематики, проводилася для вибірки компаній англо-американських (США і Великобританії) та окремих розвинутих європейських країн (Італія, Німеччина, Іспанія, Данія). Існує лише невелика кількість емпіричних досліджень на тему КСВ та нефінансової звітності для країн, що розвиваються (Ye, Zhang, 2011; Ioannou, Serafeim, 2012; Choi, Pae, 2011) [2–4]. *По-друге*, вибірка для такого аналізу ґрунтувалася переважно на великих транснаціональних компаніях, а невеликі та позалістингові компанії залишилися поза увагою. *По-третє*, більшість відомих емпіричних досліджень в основному зосереджена на одному вимірі КСД – її екологічній складовій. *По-четверте*, існуючі дослідження не розглядають сучасні інституційні зміни, такі як поява інтегрованої звітності та/або розробка четвертої версії рекомендацій Глобальної Ініціативи з нефінансової звітності (GRI). *По-п'яте*, ґрунтовні економетричні дослідження для українського контексту відсутні, зокрема щодо детермінант прийняття рішення про розкриття нефінансової звітності, фінансових детермінант результативності КСД, впливу КСД на фінансову успішність компанії. Існує лише декілька описових емпіричних досліджень щодо поширення КСВ і нефінансової звітності в Україні (Л. Гуляєва, А. Полянська, М. Шигун, Т. Давидюк) [5–7]. Крім того, даний аналіз має досить велику вибірку українських компаній у порівнянні з попередніми емпіричними дослідженнями (В. Лангової [8]), що дозволяє зробити узагальнення для українського ринку. На додаток до вищезазначеного, запропонований нами Індекс результативності КСД охоплює декілька аспектів: екологічні, соціальні, бізнес-етика і комплаєнс, стейкхолдер-менеджмент та інші сфери КСД. Індекс був складений на основі рекомендацій GRI [9], Глобальної Ініціативи

ООН [10] та прийнятний для аналізу компаній з країн, що розвиваються.

Мета емпіричного дослідження: *по-перше*, визначити взаємозв'язок і оцінити вплив діяльності українських компаній у сфері КСВ на розбудову сталого розвитку та ідентифікувати ті, які здобули найбільшого прогресу в цьому напрямку; *по-друге*, оцінити стан розкриття компаніями нефінансової інформації про сталий розвиток та визначити ті, що мають вищу її якість; *по-третє*, ідентифікувати детермінанти, зокрема фінансові, результативності КСД для вітчизняних компаній.

Розвиток і формулювання гіпотез. Згідно з визначеними завданнями було сформульовано два окремі блоки гіпотез (табл. 1).

Перший блок (гіпотези 1–8) присвячений ідентифікації детермінант результативності КСД і розкриттю нефінансової інформації. При цьому результативність КСД запропоновано оцінювати у двох аспектах: за показником «додана вартість для стейкхолдерів, розподілена на добровільних засадах», та якістю нефінансової звітності/вірогідністю прийняття рішення про публікацію нефінансової звітності. За результатами дослідження маємо на меті виділити найбільш вагомий детермінанти, що визначають стан імплементації сталого розвитку у практику вітчизняних компаній.

Другий блок (гіпотези 9–13) передбачає розгляд фінансових детермінант успіхів у досягненні цілей сталого розвитку компаній. За результатами тестування цього блоку гіпотез маємо на меті виділити найбільш вагомий фінансові детермінанти результативності КСД, що має скласти підґрунтя для створення системи фінансового забезпечення сталого розвитку вітчизняних корпорацій. Для кожної з гіпотез було сформовано декілька статистичних моделей залежно від індикатора оцінки результативності КСД, наприклад, за допомогою окремого індексу та його складових або на основі показника «додана вартість для стейкхолдерів, розподілена на добровільних засадах».

Особливості формування та опис вибірки. Побудова вибірки компаній відбувалася у двох напрямках, що дозволяє отримати всеохоплюючу картину стану КСД і нефінансової звітності в Україні та провести аналіз сформульованих гіпотез. По-перше, одним із завдань при побудові вибірки була ідентифікація якомога більшої кількості компаній, що розкривають інформацію про аспекти сталого розвитку. Тому були розглянуті українські компанії – учасниці міжнародних ініціатив із КСВ та нефінансової звітності, таких як Глобальна ініціатива зі звітності та Глобальний договір ООН. Крім того, був проведений пошук національних ренкінгів та відзнак у сфері сталого розвитку. Найбільшим за охопленням (більше 100 компаній були розглянуті у 2014 р.) виявився ренкінг прозорості Центру «Розвитку КСВ» [11]. Другим завданням щодо побудови вибірки було включення компаній, які допомагають протестувати відповідні гіпотези про детермінанти КСД, зокрема найбільших українських компаній (тих що увійшли до рейтингу «Делойт»), найліквідніших компанії з головного біржового індексу ПФТС, компаній – філій ТНК та українських компаній, що мають лістинг за кордоном. При цьому компанії, які

