

DOI: 10.26794/2220-6469-2024-18-1-126-136
УДК 33.336.6(045)
JEL G32, O16

Факторы устойчивого развития в формировании стоимости производственных компаний

Ю.Ю. Савченко

Рубцовский институт (филиал) Алтайского государственного университета,
Рубцовск, Россия

АННОТАЦИЯ

Актуальность исследования обосновывается необходимостью поиска новых факторов формирования стоимости бизнеса, которые учитываются заинтересованными лицами при принятии решений. **Цель** статьи заключается в проведении анализа влияния S- и G-факторов на формирование стоимости российских публичных компаний сферы производства и обосновании значимости раскрытия показателей устойчивого развития как фактора роста бизнеса. В работе использовались **методы** корреляционного, причинно-следственного и сравнительного анализа. Выявлено, что между позицией, занимаемой в рейтинге RAEX по S- и G-факторам, и величиной капитализации наблюдается значимая взаимосвязь в отраслях добывающей и обрабатывающей промышленности. Не обнаружено статистически значимой взаимосвязи между рассматриваемыми показателями в отношении компаний агропромышленного комплекса. Подтверждено, что влияние составляющих устойчивого развития на формирование стоимости компаний зависит от их отраслевой принадлежности. Обоснована необходимость и выделены направления учета ESG-факторов применительно к методам сравнительного и доходного подходов. Научная новизна исследования определяется обоснованием необходимости раздельного учета составляющих устойчивого развития в формировании и оценке стоимости бизнеса. **Практическая значимость** заключается в получении результатов, которые могут быть использованы инвесторами, собственниками и практикующими оценщиками при определении стоимости бизнеса и принятии управленческих решений.

Ключевые слова: стоимость бизнеса; устойчивое развитие; факторы стоимости; производственные компании; капитализация; социальные факторы; факторы корпоративного управления

Для цитирования: Савченко Ю.Ю. Факторы устойчивого развития в формировании стоимости производственных компаний. *Мир новой экономики*. 2024;18(1):126-136. DOI: 10.26794/2220-6469-2024-18-1-126-136

ORIGINAL PAPER

Factors of Sustainable Development in the Formation of the Value of Manufacturing Companies

Yu.Yu. Savchenko

Rubtsovsky Institute (branch) Altai State University, Rubtsovsk, Russia

ABSTRACT

The **relevance** of the research is justified by the need to search for new factors of business value formation, which are taken into account by stakeholders when making decisions. The **purpose** of the article is to analyze the influence of S- and G- factors on the value formation of Russian public companies in the manufacturing sector and to substantiate the importance of disclosing the indicators of sustainable development of companies as a factor of business growth. The study uses **methods** and tools of correlation, causal and comparative analysis. It was found that the position occupied in the RAEX ranking by S- and G- factors and the amount of capitalization are significantly correlated for companies in the extractive and manufacturing industries. There was found no statistically significant relationship between the considered indicators in relation to the companies of the agro-industrial complex. It is confirmed that the influence of sustainable development components on the formation of the companies' value is different depending on their industry affiliation. The necessity to take into account ESG factors in the methods of comparative and income approaches is substantiated.

© Савченко Ю.Ю., 2024

The directions of ESG factors accounting in the methods of comparative and income approaches are highlighted. The scientific novelty of the research is determined by the substantiation of the necessity of separate accounting of the sustainable development components in the formation and assessment of business value. The **practical significance** of the study is that the results obtained by the author can be used by investors, owners and practicing appraisers in making managerial decisions and assessing and determining business value.

Keywords: business value; sustainable development; value factors; manufacturing companies; capitalization; social factors; corporate governance factors

For citation: Savchenko Yu.Yu. Factors of sustainable development in the formation of the value of manufacturing companies. *The World of New Economy*. 2024;18(1):126-136. DOI: 10.26794/2220-6469-2024-18-1-126-136

ВВЕДЕНИЕ

Европейское управление по ценным бумагам и рынкам (ESMA — European Securities and Markets Authority) в июле 2023 г. опубликовало заявление, в котором напомнило о необходимости раскрытия информации в сфере устойчивого развития, поскольку она является существенной для инвестора при проведении обоснованной оценки, в том числе активов и обязательств, прибылей и убытков, финансового положения и перспектив эмитента¹. Концепция «двойной существенности» (double materiality) была впервые предложена Европейской Комиссией в руководящих принципах по нефинансовой отчетности². Концепция подразумевает значимость раскрытия информации для понимания, во-первых, развития, результатов функционирования и положения компании на рынке, влияющих на ее стоимость, а во-вторых — влияния деятельности компании на стейкхолдеров.

