

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования
«Южный федеральный университет»

На правах рукописи

Нджороге Парменас Кимани

**Совершенствование инструментария
управления формированием рыночной
стоимости корпорации**

5.2.6. Менеджмент

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание учёной степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Шевченко Дмитрий Александрович,
кандидат экономических наук,
доцент

Ростов-на-Дону – 2026

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	4
1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ПРОЦЕССОМ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОРПОРАЦИИ.....	16
1.1 Концептуальное обоснование подхода к исследованию процесса формирования рыночной стоимости корпорации	16
1.2 Позиционирование инструментария управления процессом формирования рыночной стоимости корпорации	26
1.3 Функционал аппаратных средств инструментария управления процессом формирования рыночной стоимости корпорации	49
2 АНАЛИЗ ESG-ФАКТОРОВ УПРАВЛЕНИЯ ФОРМИРОВАНИЕМ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОРПОРАЦИИ	68
2.1 Механизм воздействия факторов ESG на управление формированием рыночной стоимости корпорации	68
2.2 Оценка воздействия ESG-факторов на функционал инструментария управления рыночной стоимостью российских корпораций	79
2.3 Использование современных методов машинного обучения для прогнозирования ESG-рейтингов в контексте их управленческого воздействия на рыночную стоимость корпорации.....	96
3 ПОВЫШЕНИЕ ФУНКЦИОНАЛА ИНСТРУМЕНТАРИЯ УПРАВЛЕНИЯ ФОРМИРОВАНИЕМ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОРПОРАЦИИ.....	116
3.1 Совершенствование управленческих решений по повышению рыночной стоимости корпорации инструментальными средствами менеджмента	116
3.2 Процесс управления стоимостью корпорации с интеграцией воздействия ESG-факторов и принципов корпоративного управления в стратегию её развития	125

3.3 Ожидаемые результаты реализации предлагаемых рекомендаций по совершенствованию инструментария управления рыночной стоимостью корпорации	140
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	151
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ.....	154
ПРИЛОЖЕНИЕ А.....	168
ПРИЛОЖЕНИЕ Б	176
ПРИЛОЖЕНИЕ В	188

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Развитие корпораций в условиях нарастания неопределенности и риска, высокой степени волатильности рыночной среды и трансформации критериев эффективности бизнеса с учетом социальных и экологических факторов обуславливает переосмысление подходов, образующих теоретический фундамент и методологическую основу менеджмента как системы форм, методов, инструментов, обеспечивающих достижение и реализацию стратегически доминирующей цели корпорации – результативного формирования её рыночной стоимости.

Следует отметить, что эволюция взглядов на механизм формирования и максимизации рыночной стоимости корпорации составляет сферу дискурса традиционной управленческой парадигмы и связана с взыскательной аргументацией принимаемых управленческих решений в обеспечении интересов ее стейкхолдеров.

В новой парадигме достижения устойчивости рыночной стоимости корпорации менеджмент должен уделять первостепенное внимание постоянному продвижению и обеспечению интересов всех заинтересованных сторон, ориентировать на их ожидания принимаемые решения. Такая цель может быть достигнута только в том случае, если управленческие стратегии будут включать ключевые факторы устойчивого развития, обеспечивающие условия для достижения целевых показателей рыночной стоимости корпорации.

Учитывая этот контекст, крайне важно проанализировать механизмы интеграции факторов ESG в процесс принятия управленческих решений, поскольку такая интеграция способствует инклюзивному и устойчивому корпоративному росту. Кроме того, внутренняя устойчивость корпорации играет центральную роль в формировании рыночной стоимости, что требует более глубокого анализа ее основополагающих факторов. Достижение устойчивой рыночной стоимости корпорации требует целостного подхода,

сочетающего функциональную интеграцию с процессами постоянного совершенствования инструментария менеджмента для повышения коллективного благосостояния заинтересованных сторон.

Степень научной разработанности проблемы. Концепция формирования и максимизации рыночной стоимости корпорации путём повышения результативности принятия решений исследована в работах Лазоник В. и О'Салливан М., которые следуют идеологии максимизации рыночной стоимости корпорации, а Фама Э. рассматривает колебания цен на акции и предлагает гипотезу функционирования эффективного рынка для объяснения оценки акций. В российской экономической литературе Григан А. исследует функциональную диагностику организации с целью повышения эффективности ее деятельности.