Формулювання гіпотез

№ гіпотези	Зміст гіпотези
Гіпотеза 1	Існує позитивний взаємозв'язок між розміром компанії та результативністю КСД (детермінанта – розмір компанії)
Гіпотеза 2	Існує позитивний взаємозв'язок між ліквідністю акцій компанії та результативністю КСД (детермінанта – ліквідність акцій)
Гіпотеза 3	Існує позитивний взаємозв'язок між лістингом компанії на закордонних біржових майданчиках і результативністю КСД (детермінанта – лістинг на міжнародному фондовому майданчику)
Гіпотеза 4	Існує позитивний взаємозв'язок між походженням компанії (іноземні компанії) та результативністю КСД (детермінанта – іноземний капітал/міжнародні компанії)
Гіпотеза 5	Існує позитивний взаємозв'язок між наявністю держави серед власників компанії та результативністю КСД (детермінанта – частка державної власності)
Гіпотеза 6	Існує негативний взаємозв'язок між концентрацією власності компанії (приналежністю до материнських структур) та результативністю КСД (детермінанта – концентрація власності)
Гіпотеза 7	Існує позитивний взаємозв'язок між участю компанії в міжнародних ініціативах з КСВ і результативністю КСД (детермінанта – відповідність міжнародним практикам)
Гіпотеза 8	Існує позитивний взаємозв'язок між приналежністю компанії до екологічно чутливих галузей економіки та результативністю КСД (детермінанта – приналежність до екологічно чутливих видів економічної діяльності)
Гіпотеза 9	Існує позитивний взаємозв'язок між розміром виручки компанії та результативністю КСД (детермінанта – обсяг виручки)
Гіпотеза 10	Існує позитивний взаємозв'язок між прибутковістю компанії та результативністю КСД (детермінанта – прибутковість)
Гіпотеза 11	Існує позитивний взаємозв'язок між ліквідністю компанії та результативністю КСД (детермінанта – чистий грошовий потік/ліквідність компанії)
Гіпотеза 12	Існує позитивний взаємозв'язок між дохідністю і ризиковістю акцій компанії та результативністю КСД (детермінанта – дохідність акцій компанії)
Гіпотеза 13	Існує позитивний взаємозв'язок між фінансовим левериджем компанії та результативністю КСД (детермінанта – фінансовий леверидж компанії)

не розкривали інформацію про КСД, були виключені з кінцевої вибірки. Зазначимо, що деякі компанії входили в більше, ніж один із описаних джерел інформації, тому кінцева вибірка налічує 138 компаній.

Структура вибірки компаній є досить гетерогенною. Так, 20% усіх компаній мають частку державної власності. Лише 60% компаній вибірки є публічними компаніями (ПАТ), тому не для всіх компаній вибірки було знайдено фінансові показники для подальшого аналізу. Приблизно 50% усіх компаній входять до ФПГ або іншої інтегрованої структури. Як правило, такі структури в Україні керуються переважно 1-2 мажоритарними власниками. Також інші компанії, що не входять до ФПГ, знаходяться у власності однієї або двох компаній, частина з яких зареєстрована у офшорах. Таким чином, рівень концентрації власності в Україні є дуже високий у порівнянні із середньоєвропейським.

Опис методики аналізу результативності КСД і якості нефінансової звітності. Потрібно зазначити, що жодна з існуючих на сьогодні в емпіричній літературі методик оцінки результативності КСД та якості нефінансової звітності повною мірою не відповідає реаліям країн, що розвиваються. Тому доцільно розробити власну методику, а саме: створити інтегральний показник – Індекс для оцінки результативності КСД вітчизняних компаній. Оскільки результативність КСД і якість нефі-

нансової звітності не є тотожними поняттями, то нами було розроблено два окремі Індeksi. Індекс результативності КСД був розрахований для усіх компаній вибірки, а Індекс якості нефінансової звітності зі сталого розвитку – лише для компаній, які випустили окремий документ із нефінансовою інформацією, тобто нефінансовий звіт, соціальний звіт, інтегрований звіт і т. п.

Розглянемо методологію складання власного Індeksu результативності КСД. Він призначений для аналізу повноти розкриття інформації про конкретні природоохоронні та соціальні заходи; наявності кількісної оцінки впливу діяльності компанії на її стейкхолдерів та навколишнє середовище; ступеня досягнення компанією екологічних/соціальних цілей. Оскільки аналіз передбачає оцінку насамперед немонетарної (нефінансової) інформації, отриманої з візуально-текстових джерел, то найбільш релевантним методом є контент-аналіз. Індекс розроблений на підставі огляду попередніх досліджень для країн з економікою, що розвиваються. Основу для оцінки соціальних та екологічних аспектів складають рекомендації Глобальної ініціативи зі звітності (GRI) (оновлені версії GRI), тому розроблений вимірник є повним, з достатніми широтою та глибиною охоплення інформації, та актуальним.