Концепция двойной существенности достаточно широко отражена в теории. Вопросы внедрения принципов ESG в корпоративный менеджмент рассматриваются в работах М. П. Афанасьева, Н. Н. Шаш, С. Б. Сафронова, А. М. Марголина, И. В. Вякиной, Р. П. Булыги, М. В. Мельник, И. В. Сафоновой и В. Б. Гисина [1–3].

Значительный интерес для целей нашего исследования представляют работы, посвященные вопросам влияния ESG-факторов и их раскрытия на финансовые результаты деятельности компаний и их стоимость. В большинстве работ показано, что, чем больше внимания компания уделяет данным вопросам, тем лучше панель ее финансовых показате-

телей. Так, Б. С. Батаева, А. Д. Кокурина и Н. А. Карпов, проанализировав деятельность 50 российских публичных компаний, акции которых обращались на Московской бирже, пришли к выводу, что коэффициент раскрытия ESG-показателей положительно и статистически значимо связан с рентабельностью, а на прибыльность компаний оказывает влияние общий коэффициент ESG-раскрытия и его экологический компонент [4].

Результаты исследования С. J. Thomas, J. Tuyon, H. Matahir, S. Dixit компаний Малайзии позволили авторам сделать вывод о позитивном влиянии ESG-политики на показатели рентабельности собственного капитала [5]. При этом анализ дезагрегированных показателей устойчивого развития продемонстрировал, что социальная составляющая (S) значимо воздействует на рентабельность собственного капитала и коэффициент Тобина (Q-Тобина), а компонента корпоративного управления — лишь на Q-Тобина.

J. B. Wong и Q. Zhang в результате эмпирического исследования публичных компаний США с января 2007 по декабрь 2018 г. пришли к выводу, что на их оценке отрицательно сказывается раскрытие негативной информации о ESG-факторах [6].

Таким образом, проведенный обзор научной литературы говорит о том, что устойчивое развитие компаний — это позитивный фактор, способствующий росту бизнеса.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

О процессах устойчивого развития компании можно судить по ее профилю в ESG-рейтингах. Использование в корпоративной практике термина «устойчивое развитие» или «ESG» скрывает более масштабную цель, а именно — гармоничное развитие бизнес-модели компании. Устойчивое развитие — это комплексный критерий, позволяющий оценить эффективность взаимодействия всех видов капитала компании, т. е. — элемент конвергентной компоненты интеллектуального капитала.

¹ Public Statement Sustainability disclosure in prospectuses. URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-07/ESMA32-1399193447-441_Statement_on_sustainability_disclosure_in_prospectuses.pdf (дата обращения: 11.02.2024).

² Guidelines on non-financial reporting: supplement on reporting climate related information. URL: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC_0620\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC_0620(01)&from=EN) (accessed on 11.02.2024).

Таблица 1 / Table 1

Российские ESG-рейтинги / Russian ESG ratings

Рейтинг	Составитель рейтинга	Методология
ESG-индексы по устойчивому развитию РСПП	Российский союз промышленников и предпринимателей (РСПП) (с 2014 г.)	Включает два взаимосвязанных индекса. Индекс «Вектор устойчивого развития» отражает динамику показателей социально-экономической и экологической результативности и системный подход к управлению в сфере УР. Индекс «Ответственность и открытость» отражает общую ситуацию в сфере раскрытия информации об устойчивом развитии (УР) в публичной отчетности крупнейших российских компаний
Фондовые ESG-индексы Мосбиржи на основе ESG-Индексов РСПП	Московская биржа	Формируются с учетом индексов РСПП по устойчивому развитию, а начиная с 2020 г. Московской биржей составляется Рейтинг раскрытия информации по достижению ЦУР ООН
ESG-рейтинг НКР	ООО «Национальные кредитные рейтинги»	Собственная методология на основе российского и зарубежного опыта. Предназначена для присвоения ESG-рейтингов нефинансовым компаниям, финансово-кредитным компаниям, региональным и муниципальным органам власти. ESG-рейтинг включает в себя три фактора («Экологическая компонента», «Социальная компонента», «Управленческая компонента»), далее определяется взвешенная сумма оценок трех факторов
ESG-рейтинг НРА	ООО «Национальное рейтинговое агентство»	Формирует ESG-рейтинги и рэнкинги, оценивающие уровень ESG-рисков в деятельности субъектов РФ и компаний, в том числе промышленного, потребительского, финансового секторов, нефинансового сектора, сектора недвижимости. Используется при оценке компаний промышленного сектора с учетом отраслевой специфики в соответствии с методологическими подходами Агентства при присвоении рейтингов ESG. В результате происходит распределение компаний по группам по степени интеграции ESG-факторов в деятельность компаний
ESG-рейтинг Эксперт РА	АО «Эксперт РА»	Методология учитывает стандарты устойчивого развития ООН, принципы облигаций устойчивого развития ICMA, принципы зеленых кредитов LMA и методологические рекомендации ВЭБ. РФ. Включает в себя: ESG – рейтинг экологической, социальной и корпоративной ответственности; CGQ – рейтинг качества управления (Corporate Governance Quality). ESG-рейтинг определяется на основе взвешенной суммы балльных оценок разделов «Окружающая среда», «Общество», «Качество управления», а также стресс-факторов и фактора поддержки
ESG-рейтинг АКРА	Аналитическое кредитное рейтинговое агентство (АО «АКРА»)	АКРА входит в перечень независимых верификаторов Международной ассоциации рынков капитала (ICMA). Итоговый ESG-рейтинг является взвешенной оценкой по трем блокам: «Экология», «Социальная ответственность» и «Управление». Оценка каждого блока проводится в три этапа: оценка деятельности компании; оценка действий по минимизации рисков и способности им противостоять; оценка уровня соответствия лучшим практикам