Маркс К. анализирует понятие капитала и указывает, что рыночная стоимость корпорации не сводится к стоимости её материальных активов или акций, а механизм формирования стоимости встроен в более широкий круговорот капитала. Фримен Р. расширяет аналитический подход, утверждая, что рыночная стоимость корпорации зависит от её способности уравнивать и согласовывать интересы различных заинтересованных сторон.

Вопрос эффективного управления стоимостью корпорации подробно рассматривается в работах Бригхэм Ю., Хьюстон Ф. и Чандра П., которые выделяют такие ключевые аспекты, как совершенствование структуры капитала, инвестиционные решения и управление оборотным капиталом, в качестве критически важных действий для достижения целей организации. Щербакова О., и Стюарт Г., в свою очередь, концептуализируют VBM (Value-Based Management) как стратегический подход к совершенствованию корпоративного управления и повышению эффективности функционирования корпорации.

Концепция устойчивого функционирования организации и ее связь с повышением организационной эффективности изучались в работах Гляйснер

В., Гюнтер Т., Валькшойсль К. и др. В российской литературе данную проблему рассматривают Капустина Н. В., Фролова В. Б, Омельченко И. И., Харчилава Х. П. и др. Однако, в то время как экологические, социальные и управленческие аспекты устойчивости были подробно рассмотрены в научной литературе, экономический аспект устойчивости корпорации остается недостаточно разработанным, с постоянными несоответствиями в его концептуализации и переменных, используемых для его измерения. Этот пробел требует целенаправленного исследования экономических аспектов корпоративной устойчивости и их роли в формировании долгосрочной рыночной стоимости.

Особенности воздействия экологических, социальных и управленческих факторов (ESG) на инвестиционную привлекательность корпорации представлены в работах Ким С., Ли З., Ли Ч., Лю Дж. и российских учёных: Голик И.Т., Чараевой М.В., Капустиной, Н.В., Евстафьевой Е.М., Шевченко Д.А., Пупенцова С. В., Батаева Б. С., Измайлов, М. К. и др. Овчинников В.Н., Кетова Н.П., Мурзин А.Д., рассматривают вопросы экологического менеджмента и формулирования системных экологических стратегий, в том числе с позиций управления корпорациями, а Лазарева Е.И. исследует вопросы управления человеческими ресурсами в контексте корпоративного управления. Гузей В. А. рассматривает критерии и рейтинги в области устойчивого развития. Однако раскрытие и доступность ESG-информации для формирования рыночной стоимости корпорации не были полностью изучены в российской литературе, при этом некоторые корпорации все еще отстают в раскрытии ESG-информации, и необходимо разработать более действенные инструменты для этой цели.

Таким образом, целесообразно определить влияние раскрытия информации на динамику рыночной стоимости корпорации, факторную зависимость её формирования, с учётом ESG-составляющей. Целесообразно обосновать интегрированный подход к формированию рыночной стоимости корпорации, учитывающий меняющуюся бизнес-среду, динамику технологий,

включающий в модель ESG-факторы. Такой подход даст возможность не только усовершенствовать имеющийся теоретико-методический аппарат менеджмента, но и, с учётом тенденций влияния ESG-факторов, внести новые детерминанты в процесс принятия стратегических управленческих решений и совершенствования инструментария оценки рыночной стоимости корпораций.

Цель данного исследования заключается в концептуальном обосновании инструментария управления формированием рыночной стоимости корпорации и разработке процесса его выбора, путем интеграции в управление корпорацией практик ESG и адаптации принципов корпоративного управления для роста стоимости корпорации.

Цель исследования определила ряд последовательно решаемых задач, среди которых:

- обосновать концептуальную интерпретацию управления формированием рыночной стоимости корпорации в виде многомерного подхода, формирующегося формирующейся посредством координации стратегических, управленческих и ESG-процессов в рамках управления, ориентированного на стоимость (VBM), с учетом интересов различных групп заинтересованных сторон;
- доказать роль скоординированной интеграции ключевых управленческих функций в обеспечении устойчивого роста рыночной стоимости корпорации;
- дополнить и эмпирически проверить аналитический индекс корпоративной внутренней устойчивости (CIS), что позволит определить корпорации с высоким уровнем внутренней устойчивости и высоким потенциалом роста рыночной стоимости;
- разработать методический инструментарий ESG-ориентированного формирования рыночной стоимости корпораций с использованием алгоритмов машинного обучения;
- предложить трехэтапный процесс управления формированием

рыночной стоимости корпорации с интеграцией ESG-факторов и принципов корпоративного управления в рамках VBM.