Для аналізу прогресу компаній у КСД нами розроблено ряд критеріїв, що становлять основу Індексу, які дозволяють оцінити систему заходів компаній в екологічній, соціальній сферах, охарактеризувати стан корпоративної етики та напрямки роботи зі стейкхолдерами. При цьому заходи в межах політики КСВ і корпоративного громадянства розглядалися як складові КСД (як реалізація цих концепцій на практиці) та знайшли відображення у критеріях. При виведенні критеріїв ми спиралась на такі положення та аргументи:

1) критерії мають враховувати складові триєдиної концепції сталого розвитку (TBL) та відображати погляд на компанію з позиції постачальників фінансового капіталу і соціуму як основних суб'єктів відносин, що мають найбільш найбільшу силу примусу до позитивних змін;

2) оскільки сучасна парадигма управління корпораціями та теоретико-методологічні положення концепції сталого розвитку і КСВ ґрунтуються на стейкхолдерському підході, то й, відповідно, місія, візія, мета діяльності, стратегія та інші аспекти діяльності корпорацій повинні включати, а звіти – розкривати аспекти стейкхолдер-менеджменту;

3) в останні роки значно посилилися вимоги до корпорацій щодо дотримання етичних стандартів та нормативно-законодавчих документів, що зумовило появу нової управлінської функції, такої як комплаєнс-контроль. Тому нами включено цей критерій у пропонувану методикою оцінювання;

4) необхідно враховувати соціальні та екологічні аспекти сталого розвитку, орієнтовані на зовнішню перспективу, які відображаються у практиках переважно корпоративного громадянства та благодійності (на початкових стадіях імплементації КСВ);

5) за опитуваннями третина вітчизняних компаній реалізують ISO 26000, 44% – готують звіти за GRI, тому «перевірочні» критерії мають виводитися з основних положень цих стандартів.

Виходячи з вищевикладених міркувань нами запропоновано такі ключові теми для методики оцінювання: 1) загальні відомості про організацію КСД-менеджменту та управління сталим розвитком; 2) соціальні аспекти (орієнтовані на внутрішню перспективу); 3) екологічні аспекти (орієнтовані на внутрішню і зовнішню перспективу); 4) корпоративне громадянство та благодійність (орієнтовані на зовнішню перспективу); 5) стейкхолдер-менеджмент; 6) бізнес-етика та комплаєнс-контроль.

Кожна тема є комплексною і містить окремі набір критеріїв оцінювання за напрямками та аспектами, що найповніше розкривають зміст. У сумі було використано 69 критеріїв. Для кожного критерію були присвоєні бали, шкала яких передбачає межі (0/1/2) або (0/1/2/3) залежно від повноти розкриття інформації. Критерії відбиралися з урахуванням галузевої специфіки для забезпечення однакової максимально можливої величини Індексу для компаній із різних видів діяльності. Кожному критерію присвоювали окрему кількість балів, які потім були агреговані до незваженого індексу.

Таким чином, запропонований Індекс результативності КСД розраховується двома методами – як сума балів і як відсоток від максимально можливої суми балів (максимальна сума балів дорівнює 145):

$$CSP\ Index = \Sigma Score / 145.$$

Також були розраховані окремі Індeksi за головними шістьма темами.

Схожа процедура використовувалася для формування Індексу якості нефінансової звітності. Індекс розкриття та якості нефінансової звітності (*Corporate Social Disclosure, CSD*) розраховується двома методами – як сума балів і як відсоток від максимально можливої суми балів (максимальна сума балів дорівнює 24):

$$CSD\ Index = \Sigma Score / 24.$$

Методика економетричного аналізу: особливості розрахунку змінних та емпірична модель. Перша група змінних дозволяє оцінити стан і результативність КСД компанії та якості нефінансової звітності. До цієї групи належить Індекс прозорості, складений Центром «Розвитку КСВ» [11], авторський Індекс результативності КСД та його складові, бінарна зміна, що оцінює наявність у компанії нефінансової звітності та авторський Індекс якості нефінансової звітності. Два перші Індeksi розглядалися як взаємозамінні та обидва використовувалися для тестування гіпотез щодо оцінки результативності КСД компанії.

Крім того, запропоновано додаткову змінну, що характеризує фінансовий аспект результативності КСД компанії в контексті сталого розвитку, а саме – «додана вартість для стейкхолдерів, розподілена на добровільних засадах». У даному аспекті це та частина доданої вартості, що представлена сумами інвестицій в екологію, розвиток персоналу, безпеку праці, корпоративне громадянство та доброчинність. Оскільки такі інвестиції є виключно добровільними, хоча і можуть бути обумовлені економічною вигодою, саме частина створеної доданої вартості для стейкхолдерів, розподіленої на добровільних засадах як компонент КСД, найкраще характеризує її результативність і дозволяє фінансово виміряти внесок у сталий розвиток. Тому цей показник був використаний як окрема змінна в аналізі. Іншою додатковою змінною, яка дозволяє більш детально оцінити стан і результативність КСД, є змінна «вид концепції КСД», що характеризує ступінь обізнаності з концепцією та прогрес в імплементації її положень. Ця змінна характеризує аспект глибини імплементації. Змінна може приймати значення від 1 до 4 балів залежно від ступеня імплементації концепції в повсякденне управління компанією. Іншими індикатором успіхів компанії у КСД є наявність міжнародних сертифікатів екологічного/соціального напрямку, таких як ISO 14000, ISO 9000 та OHSAS 18000. Кожен сертифікат відповідає окремій бінарній змінній, що приймає значення 1, якщо компанія має сертифікат, і 0, якщо немає.