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

Таблица 2 / Table 2

**ESG-карта оценки по показателям «социальные факторы» и «корпоративное управление»
методологии рейтинга RAEX ESG / ESG-assessment map based on the indicators “social
factors” and “corporate governance” of the RAEX ESG rating methodology**

Группа факторов	Фактор	Вес фактора, %
S	Человеческий капитал	9,8
	Корпоративная социальная ответственность	12,3
	Общие социальные риски	7,4
	Портфель социальных активов	7,4
G	Корпоративная структура	19,5
	Корпоративное поведение	16,5

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

В условиях санкций включенность отечественных компаний в международные ESG-рейтинги потеряла свою актуальность. В России существует достаточно большое количество национальных ESG-рейтингов (табл. 1).

В России принципы ESG достаточно активно внедряются в практику. Ориентация на них будет способствовать трансформации деятельности компаний. Включенность компании в ESG-повестку, рассматриваемую в ряде работ как составляющую деловой репутации, является проявлением и результатом функционирования интеллектуального капитала. Позиция компании в ESG-рейтинге позволяет сформировать представление о качестве ее бизнес-модели. Именно этот показатель говорит о гармоничном развитии компании, удовлетворении интересов всех групп стейкхолдеров и достигается только при достаточной сформированности всех компонент интеллектуального капитала. Кроме того, следование компании ESG-концепции — дополнительный инструмент для противодействия негативным факторам внешней среды и снижения рисков.

Тема ESG-повестки может задать положительный импульс для развития российских компаний при осознании ее ценности в плане стоимости и инвестиционной привлекательности.

Одним из наиболее популярных в России является ESG-рэнкинг российских компаний RAEX, включающий оценку составляющих по направле-

ниям: окружающая среда (E), социальная сфера (S) и корпоративное управление (G). В ESG-рэнкинг RAEX на октябрь 2023 г. включены 160 организаций.

Выборка данных для проведения корреляционного анализа не является сбалансированной, поскольку в рейтинге в разные годы было представлено различное количество публичных компаний из сферы производства. Данные 2022 г. не рассматривались в связи с решением ряда организаций не публиковать нефинансовую отчетность в период нестабильности внешних факторов и влияния санкционного воздействия на показатель капитализации.

ESG-карта оценки по показателям «социальные факторы» и «корпоративное управление» представлена в табл. 2.

В состав выборки включены российские публичные компании производственной сферы, акции которых торгуются на Московской бирже. Изменение их позиций в рэнкинге RAEX по G-фактору представлено в табл. 3.

У многих отечественных компаний позиция в рейтинге нестабильна. В первую очередь это связано с полнотой раскрытия информации с их стороны. Наибольшее падение рейтинга за анализируемый период наблюдается у ПАО «Мечел», которая из топ-лидеров переместилась во второй эшелон, потеряв при этом сразу 87 позиций. Достаточно стабильны позиции у ПАО «ММК» и «ТМК».