Объектом исследования является система управления формированием рыночной стоимости российских корпораций.

Предметом исследования выступает управленческий функционал инструментария менеджмента, реализуемый в процессе формирования рыночной стоимости корпорации.

Научная гипотеза исследования. Выбор инструментария управления формированием рыночной стоимостью корпорации основывается на адаптации управленческих принципов к современным экономическим условиям и исходит из использования трехэтапного процесса, учитывающего ESG факторы, измеримые цели, KPI, что позволяет увеличить рыночную стоимость корпорации, способствуя удовлетворению интересов различных групп стейкхолдеров.

Теоретико-методологическая база исследования. В качестве основы теоретико-методологических позиций исследования использованы концептуальные положения модели эффективного рынка (*Efficient Market Hypothesis*), управление, основанное на ценности (*Value-Based Management, VBM*), концепция тройного итога (*The triple bottom line*), теория заинтересованных сторон (*stakeholder's theory*), концепция капитала К. Маркса и теории агентских отношений (*Agency theory*).

Инструментально-методический аппарат исследования. В процессе ранжирования ESG-рейтинга (как детерминантного фактора, определяющего рыночную стоимость корпорации) были проанализированы позиции 100 российских корпораций из глобального рейтинга RAEX Europe по 41 параметру, путём использования алгоритмов машинного обучения. Также для операционализации индекса внутренней устойчивости корпорации (*corporate internal sustainability index CIS*) была использована предложенная модель Гляйснером В. и др. модель, определяющая устойчивость корпорации на основе четырех переменных, динамика которых оценивается в течение

определенного периода времени. Был использован также метод функциональной диагностики состояния системы менеджмента организации, предложенный Григаном А., что позволило сформировать достаточную эмпирическую базу для разработки рекомендаций по трансформации процессов управления и совершенствованию инструментария формирования рыночной стоимости корпорации.

Информационно-эмпирическая база исследования. В качестве информационно-эмпирической базы исследования использовались различные источники, включая экспертный опрос, годовые отчеты и статистические данные 70 российских корпораций, отчеты ООН, материалы периодических изданий и научных публикаций, а также официальные отчеты рейтингового агентства RAEX Europe.

Институционально-нормативная база исследования включает Гражданский кодекс РФ, федеральные законы, правила листинга и биржевые данные Московской Биржи, российские и международные стандарты финансовой отчетности, международные соглашения.

Соответствие паспорту научной специальности. Содержание диссертации соответствует паспорту научной специальности 5.2.6. Менеджмент (п.12. Корпоративное управление. Формы и методы корпоративного контроля. Управление стоимостью фирмы; п.13. Корпоративная социальная ответственность. Социальная и экологическая ответственность бизнеса. Управление устойчивым развитием организации).

Научная новизна исследования заключается в концептуальном обосновании адаптации принципов управления к современным экономическим условиям, на основе чего разработан трехэтапный процесс выбора инструментария управления формированием рыночной стоимостью корпорации с включением в него измеримых целей, KPI, факторов ESG, как экономически значимых драйверов внутренней корпоративной устойчивости, для роста рыночной стоимости корпораций.

Положения, содержащие элементы научной новизны, выносимые на

защиту:

- обоснована содержательная трактовка управления процессом формирования рыночной стоимости корпорации как многомерного подхода, формируемого в результате координации стратегических, управленческих и ESG-процессов в рамках концепции Value-Based Management (VBM), который в отличие от существующих подходов, сосредоточенных на отдельных показателях учитывает интересы различных групп стейкхолдеров и интегрирует факторы и механизмы создания стоимости на стратегическом, управленческом и ESG-уровнях для роста рыночной стоимости корпорации;

- доказано, что формирование высокой рыночной стоимости корпорации требует скоординированной интеграции ключевых управленческих функций через использование инструментов интегрированной отчетности как элемента управленческой инфраструктуры и посредством трансформации функций управления (стратегическое финансовое планирование, управление человеческим капиталом, раскрытием информации, внутренний контроль, функционал ESG) во взаимосвязанные управленческие процессы, совокупная реализация которых обеспечивает устойчивое рыночное развитие корпорации;

