



Анализ влияния качества корпоративного управления как нефинансового ESG-фактора ценообразования

Ксенофонтова О.Д., старший преподаватель,
Университет «Синергия», Москва, Россия

Аннотация. В современной литературе и на практике возрастает интерес к анализу влияния нефинансовых факторов на формирование стоимости и уровень капитализации бизнеса.

Теоретиками и практиками в области корпоративных финансов доказывается, что соблюдение и раскрытие принципов ESG-инвестирования, в частности корпоративного управления, влияет на привлечение стейкхолдеров, рост стоимости бизнеса, уровень капитализации и другие аспекты ведения бизнеса. Организация также может снизить свои риски, что позволяет выстроить долгосрочные отношения со всеми заинтересованными сторонами.

Ключевые слова: стоимость бизнеса, уровень капитализации, нефинансовые показатели организации, ESG-факторы, корпоративное управление, качество корпоративного управления.

Analysis of the impact of corporate governance quality as ESG pricing factors

Ksenofontova O.D., senior lecturer,
Synergy University, Moscow, Russia

Annotation. In modern literature and in practice, there is an increasing interest in analyzing the impact of non-financial factors on the formation of value and the level of capitalization of a business.

Theorists and practitioners in the area of corporate finance prove that compliance with and disclosure of ESG investment principles, in particular corporate governance,

affects the involvement of stakeholders, the growth of business value, the level of capitalization and other aspects of doing business. The organization can also reduce its risks, which allows you to build long-term relationships with all stakeholders.

Key words: business value, capitalization level, non-financial indicators of the organization, ESG factors, corporate governance, quality of corporate governance.

Введение. В современной научной литературе активно рассматривается вопрос деления факторов стоимости бизнеса на финансовые и нефинансовые. Например, данный вопрос в своих работах рассматривают И.Ю. Беляева и М.М.Пухова¹, Н.М. Бутакова, С.А. Удалова², коллектив авторов под руководством И.В. Косоруковой³, М.Д. Парфенова⁴ и др.

Большой интерес для изучения влияния на стоимость бизнеса и уровень капитализации представляют нефинансовые показатели организации, которые раскрываются в нефинансовой или интегрированной отчетности организации поскольку в традиционной финансовой отчетности раскрываются только финансовые показатели организации⁵, которые изучаются на протяжении многих лет и их влияние на стоимость бизнеса не вызывает сомнений.

Особый интерес представляет анализ ESG-факторов на формирование стоимости и уровень капитализации бизнеса, спрос на который формируют различные группы инвесторов, поскольку проведенные исследования показывают, что 97% инвесторов учитывают их, принимая решения о вложениях⁶.

Все это способствует публикации нефинансовой информации

¹ Беляева И.Ю., Пухова М.М. Интеграция корпоративной социальной ответственности в систему корпоративного управления в России // Экономические системы. - 2017. - Т. 10. - № 2 (37). - С. 20–23.

² Бутакова Н.М., Карканица А.С., Удалова С.А. Особенности аудита и экономического анализа интегрированной отчетности // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. - 2018. - № 12-1. С. 192–195.

³ Совершенствование критериев принятия решений на базе стоимостно-ориентированного менеджмента как основа роста конкурентоспособности экономики России: монография / Под ред. И.В. Косоруковой / И.В. Косорукова, Н.В. Мирзоян, Н.А. Бондарева, А.Ю. Родин, М.А. Шуклина, И.А. Ягодкина. – Москва: Университет «Синергия». 2019. - 206 с.

⁴ Парфенова М.Д. Сбалансированная система финансовых и нефинансовых показателей как инструмент управления стоимостью компании // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2013. № 33. С. 40–48.

⁵ Мирзоева Е.В. Нефинансовая отчетность как источник информации о деятельности компании // Международный бухгалтерский учет. -2014. № 22 (316). С. 25–37.

⁶ Matthew Bell. Does your nonfinancial reporting tell your value creation story? 2018. – Режим доступа: https://www.ey.com/en_gl/assurance/does-nonfinancial-reporting-tell-value-creation-story

российскими организациями: 76% крупнейших организаций уже раскрывают нефинансовую информацию⁷.

В работе анализируется влияние соблюдения и раскрытия ESG-показателей на формирование стоимости и уровень капитализации бизнеса российских организаций, большой интерес представляет фактор – корпоративное управление.