Таблица 3 / Table 3

**Изменение позиции публичных компаний производственной сферы компаний
в рейтинге RAEX по G-фактору / Changing in the position of public companies
in the manufacturing sector of companies in the RAEX ranking by G-factor**

№	Компания/год	G-фактор				
		2018	2019	2020	2021	2022
1	ПАО «Норильский никель»	17	4	27	44	4
2	ПАО «Северсталь»	10	11	11	17	22
3	ПАО «НЛМК»	6	5	18	11	23
4	ПАО «Русагро»	-	-	-	70	79
5	ПАО «Акрон»	-	-	-	66	53
6	ПАО «Еп+»	-	-	-	42	32
7	ПАО «Объединенная авиастроительная»	-	-	-	116	128
8	Объединенная компания «РУСАЛ» (Русал)	8	3	29	53	42
9	ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (ММК)	5	9	12	19	11
10	ПАО «Полиметалл»	-	-	15	24	14
11	ПАО «Трубная металлургическая компания» (ТМК)	-	-	32	30	28
12	ПАО «Ашинский металлургический завод»	-	-	-	102	101
13	ПАО «Мечел»	2	6	42	98	89
14	ПАО ««Нижнекамскнефтехим»	-	-	-	87	95
15	ПАО «Казаньоргсинтез»	-	-	-	119	117
16	ПАО «Русагро»	-	-	-	70	79
17	ПАО «КуйбышевАзот»	-	-	-	112	111
18	ПАО «Камаз»	-	-	-	50	67
19	ПАО «Юнипро»	-	-	-	13	7

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

Позиции исследуемых компаний в рейтинге RAEX по S-фактору представлены в табл. 4.

Позиции исследуемых компаний в рейтинге RAEX по S-фактору более стабильны, т.е. их полити-

ка в раскрытии информации по данному направлению характеризуется большей транспарентностью.

Таким образом, дескриптивный анализ показал, что за рассматриваемый период число компаний,

Таблица 4 / Table 4

**Изменение позиции публичных компаний производственной сферы компаний
в рейтинге RAEX по S-фактору / Changing in the position of public companies
in the manufacturing sector of companies in the RAEX S-factor ranking**

№	Компании/год	S-фактор				
		2018	2019	2020	2021	2022
1	ПАО «Норильский никель»	8	4	16	11	15
2	ПАО «Алроса»	-	-	-	13	27
3	ПАО «Северсталь»	24	22	4	2	8
4	ПАО «НЛМК»	21	18	3	12	2
5	ПАО «Русалго»	-	-	-	52	64
6	ПАО «Акрон»	-	-	-	48	54
7	ПАО «Еп+»	-	-	-	21	20
8	ПАО «Объединенная авиастроительная»	-	-	-	86	128
9	Объединенная компания «РУСАЛ» (Русал)	7	24	24	30	25
10	ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (ММК)	3	12	30	18	20
11	ПАО «Полиметалл»	-	-	2	4	4
12	ПАО «Трубная металлургическая компания» (ТМК)	-	-	34	54	58
13	ПАО «Ашинский металлургический завод»	-	-	-	108	117
14	ПАО «Мечел»	29	28	52	150	134
15	ПАО ««Нижнекамскнефтехим»	-	-	-	119	122
16	ПАО «Казаньоргсинтез»	-	-	-	139	142
17	ПАО «Русалго»	-	-	-	52	79
18	ПАО «КуйбышевАзот»	-	-	-	53	73
19	ПАО «Камаз»	-	-	-	43	45
20	ПАО «Юнипро»	-	-	-	38	41

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

представленных в рэнкинге, увеличилось. С 2021 г. все они вошли в рэнкинг RAEX. Позиции, занимаемые ими по S- и G-факторам, могут довольно существенно различаться в одном временном периоде.

РОЛЬ S- И G-ФАКТОРОВ В ФОРМИРОВАНИИ СТОИМОСТИ ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ КОМПАНИЙ

В условиях современной экономики все большее значение приобретают нефинансовые факторы стоимости. Одним из них является включенность компании в повестку устойчивого развития, оценить которую инвестор может через ее позицию в ESG-рейтингах. При этом факт включенности компании в повестку устойчивого развития является проявлением ее интеллектуального капитала. Так, в одном из исследований предложено выделить три группы капитализируемых компонент интеллектуального капитала: компетентностную, цифровую и конвергентную [9]. Одним из показателей, характеризующим состояние конвергентной компоненты интеллектуального капитала, может быть позиция в рейтингах (рэнкингах) устойчивого развития. Для понимания роли фактора включенности компании в повестку устойчивого развития в формировании стоимости бизнеса проведем анализ взаимосвязи ее позиции в ESG-рэнкинге

RAEX с показателем капитализации. Стоимость компании и показатель капитализации не являются тождественными понятиями [10]. Показатель рыночной капитализации компании — общая стоимость акций, находящихся на текущий момент в обращении на фондовом рынке. В научной литературе не сформирован единый взгляд на понимание капитализации. В исследованиях Г.И. Хотинской выделено несколько ее видов: реальная, маркетинговая и понимаемая как рыночная стоимость компании, акции которой котируются на фондовой бирже [11]. На капитализацию оказывает влияние большое количество макроэкономических, отраслевых и внутренних факторов, в том числе политических и психологических. Многие из них менеджмент компании не может контролировать. Капитализация в конкретную дату может не отражать рыночную стоимость компании, которая способна варьироваться в зависимости от показателей, используемых аналитиком. Тем не менее показатель динамики капитализации коррелирует с величиной стоимости компании. Существуют исследования, демонстрирующие наличие значимой связи между капитализацией и ценностью (стоимостью) бизнеса в большинстве случаев [11]. Капитализация представляет собой комплексную характеристику способности ком-