- дополнен и эмпирически проверен аналитический индекс корпоративной внутренней устойчивости (CIS), представляющий устойчивость в виде интегрального показателя, что достигается за счет интеграции четырех ключевых переменных: темпов реального роста, вероятности неплатежеспособности, подверженности риску по прибыли и отношения размера прибыли к балансовой стоимости, что позволяет определить корпорации с высоким уровнем внутренней устойчивости и высоким потенциалом роста рыночной стоимости;

- разработан инструментарий ESG-ориентированного формирования рыночной стоимости корпорации, включающий построение алгоритма Extra Tree Regressor на основе аппарата машинного обучения с использованием 41 параметра, результатом применения которого является прогнозирование рейтинга ESG с точностью выше 83%, что позволяет выявить закономерности

между профилями ESG и показателями деятельности корпорации, определить корпорации с минимальными рисками и благоприятным имиджем как нефинансовыми составляющими роста рыночной стоимости корпораций и даёт возможность корпорациям, не входящим в рейтинги ключевых рейтинговых агентств, открыть доступ стейкхолдерам к своим показателям ESG и создать, таким образом, предпосылки роста рыночной стоимости корпорации.

- предложен процесс управления формированием рыночной стоимости корпораций, интегрирующий влияние факторов ESG и принципов корпоративного управления в рамках VBM. Процесс состоит из трех последовательных и взаимосвязанных этапов: функциональная оценка организационных и управленческих компонентов системы корпоративного управления; разработка рекомендаций по повышению рыночной стоимости корпорации на основе комплексного анализа текущего состояния корпорации; оценка эффективности их реализации с помощью KPI, используемых для мониторинга выполнения предложенных мер, что даёт возможность в итеративном режиме обеспечить постоянную корректировку управленческих решений и поддерживать высокий уровень устойчивой рыночной стоимости корпорации.

Теоретическая значимость исследования заключается в концептуальном расширении и операционализации парадигмы управления рыночной стоимостью (VBM). Во-первых, исследование предлагает новую содержательную интерпретацию управления рыночной стоимостью, переосмысливая его не как функцию отдельных показателей, а как многомерный подход. Данный подход является результатом координации стратегических, управленческих и ESG-процессов, что позволяет интегрировать интересы различных групп стейкхолдеров создания стоимости. Такой подход позволяет выйти за рамки традиционных моделей, ориентированных на акционеров, и перейти к более целостному подходу, ориентированному на заинтересованные стороны для создания условий роста

рыночной стоимости. Во-вторых, данное исследование вносит значительный вклад, доказывая необходимость интеграции ключевых управленческих функций (стратегическое финансовое планирование, управление человеческим капиталом, раскрытие информации, внутренний контроль и функции ESG) в единую систему взаимосвязанных процессов. Это устанавливает теоретическую связь между управленческой инфраструктурой и формированием устойчивой рыночной стоимости.

Практическая значимость исследования определяется, проявляется в широких возможностях прикладного использования полученных результатов. Практическая значимость данного исследования заключается в его непосредственной применимости в сфере корпоративного управления, инвестиционного анализа и взаимодействия с заинтересованными сторонами. Предлагаемый трехэтапный процесс управления рыночной стоимостью, интегрирующий факторы ESG и принципы корпоративного управления в рамках концепции VBM, служит практическим инструментом управления. Он позволяет руководителям корпораций и советам директоров проводить функциональную оценку своих систем управления, разрабатывать целевые рекомендации по повышению стоимости и контролировать эффективность этих мер с помощью системы ключевых показателей эффективности (KPI) итеративным образом, обеспечивая непрерывное совершенствование.

Эмпирически подтверждено использование индекса корпоративной внутренней устойчивости (CIS) для оценки внутренней стабильности корпорации, выходящего за рамки дискретных или одномерных измерений. Кроме того, создание набора инструментов управления стоимостью, ориентированного на ESG и основанного на алгоритме машинного обучения Extra Tree Regressor, обеспечивает новый методический подход к прогнозированию рейтингов ESG с высокой точностью. Это позволяет выявить ранее незаметные закономерности между профилями ESG и корпоративными экономическими показателями, тем самым внося вклад в определение взаимосвязи между нефинансовыми факторами и корпоративной

стоимостью.