Результаты исследования. Рассмотрим некоторые работы, в которых уже анализировалось и доказывалось влияние нефинансовых показателей или раскрытие такой информации на стоимость или уровень капитализации бизнеса, а также влияние на управление стоимостью бизнеса: Батаева Б.С., Кокурина А.Д., Карпов Н.А.⁸, Косорукова И.В. и Прокимнов Н.Н.⁹, Мирзоева Е.В.¹⁰, Парфенова М.Д.¹¹, Старюк П.Ю.¹², Усанов А.Ю. и Мощенко О.В.¹³, Ширяев Е.Г.¹⁴ и др.

Далее рассмотрим группу показателей ESG. Раскрытие экологических, социальных факторов и системы корпоративного управления, а также соблюдение всех норм в области ESG-инвестирования позволяет организациям снизить риски и привлекать инвесторов на долгосрочную перспективу. К слову, число приверженцев ответственного инвестирования растет с каждым годом (табл. 1).

⁷ Официальный сайт Frank RG. – Режим доступа: <https://frankrg.com/>

⁸ Батаева Б.С. Кокурина А.Д., Карпов Н.А. Влияние раскрытия ESG-показателей на финансовые результаты российских публичных компаний // Стратегический менеджмент и корпоративное управление. - 2021. - Т. 12. - № 6. - С. 20-32.

⁹ Косорукова И.В. и Прокимнов Н.Н. Влияние раскрытия эмитентом существенных фактов на цену акций // Прикладная информатика. - 2014. - № 1 (49). - С. 16-31.

¹⁰ Мирзоева Е.В. Нефинансовая отчетность как источник информации о деятельности компании // Международный бухгалтерский учет. - 2014. - № 22 (316). - С. 25–37.

¹¹ Парфенова М.Д. Сбалансированная система финансовых и нефинансовых показателей как инструмент управления стоимостью компании // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2013. - № 33. - С. 40–48.

¹² Старюк П.Ю. Влияние корпоративного управления на стоимость российских компаний: эмпирический анализ: диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – Москва, 2008. – 184 с.

¹³ Усанов А.Ю. и Мощенко О.В. Интегрированная отчетность как инструмент корпоративного управления компаний // Проблемы теории и практики управления. - 2019. - № 5. - С. 103-108.

¹⁴ Ширяев Е.Г. Роль нефинансовых показателей деятельности в оптимизации бизнес-процессов предприятия // Управленческий учет и финансы. - 2010. - № 2. - С. 115.

Рост числа приверженцев принципов ответственного инвестирования и объем средств под их управлением¹⁵

Год	Число сторонников	Объем средств, трлн долл
2014	1251	45,0
2015	1384	59,0
2016	1501	62,0
2017	1714	68,4
2018	1951	81,7
2019	2372	86,3
2020	3038	103,4
2021	3826	121,3

При этом, российские инвесторы считают, что корпоративное управление в большей степени влияет на стоимость акций, чем два других фактора, несмотря на то, что спрос на исследование и учет фактора социальной ответственности возрос на фоне пандемии (табл. 2).

Таблица 2

Частота влияния критериев ESG на стоимость акций по мнению российских инвесторов, %¹⁶

Наименование ESG-фактора	Частота влияния критериев ESG на стоимость акций				
	Всегда	Часто	Иногда	Редко	Крайне редко
Корпоративное управление	20	17	50	8	5
Экологический фактор	14	18	38	20	10
Социальный фактор	8	15	52	13	12

На наш взгляд, именно семь принципов Кодекса корпоративного управления (ниже – Кодекс, Кодекс КУ)¹⁷, раскрывают сущность и уровень корпоративного управления (ниже – КУ) организации. В связи с этим, авторами была проанализирована связь между принципами КУ и стоимостью / уровнем капитализацией бизнеса¹⁸.

В научной литературе анализируется влияние только части принципов и факторов корпоративного управления, выявленных на основе этих принципов. И

¹⁵ Филонов Д. Стратегические инвестиции. 2021. - Режим доступа: <https://www.forbes.ru/partner-article/442905-strategiceskie-investicii>

¹⁶ Рынок ESG инвестирования в России: настоящее и будущее / Frank RG. 2021 – Режим доступа: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.rshb.ru/download-file/472115/>

¹⁷ Письмо Банка России от 10.04.2014 № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления» // СПС Консультант Плюс.

¹⁸ Косорукова О.Д. Методика оценки влияния корпоративного управления на формирование стоимости бизнеса // Финансы и кредит. - 2021. - Т. 27. - № 9. - С. 2008-2032.

в большей степени рассматривается их влияние на уровень капитализации организации, практически отсутствует такой анализ в области формирования стоимости бизнеса.