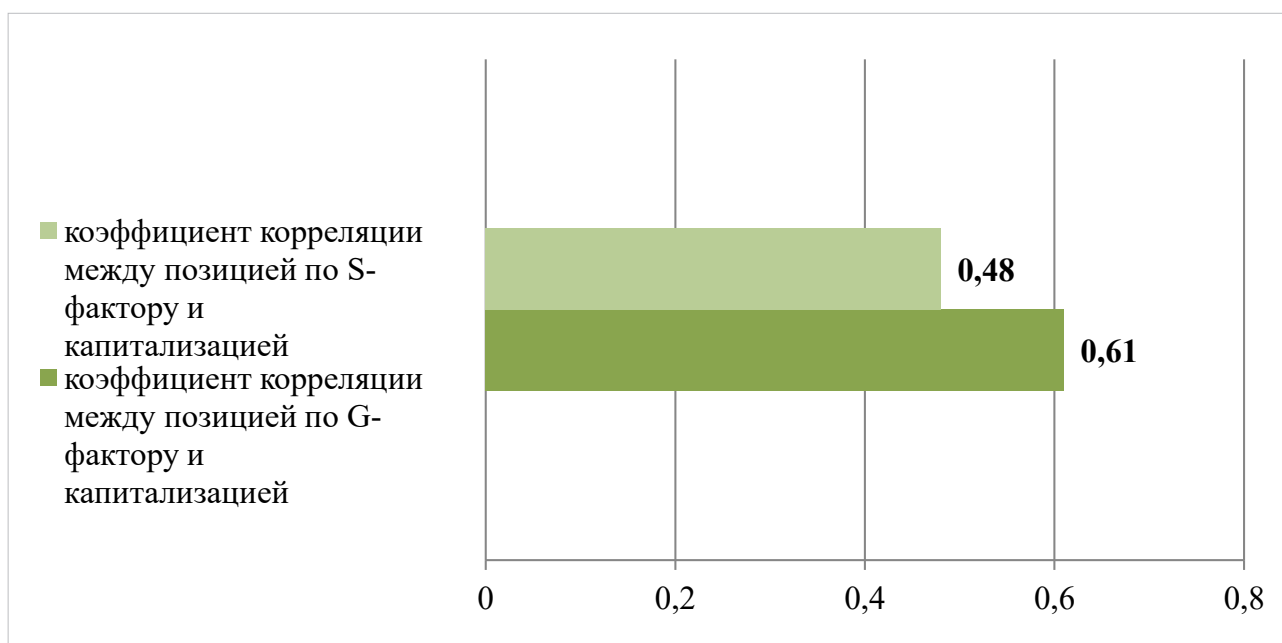


Рис. / Fig. Результаты корреляционного анализа взаимосвязи между позицией по S- и G-факторам и капитализацией публичных производственных компаний / The results of the correlation analysis of the relationship between the position on S- and G-factors and the capitalization of public manufacturing companies

Источник / Source: рассчитано автором / calculated by the author.

Таблица 5 / Table 5

Коэффициенты корреляции между капитализацией компаний и факторами конвергентной компоненты интеллектуального капитала / Correlation coefficients between the capitalization of companies and factors from the convergent component of intellectual capital

Агрегированная отрасль	Фактор	
	позиция по G-фактору	позиция по S-фактору
Агропромышленный комплекс	-	-
Добывающие производства	-	-
Обрабатывающие производства	-	-

Источник / Source: рассчитано автором / calculated by the author.

пании создавать стоимость. В исследовании мы будем придерживаться именно этого понимания данного термина.

Поскольку информация о влиянии нефинансовых показателей на формирование стоимости компаний все чаще востребована инвесторами, необходимо понимание направленности и силы связи включенности в повестку устойчивого развития и капитализации. В качестве показателя, характеризующего фактор включенности в повестку устойчивого развития, возьмем позицию, занимаемую компанией в рейтинге RAEX.

Анализ влияния E-фактора (экологического) не проводился, так как в его отношении действует значительное количество требований и нормативов, для чего необходимо отдельное исследование и учет соответствующей специфики.

В рамках анализа были выдвинуты следующие гипотезы:

1. Позиция компании в рейтинге RAEX в декомпозиции по S- и G-факторам оказывает влияние на динамику капитализации производственных компаний.