Друга група змінних використовувалася для тестування гіпотез щодо детермінант результативності КСД та якості нефінансової звітності. Їх можна умовно поділити на загальні детермінанти фінансового/нефінансового характеру і на фінансові показники. До пер-

шої категорії належить сукупність бінарних змінних, які визначають приналежність компанії до окремої категорії загальних детермінант (див. гіпотези 1–8). До другої категорії детермінант належать фінансові показники. Їх можна поділити на фінансові показники, що пов'язані з розміром компанії, її ліквідністю, фінансовою стійкістю, прибутковістю активів, капіталу та дохідністю акцій. Останні можна поділити на показники, що розраховані на основі бухгалтерських величин (наприклад, операційний прибуток або рентабельність активів) та показники, що розраховані на основі показників з фондового ринку (наприклад, показник Тобіна чи дохідність акцій). Для оцінки розміру компанії та наявності в неї ліквідних фінансових ресурсів, використовувалися показники чистого (вільного) грошового потоку (*FCF*) та чистої виручки від реалізації продукції (*Sales*). Прибутковість компаній оцінювалася за допомогою показників операційного прибутку (*Oper Profit*), рентабельності активів (*ROA*) та власного капіталу (*ROE*). Аспект залучення фінансового капіталу і фінансової стійкості визначався за показником фінансового левериджу (*FLv*). Серед ринкових показників було відібрано показник однорічної дохідності акцій та п'ятирічна волатильність акцій. Більшість бухгалтерських і ринкових показників розраховувалися за 2013 р., оскільки політична криза в Україні у 2014–2015 рр. негативно відбилася на фінансових результатах компаній. Волатильність акцій розраховувалася на основі одномісячної дохідності за п'ять років (2008–2015 рр.).

Останній блок змінних характеризує фінансову успішність компанії. У багатьох емпіричних дослідженнях здійснюється спроба виміряти фінансову ефективність за допомогою одного показника, здебільшого на основі показників прибутковості. Проте фінансова ефективність компанії є поняттям, що виходить за рамки розміру прибутку в конкретному році. Доцільніше говорити про загальний фінансовий стан компанії як результат фінансової ефективності діяльності, на який впливають ліквідність, фінансова стійкість та можливі майбутні ризики і загрози. Тому вважаємо, що доречно вимірювати фінансову ефективність компаній на основі агрегованого показника (індексу). В аналізі використовувалися два методи для формування такого показника: 1) агрегований показник, що являє собою лінійну комбінацію за методом стандартизованих оцінок (*Z*-оцінок (*Z-Score*)), 2) агрегований показник, що являє собою лінійну комбінацію, яка створена за методом головних компонент (*Principal Component Analysis* (*PCA-Score*)).

Для того, щоб протестувати перший блок гіпотез (*гіпотези 1–8*) на наявність залежності між індексами, які характеризують стан і результативність КСД компанії та її детермінанти, було використано два типи економетричного аналізу: 1) сукупність тестів для порівняння двох вибірових сукупностей і 2) регресійний аналіз. Ці типи аналізу застосовувалися окремо для кожного Індексу або змінної, зокрема Індексу результативності КСД, Індексу прозорості, екологічного індексу, соціального індексу та показника «доданої вартості для стейкхолдерів, розподіленої на добровільних засадах».

Схожий підхід використовувався для тестування гіпотез (*гіпотези 9–13*), в основі яких покладено фінансові показники. Для цього компанії з вибірки спочатку були розподілені на дві групи залежно від рівня фінансового показника: компанії, які мали фінансові показники вище за середнє (медіанне) значення, відносилися до групи 1, усі інші – до групи 2. Після чого для цих груп порівнювалося середнє (медіанне) значення індексів результативності КСД за допомогою тестів. Інший тип аналізу, що використовувався для тестування детермінант індексів КСД (*гіпотези 1–13*), базувався на методах лінійної регресії за методом найменших квадратів.

Базові економетричні моделі для тестування гіпотез виглядають таким чином:

$$CSP\ index = Sales + Oper\ Profit + ROA + ROE + FCF + FLv + Listing + Foreign + State + Return + Volatility + Eco-sensitive; \quad (1)$$

$$CSD\ index = Sales + Oper\ Profit + ROA + ROE + FCF + FLv; \quad (2)$$

$$CSD\ Decision = Sales + Oper\ Profit + ROA + ROE + FCF + FLv; \quad (3)$$

$$Z-Score / PCA-Score = Aspects\ of\ CSP + Ethics + STK\ Management + Corp\ Citizenship + Eco\ index + Soc\ index. \quad (4)$$

Результати аналізу стану впровадження нефінансової звітності в Україні та оцінку її якості більш детально представлено в роботі [12]. Інформаційний контент нефінансової звітності компаній вибіркової сукупності оцінювався за визначеними комплексними критеріями, що найбільш повно й адекватно характеризують певні аспекти імплементації концепцій сталого розвитку та КСД. Наочне представлення результатів оцінювання компаній за темами подано на *рис. 1*.

За результатами проведеного дескриптивного аналізу гіпотез отримано такі **ВИСНОВКИ**:

1. Компанії переважно акцентують увагу і концентрують зусилля на соціальних аспектах підтримки власних працівників, трудових відносинах і охороні праці, екологічні ініціативи фрагментарні та спрямовані переважно на захист навколишнього середовища, а корпоративне громадянство сприймається як благодійність та волонтерська діяльність.