Разработанный инструментарий для прогнозирования ESG, основанный на алгоритме Extra Tree Regressor, предлагает практическое решение для корпораций, которые в настоящее время не охвачены крупными рейтинговыми агентствами. Он позволяет таким корпорациям генерировать собственные достоверные данные о показателях ESG, тем самым повышая прозрачность и предоставляя заинтересованным сторонам доступ к важнейшим нефинансовым показателям. В свою очередь, создаются реальные предпосылки для укрепления корпоративной репутации, снижения рисков и, в конечном итоге, повышения рыночной стоимости. Полученные результаты также могут быть использованы регулирующими органами при разработке руководящих принципов по нефинансовой отчетности и устойчивому развитию корпораций.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность и обоснованность научных положений, выдвинутых в данном исследовании, подтверждаются применением основополагающих теорий корпоративного управления, изложенных в фундаментальных трудах как российских, так и зарубежных ученых, а также с учетом результатов монографических исследований по смежным темам. Теоретические основы базируются на общепризнанных и поддающихся проверке фактах и согласуются с опубликованными данными независимых исследований, имеющих отношение к тематике диссертации. Достоверность полученных результатов обеспечивается использованием разнообразного и грамотно примененного теоретико-методологического инструментария для исследования поставленной проблемы. Кроме того, эта достоверность подтверждается обработкой, анализом и обобщением статистических данных примерно 70 корпораций, а также тщательной интерпретацией полученных результатов.

Основные положения работы в части использования инструментов раскрытия информации для разработки долгосрочной стратегии

формирования добавленной стоимости используются консалтинговой компанией ООО «Экспертное бюро».

Процесс управления рыночной стоимостью корпорации с интеграцией воздействия ESG-факторов и принципов корпоративного управления, разработанный с помощью организационной диагностики, проведенной экспертами на всех уровнях управления, был проверен в ПАО Банк ПСБ и в ПАО КБ «Центр-инвест». Его применение позволило обосновать рекомендации по повышению рыночной стоимости корпораций, с ожидаемыми измеримыми результатами после внедрения.

Материалы исследования используются на факультете управления ФГАОУ ВО «Южный федеральный университет» при чтении дисциплин «Корпоративные финансы: продвинутый уровень», «Поведенческие финансы и принятие решений», «Финансовая аналитика бизнеса», «Проектный менеджмент» в рамках магистерских программ по направлению 38.04.02 Менеджмент.

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Основные положения и выводы диссертационного исследования изложены и получили одобрение на: всероссийской научно-практической конференции V международной конференции по прикладной теории, макрофинансам и эмпирическим финансам «AMEF» (Салоники, 2019 г.); PhD-семинаре «Финансовые рынки и корпоративные стратегии: сравнительный анализ» (Москва, 2020 г.); III всероссийской научно-практической конференции «Экономика России: институты адаптации и развития в условиях мировой нестабильности» (Ростов-на-Дону, 2020 г.); VII международной научно-практической видео-конференции «Цифровая экосистема экономики» (Ростов-на-Дону, 2020 г.); VIII международной научно-практической онлайн-конференции «Цифровая экосистема экономики» (Ростов-на-Дону, 2021 г.); международной конференции «Инновационные тренды в международном бизнесе и устойчивом

менеджменте» (ITIBSM-2021, Ростов-на-Дону, 2021 г.); международной конференции «Инновационные тренды в международном бизнесе и устойчивом менеджменте» (ITIBSM-2022, Ростов-на-Дону, 2022 г.); III международная конференция «Устойчивое и инновационное развитие в глобальную цифровую эпоху» (Ростов-на-Дону, 2023 г.). международной конференции «Инновационные тренды в международном бизнесе и устойчивом менеджменте» (ITIBSM-2023, Ростов-на-Дону, 2023 г.); международной конференции «Инновационные тренды в международном бизнесе и устойчивом менеджменте» (ITIBSM-2025, Ростов-на-Дону, 2025 г.);

Публикации. Результаты диссертационного исследования и основные положения отражены в 14 публикациях общим объемом 7,91 п.л. (доля автора – 6,385 п.л.), в том числе 6 статей общим объемом 3,41 п.л. (авторский объем – 3,41 п.л.) – в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных ВАК при Министерстве науки и высшего образования России.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, включающих 9 параграфов, заключения, списка литературы, содержащего 128 наименований, 3 приложения. Текст диссертации изложен на 190 страницах, содержит 18 рисунков, 28 таблиц.