В настоящее время в России имеются рейтинги оценки качества корпоративного управления организации, но в процессе анализируется качество только некоторых принципов Кодекса, то есть оцениваются не все 7 принципов корпоративного управления.

Так, например, Российский институт директоров (РИД) проводит национальный рейтинг корпоративного управления (ниже – НРКУ). НРКУ анализирует соблюдение 4-х компонентов, каждый из которых включает в себя несколько критериев оценки, из них три компонента непосредственно связанные с принципами корпоративного управления¹⁹:

1. Права акционеров.
2. Деятельность органов управления и контроля.
3. Раскрытие информации.
4. КСО и устойчивое развитие.

Также Росимуществом спустя несколько месяцев после утверждения Кодекса одобрена методика самооценки качества КУ в компаниях с госучастием (ниже – Методика). Методика имеет два направления: ее могут использовать как организации со 100%-ым госучастием, так и те, у которых государство является не одним собственником. Сами компоненты не меняются, изменяются только критерии в компонентах. Итак, Методика позволяет оценить следующие шесть компонентов²⁰:

1. Права акционеров.
2. Совет директоров (ниже – СД).
3. Исполнительное руководство.
4. Прозрачность и раскрытие информации.

¹⁹ Официальный сайт Российского института директоров. – Режим доступа: Российский Институт Директоров (rid.ru)

²⁰ Официальный сайт Росимущества. – Режим доступа: Федеральное агентство по управлению государственным имуществом (rosim.gov.ru)

5. Управление рисками, внутренний контроль и внутренний аудит.

6. Корпоративная социальная ответственность, деловая этика, комплайенс.

То есть, Методика позволяет оценить соблюдение только 4-х принципов корпоративного управления по Кодексу.

При этом мы считаем, что необходимо анализировать соблюдение всех принципов Кодекса для более полноценной оценки качества корпоративного управления организации. Из компонентов НРКУ и Методики Росимущества следует, что не подлежат оценки 2 принципа КУ:

1. Система вознаграждения членов СД, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества.

2. Существенные корпоративные действия.

Несомненно, оба принципа влияют на уровень качества корпоративного управления организации и, соответственно на стоимость бизнеса. Рассмотрим каждый из них по отдельности.

В целом, развитию корпоративного управления способствовало возникновение агентских конфликтов, в связи с появлением корпораций, когда собственники не смогли совмещать и функции управления и контроля. Система вознаграждения в корпоративном управлении должна быть нацелен на минимизацию агентских издержек²¹. На наш взгляд, одним из решений может послужить зависимость вознаграждения руководящих лиц от курса ценных бумаг, что послужило бы стимулом для менеджеров и других лиц в рамках максимизации стоимости бизнеса.

Также сама политика в области вознаграждения должна быть прозрачной и понятной для каждого члена общества (ни только руководящих работников). Она также должна отражать политику по возмещению расходов. В организации необходимо анализировать и раскрывать механизмы определения размера

²¹ Michael C. Jensen, William H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3. № 4. P. 305-360.

вознаграждения. Необходимо, чтобы у каждого работника была фиксированная и переменная часть вознаграждения.

На наш взгляд, вышеуказанные рекомендации поспособствуют стимулированию работников на выполнение долгосрочных целей организации.

Рассмотрим влияние раскрытие информации о существенных действиях организации на уровень качества корпоративного управления и стоимость бизнеса. Понятие существенных фактов определяется Федеральным законом²².

Данный вопрос рассматривался во многих научных работах. Авторами было доказано влияние существенных фактов на уровень капитализации бизнеса^{23, 24}.

Систематизируем вышеуказанное описание дополнительных компонентов и опишем критерии данных компонентов для оценки уровня качества корпоративного управления организации (табл. 4).

Таблица 4

Дополнительные компоненты рейтингов качества корпоративного управления²⁵

Дополнительные компоненты рейтингов	Критерии компонентов
Система вознаграждения членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества	разработана политика по вознаграждению
	разработана политика по выплате компенсаций, в которой имеется перечень расходов для возмещения
	присутствие комитета совета директоров по вознаграждению
	наличие прозрачных механизмов определения объема вознаграждения
	уровень выплачиваемого вознаграждения
Существенные корпоративные действия	наличие перечня существенных корпоративных действий общества
	определен порядок их совершения
	закреплены во внутренних документах процедуры осуществления существенных корпоративных действий
	публикация информации о наличии таких действий с объяснением причин, условий и последствий их совершения

Заключение. Таким образом, в настоящее время организациям необходимо соблюдать и анализировать ESG-факторы. Проведенный анализ

²² Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (последняя редакция) // СПС Консультант Плюс.