2. Переважна частина компаній у своїй звітності надають описову інформацію про діяльність, а не наводять різного роду індикатори за напрямками сталого розвитку і майже не оприлюднюють інформацію про суми інвестицій у сталий розвиток, що може свідчити про переважно декларативний характер діяльності та використання стратегії «greenwashing».

3. Стейкхолдерський підхід не набув належного інкорпорування в місію, політику і практику діяльності компаній, низькою є організація КСД та її результативність, на рівні компаній КСВ-політика не набула належного нормативного ті інструментального оформлення, засадничі положення КСВ не інтегровані у бізнес-процеси.

4. Оцінка якості нефінансової звітності також дозволяє говорити про неналежне ставлення до її складання та оприлюднення, низький рівень верифікації

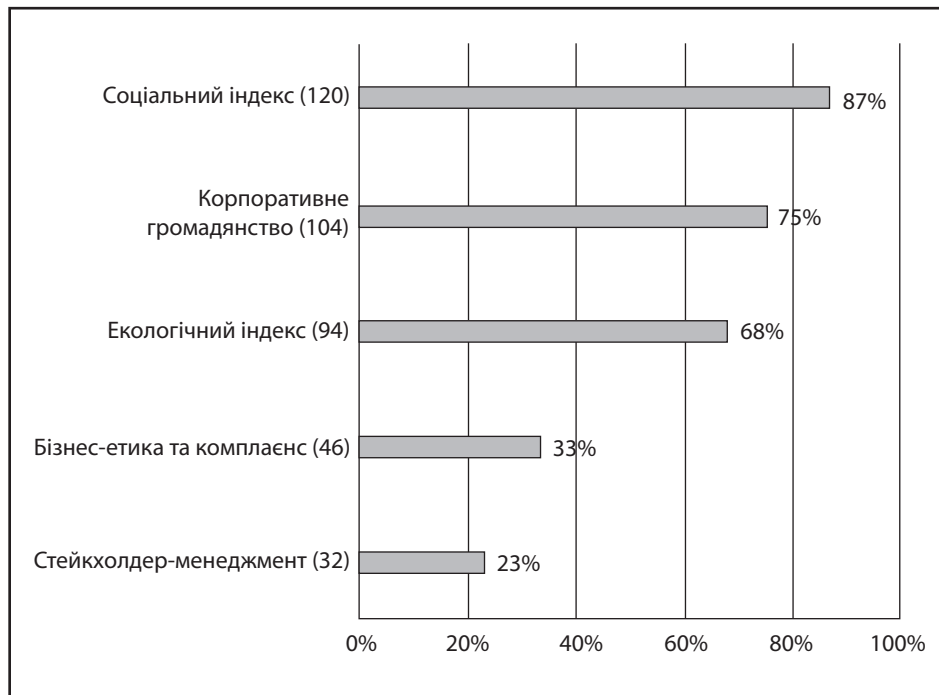


Рис. 1. Розподіл компаній вибіркової сукупності за ключовими темами щодо оцінювання аспектів КСД і сталого розвитку (кількість компаній / % від вибіркової сукупності)

звітності та недостатній рівень транспарентності та підзвітності суспільству.

Загалом, враховуючи, по-перше, недостатню репрезентативність вибірки в масштабах країни; по-друге, те, що до вибірки включені найбільші, найліквідніші та найпрогресивніші вітчизняні компанії, можна говорити про низький рівень імплементації концепцій КСВ і сталого розвитку в масштабах країни та низьку результативність КСД.

Нами складено рейтинг компаній за Індексом сталого розвитку. У топ-10 найкращих компаній увійшли такі (табл. 2).

Таблиця 2

Топ-10 найкращих компаній України за Індексом сталого розвитку

№ з/п	Назва компанії	Індекс	Рівень прогресу, %
1	ДТЕК	93	64
2	АрселорМіттал Кривий Ріг	89	61
3	Дніпроспецсталь	88	61
4	Оболонь	87	60
5	Галнафтогаз	86	59
6	Ернст енд Янг Україна	66	46
7	Феррекспо	64	44
8	Платіnum Банк	63	43
9	Кока-Кола Беверіджиз Україна	63	43
10	СКМ	59	41

За розрахунками отримано, що лише топ-5 вітчизняних компаній-лідерів приділяють достатню увагу КСД

за основними аспектами концепції сталого розвитку та КСВ і показують прогрес у досягненні цілей на рівні 60–64%. Усі інші компанії, які посідають місця у рейтингу нижче 10-го, мають Індекс сталого розвитку нижче 50 балів і демонструють прогрес на рівні нижче 40%.

Табличне представлення результатів аналізу наведено в табл. 3.

Згідно з визначеною метою окремо були проаналізовані обрані фінансові показники, які є потенційними детермінантами КСД. Загалом досить складно зробити узагальнені висновки про фінансові детермінанти результативності КСД вітчизняних компаній через розбіжність у отриманих результатах. У цілому можна говорити про часткове підтвердження гіпотез 9, 11 та 12 (табл. 4).