В первой главе представлен критический обзор российских и зарубежных исследований, посвященных созданию корпоративной стоимости, с особым акцентом на организационные и функциональные механизмы, лежащие в основе этого процесса.

Во второй главе исследуется влияние ESG-факторов воздействия ESG-факторов на функционал инструментария управления рыночной стоимостью российских корпораций. Кроме того, применяется алгоритм машинного обучения (Extra Trees Regression) для прогнозирования баллов и рейтингов ESG на основе данных 100 российских корпораций.

В третьей главе предложен трехэтапный процесс управления рыночной стоимостью, апробированный в ПАО Банк ПСБ и в ПАО КБ «Центр инвест».

1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ПРОЦЕССОМ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОРПОРАЦИИ

1.1 Концептуальное обоснование подхода к исследованию процесса формирования рыночной стоимости корпорации

В современных экономических условиях формирование рыночной стоимости корпорации приобрело приоритетное значение как для корпоративных субъектов, так и для академических институтов. В первую очередь это объясняется ее способностью служить индикатором эффективности корпоративных целей, фактором, повышающим инвестиционную привлекательность корпорации и перспективы долгосрочного роста. Кроме того, глобальному интересу к этой концепции способствовали интересы различных заинтересованных сторон, включая менеджеров, инвесторов, акционеров, кредиторов, поставщиков, сотрудников, клиентов и других.

В условиях традиционной парадигмы хозяйствования основной целью корпораций признавалась максимизация прибыли. Однако по мере эволюции бизнеса и внедрения в практику управления новых концептуальных конструктов, в частности экологических, социальных и управленческих факторов (ESG), указанная целевая установка перестала в полной мере соответствовать интересам всех стейкхолдеров. В связи с тем, что в современной предпринимательской среде приоритетной задачей корпорации выступает формирование и приращение рыночной стоимости, представляется необходимым пересмотреть сложившиеся методологические и концептуальные подходы к процессу её формирования.

Следует также отметить, что в российской и зарубежной научной литературе сохраняется методологическая разобщенность в трактовке понятия рыночной стоимости, а целостная концептуальная модель, отражающая

интегральное воздействие стратегических, финансовых, институциональных и устойчивых факторов на процесс её формирования, на сегодняшний день не разработана в достаточной мере. Подобное положение дел создает препятствия как для развития научных исследований в данной области, так и для практической имплементации теоретических наработок в сфере устойчивого управления бизнесом.

В этой связи возникает объективная необходимость в разработке и теоретическом обосновании научно непротиворечивого подхода к исследованию процесса формирования рыночной стоимости корпорации, который учитывал бы актуальные тренды экономического развития, многоуровневый характер самой рыночной стоимости и обусловленную современными вызовами потребность в её устойчивом росте.

Концепция рыночной стоимости корпорации претерпела значительную эволюцию от простых бухгалтерских показателей и рыночных интерпретаций до многомерных моделей, учитывающих стратегические, социальные и экологические параметры. На ранних этапах теория рыночной стоимости опиралась на понятия чистой прибыли и рыночной капитализации, которые соответствовали интересам акционеров и традиционной парадигме рыночной стоимости.

Принцип максимизации рыночной стоимости корпорации приобрел известность в Соединенных Штатах Америки в конце 20-го века и был в основном сосредоточен на акционерах, на стремлении дать им максимальную стоимость за их инвестиции. Этот подход подчеркивал распределение корпоративных доходов среди акционеров и часто включал в себя сокращение штатов и другие меры по сокращению расходов для повышения цен на акции¹.

В фокусе настоящего исследования находится проблематика роста рыночной стоимости корпорации, в связи с чем представляется оправданным уточнить сложившийся в данной области понятийный аппарат. В

¹ Lazonick W., O'Sullivan M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance // *Economy and Society*. – 2000. – Vol. 29. – P. 13–35.