2. Для потенциального инвестора S- и G-факторы в рейтинге RAEX имеют разную значимость и, соответственно, степень влияния на капитализацию.

3. Сила влияния S- и G-факторов на рыночную капитализацию производственных компаний зависит от их отраслевой принадлежности.

Проведем оценку влияния позиций исследуемых компаний по S- и G- факторам в ESG-рейтинге RAEX на их капитализацию (см. рисунок).

Из полученных результатов можно заключить, что связь между показателем капитализации и по-

зицией по S-фактору у российских промышленных компаний умеренная ($r = 0,48$), а коэффициент корреляции $< 0,5$ (табл. 5). Связь между позицией по R-фактору и капитализацией носит значимый характер и находится в интервале от 0,5 до 0,7 ($r = 0,61$). Таким образом, позиция по R-фактору оказывает на капитализацию более сильное влияние, чем позиция по S-фактору.

Далее исследуемые компании были распределены по трем агрегированным отраслям промышленности: добывающей, обрабатывающей и агропромышленному комплексу.

При рассмотрении различий во влиянии S- и G-факторов на капитализацию публичных производственных компаний в зависимости от отраслевой принадлежности выявлено следующее:

- наиболее чувствительна к исследуемым факторам величина капитализации компаний добывающей и обрабатывающей промышленности. Обнаружена умеренная взаимосвязь между капитализацией и позицией компаний в рейтинге по S- и G-факторам;
- не обнаружилось статистически значимой взаимосвязи между капитализацией и позицией по S- и G-факторам в рейтинге RAEX у компаний, относящихся к агропромышленному комплексу. Соответственно, данные показатели не могут рассматриваться как оказывающие положительное влияние на рыночную капитализацию компаний.

Результаты проведенного анализа всей совокупности исследуемых публичных производственных компаний позволили сделать вывод о влиянии пози-

ции компании в рейтинге RAEX по S- и G-факторам на рыночную капитализацию, т.е. гипотеза 1 подтверждена.

Гипотеза 2 подтверждена частично. Взаимосвязь между G-фактором и капитализацией компаний является заметной ($R = 0,61$). Влияние S-фактора на капитализацию производственных компаний носит умеренный характер ($R = 0,48$) (см. рисунок). Соответственно, на базе исследуемой выборки компаний рассматриваемые факторы указывают на незначительное различие степени влияния на капитализацию при одинаковом векторе направленности.

Гипотеза 3 подтверждена на основе корреляционного анализа влияния позиции компании в рэнкинге RAEX по группе S- и G-факторов с учетом отраслевой принадлежности.

Для российских компаний агропромышленного сектора S- и G-факторы с позиции влияния на капитализацию оказались незначимыми, коэффициенты корреляции, соответственно, составили $-0,22$ и $-0,39$. Наиболее тесная связь наблюдается между S- и G-факторами и капитализацией компаний добывающей и обрабатывающей отраслей. Таким образом, подтверждено, что сила влияния указанных факторов на рыночную капитализацию производственных компаний различна в зависимости от отраслевой принадлежности.

УЧЕТ S- И G-ФАКТОРОВ В ФОРМИРОВАНИИ И ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Традиционные подходы к оценке стоимости компании ориентированы на финансовые факторы, но изменения, происходящие в экономике, привели к появлению новых — нефинансовых — факторов формирования стоимости. ESG-показатели привлекают во внимание инвесторами при принятии решений, в том числе при купле-продаже бизнеса. Рыночная стоимость — та, которую заинтересованное лицо на основе оценки или доступной информации рассматривает как «адекватную». Информация о реализации компанией стратегии устойчивого развития позволяет получить представление о ее текущем и прогнозном состоянии. Профессиональное суждение оценщика о стоимости бизнеса на текущую дату целесообразно формировать, учитывая ESG-показатели в конкретных отраслях.

Влияние ESG-факторов на формирование стоимости бизнеса рассматривается либо с позиции

снижения рисков деятельности, либо с учетом оптимизации бизнес-модели компании, находящей свое выражение как в результатах текущей деятельности, так и в будущей доходности.

Итоги проведенного исследования позволяют утверждать, что направления учета ESG-факторов в рамках оценки бизнеса целесообразно разделять при значимой разнице влияния на процессы формирования его стоимости в отрасли. ESG-факторы могут учитываться в методах доходного и сравнительного подходов.