Це дає підстави вважати основними фінансовими детермінантами результативності КСД такі показники, як виручка від реалізації, чистий грошовий потік та дохідність акцій. Перша детермінанта обумовлює можливість отримання потенційного пулу ліквідних фінансових ресурсів для інвестування у проекти зі сталого розвитку згідно з КСД, а її динаміка свідчить про перспективи розвитку. Отримання достатніх обсягів чистої виручки дозволяє компаніям розраховувати не тільки на відшкодування витрат, але й на чисті прибутки та грошові потоки, доступні для розподілу серед стейкхолдерів. Відповідно, детермінанта «чистий грошовий потік» є індикатором достатності коштів для фінансування (самофінансування) компанії та характеризує, по-перше, стан її ліквідності, по-друге, наявність реальних коштів для фінансового забезпечення КСД, зокрема, і добровільних заходів. Детермінанта «дохідність акцій» за специфіки фондового ринку України свідчить про бажання компаній покращити свою репутацію та

Таблиця 3

Індекс результативності корпоративної соціальної діяльності та якості нефінансової звітності в розрізі окремих детермінант (у відсотках до максимально можливої суми балів)

Гіпотеза	Детермінанти	Належить до групи	Кількість компаній	Аспекти концепції сталого розвитку	Бізнес-етика	Стейкхолдер-менеджмент	Корпоративне громадянство	Екологічний індекс	Соціальний індекс	Індекс результативності КСД	Індекс якості нефінансової звітності
1	Найбільші компанії із рейтингу Делойт	так	42	32%	7%	17%	22%	11%	14%	15%	11%
		ні	96	28%	8%	13%	19%	9%	14%	14%	7%
2	Компанії, що входять до індексу ПФТС та мають найбільш ліквідні акції	так	19	27%	3%	10%	23%	9%	17%	14%	5%
		ні	119	30%	8%	15%	20%	9%	14%	14%	8%
3	Компанії, що знаходяться у лістингу закордоном	так	18	36%	6%	18%	22%	12%	15%	16%	11%
		ні	120	28%	8%	14%	20%	9%	14%	14%	7%
4	Іноземні компанії	так	27	38%	12%	27%	27%	10%	19%	18%	12%
		ні	111	27%	7%	11%	19%	9%	13%	13%	7%
5	Державна компанії	так	27	15%	2%	4%	14%	4%	9%	8%	1%
		ні	111	33%	9%	17%	22%	11%	16%	16%	9%
6	Компанії, що входять до складу ФПГ	так	69	35%	9%	20%	24%	12%	16%	17%	9%
		ні	69	24%	6%	9%	16%	7%	13%	11%	6%
7	Компанії, що є учасниками Глобальної ініціативи зі звітності	так	16	67%	33%	60%	50%	31%	44%	42%	39%
		ні	122	24%	4%	8%	16%	7%	11%	10%	4%
7	Компанії, що є учасниками Глобального Договору	так	26	56%	24%	47%	40%	20%	31%	31%	27%
		ні	112	23%	4%	7%	16%	7%	10%	10%	3%
8	Компанії, що входять до екологічно брудних галузей	так	87	31%	6%	11%	21%	12%	15%	15%	8%
		ні	51	27%	10%	19%	20%	5%	13%	12%	8%

Таблиця 4

Індекси результативності КСД та якості нефінансової звітності у розрізі окремих фінансових детермінант (у відсотках до максимально можливої суми балів)

Гіпотеза	Детермінанти	Належить до групи (нижче, вище за середнє значення або немає інформації)	Кількість компаній	Аспекти концепції сталого розвитку	Бізнес-етика	Стейкхолдер-менеджмент	Корпоративне громадянство	Екологічний індекс	Соціальний індекс	Індекс результативності КСД	Індекс якості нефінансової звітності
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
9	Виручка від реалізації	вище	14	38%	10%	18%	36%	17%	20%	21%	14%
		немає	56	30%	7%	14%	19%	9%	12%	13%	7%
		нижче	68	27%	8%	14%	18%	8%	15%	13%	7%
10	Операційний прибуток	вище	19	39%	10%	20%	31%	15%	21%	21%	16%
		немає	56	28%	6%	13%	19%	8%	12%	12%	6%
		нижче	63	28%	8%	13%	18%	9%	14%	14%	8%
10	Дохідність активів	вище	30	29%	7%	14%	18%	10%	19%	15%	10%
		немає	57	30%	6%	13%	18%	8%	12%	12%	7%
		нижче	51	29%	9%	16%	24%	10%	15%	15%	8%

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
10	Дохідність власного капіталу	вище	23	32%	5%	14%	21%	9%	16%	14%	9%
		немає	57	31%	7%	14%	19%	9%	13%	13%	8%
		нижче	58	27%	9%	14%	21%	10%	16%	15%	7%
11	Чистий грошовий потік	вище	14	36%	18%	35%	33%	13%	24%	22%	18%
		немає	59	31%	7%	15%	20%	9%	14%	14%	8%
		нижче	65	27%	5%	9%	18%	9%	13%	12%	6%
12	Однорічна дохідність акцій	вище	5	32%	6%	27%	23%	20%	24%	22%	14%
		немає	98	29%	7%	15%	19%	8%	13%	13%	8%
		нижче	35	30%	9%	11%	22%	12%	18%	16%	7%
12	П'ятирічна волатильність акцій	вище	5	30%	15%	20%	24%	17%	26%	22%	15%
		немає	98	29%	7%	15%	19%	8%	13%	13%	8%
		нижче	35	30%	8%	12%	22%	12%	18%	16%	7%
13	Фінансовий леверидж	вище	6	31%	15%	21%	24%	17%	25%	21%	16%
		немає	98	29%	7%	15%	19%	8%	13%	13%	8%
		нижче	34	29%	8%	13%	21%	12%	19%	17%	11%