²³ Косорукова И.В. Анализ влияния существенных фактов на уровень капитализации российских предприятий // Вопросы экономики и права. - 2013. - № 7. - С. 96-107.

²⁴ Косорукова О.Д., Прокимнов Н.Н. Моделирование влияния существенных фактов на уровень капитализации российских компаний // Прикладная информатика. - 2022. - Т. 17. - № 1 (97). - С. 117-129.

²⁵ Составлено автором на основании изученных научных источников

показал, что инвесторы и другие группы лиц в большей степени уделяют внимание корпоративному управлению организации. Все принципы корпоративного управления в той или иной мере влияют на стоимость и уровень капитализации бизнеса, соответственно организациям необходимо внедрять их в свою деятельность и соблюдать. Соответственно, чем выше уровень корпоративного управления, а именно качество КУ, тем выше стоимость бизнеса.

Рейтинговым агентствам или другим организациям необходимо анализировать все российские принципы корпоративного управления Банка России для всесторонней оценки уровня качества корпоративного управления организации.

Библиографический список:

1. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (последняя редакция) // СПС Консультант Плюс.
2. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (последняя редакция) // СПС Консультант Плюс.
3. Письмо Банка России от 10.04.2014 № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления» // СПС Консультант Плюс.
4. Совершенствование критериев принятия решений на базе стоимостно-ориентированного менеджмента как основа роста конкурентоспособности экономики России: монография / Под ред. И.В. Косоруковой / И.В. Косорукова, Н.В. Мирзоян, Н.А. Бондарева, А.Ю. Родин, М.А. Шуклина, И.А. Ягодкина. – Москва: Университет «Синергия». 2019. – 206 с.
5. Батаева Б.С. Кокурина А.Д., Карпов Н.А. Влияние раскрытия ESG-показателей на финансовые результаты российских публичных компаний // Стратегический менеджмент и корпоративное управление. – 2021. – Т. 12. – № 6. – С. 20-32.

6. Беляева И.Ю., Пухова М.М. Интеграция корпоративной социальной ответственности в систему корпоративного управления в России // Экономические системы. – 2017. – Т. 10. – № 2 (37). – С. 20–23.
7. Бутакова Н.М., Карканица А.С., Удалова С.А. Особенности аудита и экономического анализа интегрированной отчетности // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. – 2018. – № 12-1. – С. 192–195.
8. Косорукова И.В. Анализ влияния существенных фактов на уровень капитализации российских предприятий // Вопросы экономики и права. – 2013. – № 7. – С. 96-107.
9. Косорукова И.В. и Прокимнов Н.Н. Влияние раскрытия эмитентом существенных фактов на цену акций // Прикладная информатика. – 2014. – № 1 (49). – С. 16-31.
10. Косорукова О.Д. Методика оценки влияния корпоративного управления на формирование стоимости бизнеса // Финансы и кредит. – 2021. – Т. 27. – № 9. – С. 2008-2032.
11. Косорукова О.Д., Прокимнов Н.Н. Моделирование влияния существенных фактов на уровень капитализации российских компаний // Прикладная информатика. – 2022. – Т. 17. – № 1 (97). – С. 117-129.
12. Мирзоева Е.В. Нефинансовая отчетность как источник информации о деятельности компании // Международный бухгалтерский учет. – 2014. – № 22 (316). С. 25–37.
13. Парфенова М.Д. Сбалансированная система финансовых и нефинансовых показателей как инструмент управления стоимостью компании // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2013. – № 33. – С. 40–48.
14. Старюк П.Ю. Влияние корпоративного управления на стоимость российских компаний: эмпирический анализ: диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – Москва, 2008. – 184 с.
15. Усанов А.Ю. и Мощенко О.В. Интегрированная отчетность как инструмент корпоративного управления компанией // Проблемы теории и практики управления. – 2019. – № 5. – С. 103-108.

16. Филонов Д. Стратегические инвестиции. 2021. Режим доступа: <https://www.forbes.ru/partner-article/442905-strategiceskie-investicii>

17. Ширяев Е.Г. Роль нефинансовых показателей деятельности в оптимизации бизнес-процессов предприятия // Управленческий учет и финансы. – 2010. – № 2. – С. 115.