экономической литературе под стоимостью, как правило, понимается ценность продукта либо совокупность затрат, понесенных продавцом на производство, приобретение, хранение, транспортировку, реализацию товара и иные сопутствующие расходы, исчисляемая без учета выручки от продажи. Применительно к предмету данного исследования требуется, однако, внести ясность относительно содержания и соотношения таких категорий, как стоимость корпорации, ее рыночная стоимость и рыночная капитализация.

Оценка корпорации может осуществляться посредством различных форм стоимости, выбор которых определяется аналитической целью и позициями заинтересованных сторон. Балансовая стоимость представляет собой бухгалтерскую оценку компании, формируемую на основе данных ее баланса; она рассчитывается как разность между совокупными активами и обязательствами, отражая тем самым минимальную стоимость компании в гипотетическом сценарии ликвидации. Стратегическая стоимость, напротив, раскрывает ценность компании для конкретного инвестора или потенциального приобретателя с учетом возможного синергетического эффекта, доступа к технологиям, рынкам или ресурсам, а также вклада организации в реализацию долгосрочных стратегических ориентиров — будь то укрепление конкурентных позиций, расширение рыночного присутствия либо что-то иное.

Рыночная стоимость корпорации определяется как цена, по которой корпорация может быть куплена или продана на открытом рынке, и отражает общее мнение инвесторов о текущих показателях корпорации, профиле риска и будущей прибыльности. В публичных корпорациях рыночная стоимость обычно представлена рыночной капитализацией, рассчитываемой как произведение цены акции и количества акций в обращении, в то время как для частных корпораций она оценивается с помощью моделей оценки или сравнительных коэффициентов, таких как соотношение цены и прибыли (P/E), соотношение цены и выручки (P/S) или соотношение стоимости предприятия и EBITDA (EV/EBITDA).

Рыночная стоимость может значительно отличаться от балансовой стоимости в связи с ожиданиями инвесторов, макроэкономическими условиями и информационной асимметрией. В целом она отражает не только материальные и финансовые показатели корпорации, но и ее способность генерировать будущую прибыль, репутацию бренда, положение на рынке и стоимость неоперационных активов. Таким образом, рыночная стоимость служит ключевым показателем эффективности корпорации и доверия инвесторов, объединяя в себе как объективные финансовые показатели, так и субъективные ожидания рынка.

Другим интересным способом рассмотрения рыночной стоимости является концепция капитала, сформулированная Карлом Марксом. Согласно этой концепции, капитал выходит за рамки владения собственностью, представляя собой процесс, посредством которого постоянно производится и присваивается прибавочная стоимость². С этой точки зрения корпорация не сводится к своим материальным активам или акциям, а функционирует как механизм формирования рыночной стоимости, встроенный в более широкий круговорот капитала. Таким образом, рыночная стоимость, отраженная в ценах акций, определяется не статическими отношениями собственности, а способностью корпорации поддерживать формирование рыночной стоимости корпорации в процессах производства, распределения, обмена и потребления.

Данная концепция противоречит модели приоритета акционеров, сформулированной Дженсенем и Меклинг³, которая рассматривает корпорацию в первую очередь как совокупность контрактов, причем рыночная стоимость отражает остаточные права акционеров. В отличие от этого, теория заинтересованных сторон Фримена⁴ расширяет аналитический взгляд, утверждая, что корпоративная стоимость возникает из способности

² Marx K. Capital: A Critique of Political Economy. Vol. I. – Hamburg: Otto Meissner, 1867. – P. 150–152.

³ Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, No. 4. – P. 305–360.

⁴ Freeman R. E., McVea J. A Stakeholder Approach to Strategic Management // SSRN Electronic Journal. – 2001. – P. 10–15.

корпорации уравнивать и согласовывать интересы различных заинтересованных сторон. Однако с точки зрения Маркса, как модель, основанная на собственности, так и модель, ориентированная на заинтересованные стороны, находятся в рамках более широкого системного процесса накопления капитала, где стоимость зависит от координации производства, распределения, обмена и потребления.

В этих рамках стратегия управления играет конститутивную роль в формировании рыночной стоимости: повышение эффективности и интеграция ESG укрепляют производство; маркетинг и продажи улучшают дистрибуцию и обмен; развитие человеческого капитала поддерживает эффективность организации; а управление рисками снижает волатильность, тем самым укрепляя доверие заинтересованных сторон. Благодаря этим скоординированным стратегическим функциям корпорация занимает конкурентоспособную позицию в цепочках формирования рыночной стоимости корпорации, демонстрируя долгосрочную устойчивость и легитимность на рынках капитала и тем самым активно участвуя в формировании своей рыночной стоимости. Таким образом, рыночная стоимость корпорации не может быть адекватно обоснована в теории как простое отражение имущественных или финансовых прав.