привернути увагу інвесторів, у тому числі іноземних, що дасть змогу залучити необхідне фінансування, диверсифіковане за джерелами, методами та інструментами. Узагальнені результати тестування детермінант КСД наведено в табл. 5.

ВИСНОВКИ

Результати дослідження можуть бути репрезентованими такими здобутками:

1. Запропоновано методологію емпіричного дослідження передумов і детермінант розробки системи фінансового забезпечення сталого розвитку українських корпорацій з використанням описативного та економетричного аналізу. Розроблено власний Індекс результативності КСД (Індекс сталого розвитку корпорацій) та запропоновано методологію його складання, складено ранкінг вибіркової сукупності вітчизняних компаній за Індексом сталого розвитку. Для аналізу прогресу компаній у КСД розроблено ряд критеріїв, що становлять основу Індeksu, які дозволяють оцінити систему заходів компаній в екологічній, соціальній сферах, охарактеризувати стан корпоративної етики та напрямки роботи зі стейкхолдерами.

2. Для ідентифікації фінансових детермінант результативності КСД запропоновано використовувати такі показники: чиста виручка від реалізації продукції, операційний прибуток, дохідність активів (ROA), дохідність власного капіталу (ROE), чистий грошовий потік, однорічна дохідність акцій, п'ятирічна волатильність акцій, фінансовий леверидж.

3. За результатами аналізу вибіркової сукупності вітчизняних корпорацій: 1) виявлено низький ступінь розкриття інформації про КСД у різних аспектах сталого розвитку та невисоку якість нефінансової звітності вітчизняних компаній, що є свідченням низької результативності КСД; 2) знайдено підтвердження, що основними фінансовими детермінантами результативності

КСД слід вважати показники виручки від реалізації, чистого грошового потоку та дохідності акцій.

Подальші дослідження мають вестися в напрямках розробки метрик оцінювання результативності КСД, пошуку емпіричного підтвердження взаємозв'язку КСД і фінансової ефективності українських компаній. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Wood, D. J. (1991). Corporate Social Performance Revisited / D. J. Wood // In: The Academy of Management Review, 1991. – Vol. 16. – № 4. – P. 691–718.
2. Ye, K. (2011). Do lenders value corporate social responsibility? Evidence from China / K. Ye and R. Zhang // Journal of Business Ethics. – 2011. – Vol. 104. – P. 197–206.
3. Ioannou, I. (2012). The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting / I. Ioannou, G. Serafeim [Electronic resource]. – Mode of access : <http://ssrn.com/abstract=1799589>
4. Tae Hee, C. (2011). Business Ethics and Financial Reporting Quality: Evidence from Korea / Choi Tae Hee, Pae Jinhan // Journal of Business Ethics. – 2011. – Vol. 103. – P. 403–427.
5. Гуляєва Л. Впровадження принципів сталого розвитку у банківському секторі економіки України / Л. Гуляєва // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія «Економіка». – 2010. – № 119. – С. 63–67.
6. Polyanska, A. Social responsibility as an enterprise's development factor / A. Polyanska // Економічний часопис – XXI. – (2015). – № 3-4 (1). – С. 51–54.
7. Шигун М. М. Корпоративна соціальна звітність як перспектива інформування про людський капітал вітчизняних компаній / М. М. Шигун, Т. В. Давидюк // Вісник Запорізького національного університету. – 2011. – № 1 (9). – С. 173–178.
8. Ланговой В. О. Тенденції реалізації концепції сталого розвитку у виробничо-фінансовій та інвестиційній діяльності корпорацій України / В. О. Ланговой // Бізнес Інформ. – 2014. – № 10. – С. 56–66.
9. GRI (2014): G3.1 and G3 Guidelines. [Electronic resource]. – Mode of access : <https://www.globalreporting.org/reporting/G3andG3-1/Pages/default.aspx>
10. Глобальний договір ООН [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.unglobalcompact.org