Направления учета ESG-факторов в сравнительном подходе к оценке стоимости бизнеса включают:

- маркетинговые исследования отрасли, в том числе анализ влияния ESG-факторов на капитализацию и результаты деятельности компаний; составление профиля влияния ESG-факторов применительно к отрасли; обоснование значимости ESG-факторов, влияющих на оценку стоимости компании;
- анализ финансовой и нефинансовой отчетности компаний, ESG-рейтингов и рэнкингов; отбор компаний-аналогов; сопоставление аналогов и объекта оценки по заданным параметрам;
- выбор традиционных мультипликаторов, применяемых для расчета стоимости объекта с введением в дальнейшем корректировок по ESG-факторам, либо разработка и введение нового мультипликатора, позволяющего учесть влияние нефинансовых факторов стоимости, в том числе касательно рассматриваемой группы.

В рамках методов доходного подхода можно выделить два направления учета ESG-факторов:

- выявление и включение в расчет ставки дисконтирования специфических рисков по каждой составляющей ESG-факторов;
- расчет стоимости будущих денежных потоков: обоснование прогнозного периода с учетом ESG-факторов, оценка влияния на денежные потоки, расчет ставки дисконтирования и коэффициента долгосрочного устойчивого роста.

При этом целесообразно моделировать влияние ESG-факторов на финансовые показатели деятельности компании, в частности на денежные потоки.

ВЫВОДЫ

Таким образом, должен быть решен вопрос о расширении спектра нефинансовых факторов, учитываемых в процессе оценки бизнеса, и введении их в методы традиционных подходов. Результаты исследования продемонстрировали, что

значимость ESG-факторов и их влияние на показатель капитализации компаний имеют явно выраженную специфику, что позволяет утверждать о необходимости их отдельного учета в процессе формирования стоимости бизнеса. В российских компаниях не в полной мере осознана необходимость следования повестке устойчивого развития и раскрытия соответствующей информации. Сдерживающим фактором является недостаточное проникновение ESG-критериев в практику оценки стоимости бизнеса. Сегодня работа в данном направлении ограничивается лишь увеличивающимся числом теоретических исследований, а на практике соответствующие механизмы и инструменты не выработаны.

Влияние ESG-факторов на стоимость российских производственных компаний будет возрастать по мере увеличения числа тех, что участвуют в рейтин-

гах, роста внимания к ним со стороны инвесторов и введения данных факторов в практику оценки бизнеса. Выявление причинно-следственных связей между ESG-показателями и стоимостью компаний требует проведения дальнейших изысканий и развития методологии оценки стоимости бизнеса.

Результаты исследования подтвердили взаимосвязь S- и G-факторов с **показателем рыночной капитализации** компаний добывающих и обрабатывающих отраслей. Обнаружено, что позиция по R-фактору оказывает на капитализацию более сильное влияние, чем по S-фактору, но данный результат может определяться временным лагом исследования и характеристиками выборки. Анализ отдельного влияния S- и G-факторов на показатели деятельности компаний требует дальнейших исследований, учитывающих отраслевые различия.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Афанасьев М. П., Шаш Н. Н. ESG-трансформация в корпоративном секторе: систематизация глобального подхода. *Проблемы прогнозирования*. 2022;(6):185–197. DOI: 10.47711/0868–6351–195–185–197
2. Сафронов С. Б. ESG факторы — риски и возможности. *Современные технологии управления*. 2022;(1):9.
3. Булыга Р. П., Мельник М. В., Сафонова И. В., Гисин В. Б. Модель индекса ESG-транспарентности корпоративной отчетности. *Вестник МГИМО-Университета*. 2023;16(3):56–80. DOI: 10.24833/2071–8160–2023–3–90–56–80
4. Марголин А. М., Вякина И. В. Риски, вызовы и механизмы ESG-трансформации систем управления. *МИР (Модернизация. Инновации. Развитие)*. 2022;13(3):352–368. DOI: 10.18184/2079–4665.2022.13.3.352–368
5. Батаева Б. С., Кокурина А. Д., Карпов Н. А. Влияние раскрытия ESG-показателей на финансовые результаты российских публичных компаний. *Управленец*. 2021;12(6):20–32. DOI: 10.29141/2218–5003–2021–12–6–2
6. Thomas C. J., Tuyon J., Matahir H., Dixit S. The impact of sustainability practices on firm financial performance: Evidence from Malaysia. *Management and Accounting Review*. 2021;20(2):211–243. DOI: 10.24191/MAR.V20i03–09
7. Wong J. B., Zhang Q. Stock market reactions to adverse ESG disclosure via media channels. *The British Accounting Review*. 2022;54(1):101045. DOI: 10.1016/j.bar.2021.101045
8. Qureshi M. A., Kirkerud S., Tran K. T., Ahsan T. The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. *Business Strategy and the Environment*. 2020;29(3):1199–1214. DOI: 10.1002/bse.2427
9. Белик И. С., Дуцинин А. С., Никулина Н. Л. Влияние ESG-факторов на финансовое состояние и инвестиционную привлекательность российских публичных компаний. *Управленец*. 2022;13(6):44–55. DOI: 10.29141/2218–5003–2022–13–6–4
10. Савченко Ю. Ю. Исследование изменения роли и структуры интеллектуального капитала в условиях цифровой трансформации. *Креативная экономика*. 2022;16(12):4935–4952. DOI: 10.18334/ce.16.12.116772
11. Косорукова И. В., Прокимнов Н. Н. Анализ уровня капитализации и стоимости бизнеса на разных фазах макроэкономического цикла. *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2014;(18):50–56.
12. Хотинская Г. И., Гальцева Е. В. Теория и практика капитализации в условиях рынка. *Собственность и рынок*. 2005;(9):2–5.