18. Matthew Bell. Does your nonfinancial reporting tell your value creation story? 2018. – Режим доступа: https://www.ey.com/en_gl/assurance/does-nonfinancial-reporting-tell-value-creation-story

19. Michael C. Jensen, William H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. – Vol. 3. – № 4. – P. 305-360.

20. Официальный сайт Российского института директоров. – Режим доступа: Российский Институт Директоров (rid.ru)

21. Официальный сайт Росимущества. – Режим доступа: Федеральное агентство по управлению государственным имуществом (rosim.gov.ru)

22. Официальный сайт Frank RG. – Режим доступа: <https://frankrg.com/>

23. Рынок ESG инвестирования в России: настоящее и будущее / Frank RG. 2021 – Режим доступа: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/>
<https://www.rshb.ru/download-file/472115/>

References:

1. Federal Law № 39-FZ dated 22.04.1996 «On the Securities Market» (latest edition) // SPS Consultant Plus.

2. Federal Law № 208-FZ dated 26.12.1995 «On Joint-Stock Companies» (latest edition) // SPS Consultant Plus.

3. Letter of the Bank of Russia dated 10.04.2014 № 06-52/2463 «On the Corporate Governance Code» // SPS Consultant Plus.

4. With respect to the criteria of contribution, the decision on the basis of the basic-oriented management of how rosta competitiveness was founded by the extraveconomics of Russia: monograph. And.V. KosorukovoiV. Kosorukova, N.V.

Mirzoyan, N.A. Bondareva, A.Yu. Rodin, M.A. Shuklina, I.A. Yagodkina. - Moscow: University «Synergy». 2019. – P. 206.

5. Bataeva B.S. Kokurina A.D., Karpov N.A. Impact of the global market in Russia // Strategic Management and corporate governance. – 2021. – Vol. 12. – № 6. P. 20-32.

6. Belyaeva I.Yu., Pukhova M.M. Integration of Corporate Social Responsiveness in the corporate governance system in the Russian Federation // Extraveconomical system. – 2017. Vol. 10. – № 2 (37). – P. 20–23.

7. Butakova N.M., Karkanitsa A.S., Udalova S.A. Features of audit and economic analysis of integrated reporting // International Journal of Humanities and Natural Sciences. – 2018. – № 12-1. – P. 192-195.

8. Kosorukova I.V. Analysis of the impact of significant facts on the level of capitalization of Russian enterprises // Issues of economics and law. – 2013. – № 7. – P. 96-107.

9. Kosorukova I.V., Prokimnov N.N. Influence of disclosure by the issuer of material facts on the share price // Applied Informatics. – 2014. – № 1 (49). – P. 16-31.

10. Kosorukova O.D. Methodology for assessing the impact of corporate governance on the formation of business value // Finance and credit. – 2021. – Vol. 27. – № 9. – P. 2008-2032.

11. Kosorukova O.D., Prokimnov N.N. Modeling the influence of significant facts on the capitalization level of Russian companies // Applied Informatics. – 2022. –Vol. 17. – № 1 (97). – P. 117-129.

12. Mirzoeva E.V. Non-financial reporting as a source of information about the company's activities // International accounting. – 2014. – № 22 (316). – P. 25-37.

13. Parfenova M.D. Balanced system of financial and non-financial indicators as a tool for managing the company's value // Financial analytics: problems and solutions. – 2013. – № 33. – P. 40-48.

14. Staryuk P.Yu. The impact of corporate governance on the value of Russian companies: empirical analysis: dissertation for the degree of Candidate of Economic Sciences. – Moscow, 2008. – P. 184.

15. Usanov A.Yu. and Moshchenko O.V. Integrated reporting as a tool of corporate governance of a company // Problems of theory and practice of management. – 2019. – № 5. – P. 103-108.

16. Filonov D. Strategic investments. 2021. – Access mode: <https://www.forbes.ru/partner-article/442905-strategiceskie-investicii>

17. Shiryayev E.G. The role of non-financial performance indicators in the optimization of business processes of the enterprise // Managerial accounting and finance. – 2010. – № 2. – P. 115.

18. Matthew Bell. Does your nonfinancial reporting tell your value creation story? 2018. – Режим доступа: https://www.ey.com/en_gl/assurance/does-nonfinancial-reporting-tell-value-creation-story

19. Michael C. Jensen, William H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. Vol. 3. – № 4. – P. 305-360.

20. Official website of the Russian Institute of Directors. – Access mode: Russian Institute of Directors (rid.ru)

21. The official website of the Federal Property Management Agency. – Access mode: Federal Agency for State Property Management (rosim.gov.ru)

22. The official website of Frank RG. – Access mode: <https://frankrg.com/>

23. ESG Investment Market in Russia: present and future / Frank RG. 2021 – Access mode: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/>
<https://www.rshb.ru/download-file/472115/>