Результати тестування гіпотез щодо детермінант КСД і нефінансової звітності

Гіпотеза	Детермінанти	Загальний висновок про підтвердження гіпотези	Висновок про підтвердження в розрізі окремих детермінант і аспектів КСД за економічним аналізом	Висновок про підтвердження в розрізі окремих детермінант і аспектів КСД за дескриптивним аналізом
Нефінансові (фінансові) детермінанти				
1	Розмір компанії	Не підтверджено	Не підтверджено	Не підтверджено
2	Ліквідність акцій	Не підтверджено	Не підтверджено	Не підтверджено для Індексу результативності КСД. Підтверджено для якості нефінансової звітності
3	Лістинг на міжнародній фондовій біржі	Не підтверджено	Не підтверджено	Не підтверджено, хоча краще розкривають аспекти сталого розвитку
4	Іноземний капітал/міжнародні компанії	Підтверджено	Підтверджено	Підтверджено частково: краще висвітлюють аспекти сталого розвитку, мають вищу якість нефінансової звітності
5	Частка державної власності	Не підтверджено	Не підтверджено	Не підтверджено, демонструють гірші результати за всіма темами в порівнянні з компаніями без державної частки
6	Концентрація власності	Спростовано, зв'язок є позитивним	Спростовано, зв'язок є позитивним	Спростовано, зв'язок є позитивним. Краще висвітлюють аспекти сталого розвитку, стейкхолдер-менеджменту та корпоративного управління
7	Відповідність міжнародним практикам	Підтверджено	Підтверджено	Підтверджено за всіма темами аналізу
8	Приналежність до екологічно чутливих видів економічної діяльності	Підтверджено	Підтверджено	Підтверджено частково за екологічними аспектами
Фінансові детермінанти (показники)				
9	Обсяг виручки	Підтверджено	Релевантна детермінанта Індексу прозорості, показника «вартість для стейкхолдерів, що розподілена на добровільних засадах»	Підтверджено, окрім розкриття аспектів бізнес-етики
10	Прибутковість	Не підтверджено	Релевантна детермінанта Індексу прозорості. Не релевантна детермінанта для показника «вартість для стейкхолдерів, що розподілена на добровільних засадах»	Не підтверджено, лише краще висвітлюють аспекти сталого розвитку
11	Ліквідність компанії (чистий грошовий потік)	Підтверджено	Релевантна детермінанта для соціального індексу, показника «вартість для стейкхолдерів, що розподілена на добровільних засадах»	Підтверджено, окрім екологічних аспектів
12	Доходність акцій компанії	Підтверджено	Релевантна детермінанта Індексу прозорості та екологічного індексу	Підтверджено, окрім розкриття загальних аспектів про сталий розвиток
13	Фінансовий левридж компанії	Не підтверджено	Не релевантна детермінанта для екологічного та соціального індексів	Не підтверджено, лише краще висвітлюють аспекти сталого розвитку

11. Прозорість сайтів українських Топ-100 не підвищується [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://csr-ukraine.org/article/>

12. Васильчук І. П. Нефінансова звітність як інструмент управління сталим розвитком корпорацій / І. П. Васильчук // Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент. – Одеса, 2015. – Вип. № 11. – С. 212–215.

REFERENCES

Choi, T. H., and Pae, J. "Business Ethics and Financial Reporting Quality: Evidence from Korea". *Journal of Business Ethics*, vol. 103 (2011): 403-427.

"GRI (2014): G3.1 and G3 Guidelines". <https://www.globalreporting.org/reporting/G3andG3-1/Pages/default.aspx>

Huliaieva, L. "Vprovadzhennia pryntsyviv staloho rozvytku u bankivskomu sektori ekonomiky Ukrainy" [Implementation of sustainable development principles in the banking sector of Ukraine]. *Visnyk KNU imeni Tarasa Shevchenka. Ekonomika*, no. 119 (2010): 63-67.

"Hlobalnyi dohovir OON" [UN Global Compact]. <http://www.unglobalcompact.org>

Ioannou, I., and Serafeim, G. "The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting". <http://ssrn.com/abstract=1799589>

Lanhovoi, V. O. "Tendentsii realizatsii kontseptsii staloho rozvytku u vyrobnycho-finansovii ta investytsiinii diialnosti korporatsii Ukrainy" [Trends in the implementation of sustainable development in the industrial and financial and investment corporations of Ukraine]. *Biznes Inform*, no. 10 (2014): 56-66.

Polianska, A. "Sotsialna vidpovidalnist yak faktor rozvytku pidpryiemstv" [Social responsibility as a factor of development of enterprises]. *Ekonomichnyi chasopys-XXI*, no. 3-4 (1) (2015): 51-54.

"Prozorist saitiv ukrainskykh Top-100 ne pidvyshchuietsia" [Transparency websites Ukrainian Top 100 is not increased]. <http://csr-ukraine.org/article/>

Shyhun, M. M., and Davydiuk, T. V. "Korporatyvna sotsialna zvitnist yak perspektyva informuvannia pro liudskyi kapital vitchyznianskykh kompanii" [Corporate social reporting perspective as information on human capital of domestic companies]. *Visnyk Zaporizkoho natsionalnoho universytetu*, no. 1 (9) (2011): 173-178.

Vasylchuk, I. P. "Nefinansova zvitnist iak instrument upravlinnia stalym rozvytkom korporatsii" [Non-financial reporting as a tool for sustainability management corporations]. *Naukovyi visnyk Mizhnarodnoho humanitarnoho universytetu. Serii "Ekonomika i menedzhment"*, no. 11 (2015): 212-215.

Wood, D. J. "Corporate Social Performance Revisited". *The Academy of Management Review*, vol. 16, no. 4 (1991): 691-718.

Ye, K., and Zhang, R. "Do lenders value corporate social responsibility? Evidence from China". *Journal of Business Ethics*, vol. 104 (2011): 197-206.