REFERENCES

1. Afanas'ev M.P., Shash N.N. ESG-transformation in the corporate sector: Systematizing the global approach. *Studies on Russian Economic Development*. 2022;33(6):707–715. DOI: 10.1134/s1075700722060028 (In Russ.: *Problemy prognozirovaniya*. 2022;(6):185–197. DOI: 10.47711/0868–6351–195–185–197).
2. Safronov S.B. ESG factors — risks and opportunities. *Sovremennye tekhnologii upravleniya = Modern Management Technology*. 2022;(1):9. (In Russ.).
3. Bulyga R.P., Melnik M.V., Safonova I.V., Gisin V.B. A model of ESG-transparency index in corporate reporting. *Vestnik MGIMO-Universiteta = MGIMO Review of International Relations*. 2023;16(3):56–80. (In Russ.). DOI: 10.24833/2071–8160–2023–3–90–56–80
4. Margolin A.M., Vyakina I.V. Risks, threats and mechanisms of management systems of ESG-transformation. *MIR (Modernizatsiya. Innovatsii. Razvitie) = MIR (Modernization. Innovation. Research)*. 2022;13(3):352–368. (In Russ.). DOI: 10.18184/2079–4665.2022.13.3.352–368
5. Bataeva B.S., Kokurina A.D., Karpov N.A. The impact of ESG reporting on the financial performance of Russian public companies. *Upravlenets = The Manager*. 2021;12(6):20–32. (In Russ.). DOI: 10.29141/2218–5003–2021–12–6–2
6. Thomas C.J., Tuyon J., Matahir H., Dixit S. The impact of sustainability practices on firm financial performance: Evidence from Malaysia. *Management and Accounting Review*. 2021;20(2):211–243. DOI: 10.24191/MAR.V20i03–09
7. Wong J.B., Zhang Q. Stock market reactions to adverse ESG disclosure via media channels. *The British Accounting Review*. 2022;54(1):101045. DOI: 10.1016/j.bar.2021.101045
8. Qureshi M.A., Kirkerud S., Tran K.T., Ahsan T. The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. *Business Strategy and the Environment*. 2020;29(3):1199–1214. DOI: 10.1002/bse.2427
9. Belik I.S., Dutsinin A.S., Nikulina N.L. Financial state and investment attractiveness of Russian public companies: The effect of ESG factors. *Upravlenets = The Manager*. 2022;13(6):44–55. (In Russ.). DOI: 10.29141/2218–5003–2022–13–6–4
10. Savchenko Yu. Yu. Overview of the changing role and structure of intellectual capital amidst digital transformation. *Kreativnaya ekonomika = Journal of Creative Economy*. 2022;16(12):4935–4952. (In Russ.). DOI: 10.18334/ce.16.12.116772
11. Kosorukova I.V., Prokimnov N.N. Analysis of level of capitalization and business cost on different phases of macroeconomic cycle. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Science and Experience*. 2014;(18):50–56. (In Russ.).
12. Khotinskaya G.I., Gal'tseva E.V. The theory and practice of capitalization in market conditions. *Sobstvennost' i rynek*. 2005;(9):2–5. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Юлия Юрьевна Савченко — доцент кафедры ГМУ и права, Рубцовский институт (филиал) Алтайского государственного университета, Барнаул, Россия
Yuliya Yu. Savchenko — Assistant Prof., Department of GMU and Law, Rubtsovsk Institute (branch), Barnaul, Russia
<https://orcid.org/0000-0002-5121-5680>
savtenko@rb.asu.ru

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.
 Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила 20.02.2024; после рецензирования 10.03.2024; принята к публикации 20.03.2024.
 Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.
 The article was received on 20.02.2024; revised on 10.03.2024 and accepted for publication on 20.03.2024.
 The author read and approved the final version of the manuscript.