Ли, Дж. рассматривает методологии, используемые при оценке рыночной стоимости корпорации, и подчеркивает, что традиционные методы, такие как дисконтирование будущих денежных потоков (DFC) и модель ценообразования капитальных активов (CAPM), в основном опираются на финансовые показатели корпорации, рыночную цену и корпоративную структуру. Однако эти традиционные модели не способны учесть все факторы, влияющие на формирование рыночной стоимости, и не учитывают интересы всех заинтересованных сторон⁵.

В рамках модели акционерной стоимости, предложенной Альфредом

⁵ Li J. Research on Theory and Methods of Corporate Valuation // Advances in Economics, Management and Political Sciences. – 2023. – Vol. 34, No. 1. – P. 105–113.

Раппапортом⁶, стоимость определялась как дисконтированная сумма будущих денежных потоков, доступных акционерам. На ее основе были сформированы ключевые метрики – NPV (*Net Present Value*), EVA (*Economic Value Added*), MVA (*Market Value Added*), ROIC (*Return on Invested Capital*), которые широко использовались в корпоративных финансах. Однако со временем выявились ограничения данного подхода: игнорирование интересов других заинтересованных сторон (клиентов, поставщиков, регулирующих органов, сотрудников, местных сообществ и т. д.), недооценка рисков внешней среды и долгосрочной устойчивости.

Ответом на критику моделей, ориентированных на акционеров, стал *Value-Based Management (VBM)* - концепция, согласно которой формирование рыночной стоимости должно быть основой всей системы управления организацией. Концепция VBM представляет собой подход к управлению, который согласовывает общие цели, направленность и процессы управления корпорации, чтобы сосредоточить принятие управленческих решений на ключевых факторах рыночной стоимости⁷.

Современный подход к формированию рыночной стоимости корпорации описывается как взаимодействие с широким кругом заинтересованных сторон: сотрудниками, клиентами, поставщиками, государством, обществом и окружающей средой, что требует от корпораций не только эффективного управления материальными ресурсами, но и внедрения принципов ESG. Данный подход использует интегрированную перспективу, охватывающую не только финансовые соображения, но и управленческие процессы как неотъемлемый результат стратегических, социальных, институциональных и экологических факторов.

В ответ на усиливающееся социальное давление, трансформацию потребительских предпочтений и ужесточение государственных требований

⁶ Rapoport A. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. – New York: Free Press, 1986. – 224 p.

⁷Our History // Stern Value Management: official website. – URL: <https://sternvaluemanagement.com/about-our-history> (accessed: 08.01.2023).

корпорации оказываются вынужденными учитывать интересы более широкого круга заинтересованных сторон — акционеров, работников, клиентов, местных сообществ, а также учитывать экологический фактор. В этой логике рыночная стоимость корпорации начинает формироваться как результат сбалансированного сочетания экономических, социальных и экологических целевых установок.

Таким образом, современная оценка рыночной стоимости корпорации выходит далеко за рамки традиционного анализа денежных потоков, аккумулируя многомерные, динамичные и взаимосвязанные факторы. По мере выхода корпораций на глобальные рынки и расширения их присутствия следование принципам устойчивого развития приобретает характер стратегического условия, обеспечивающего укрепление конкурентных позиций, поддержание легитимности в глазах российских и международных стейкхолдеров и, в конечном счете, наращивание долгосрочной рыночной стоимости.

В настоящем исследовании применяется комплексный подход к определению рыночной стоимости корпорации, выходящий за рамки сугубо финансовых показателей (таких, как экономическая добавленная стоимость (EVA), чистая приведенная стоимость (NPV) или прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации (EBITDA)), и ориентированный на учет интересов широкого круга заинтересованных сторон. Подобная методологическая опция обусловлена тем, что один индикатор в отдельности не способен в полной мере отразить добавленную стоимость в том ее виде, в каком она воспринимается различными группами стейкхолдеров. Наряду с финансовыми параметрами на рыночную стоимость влияют также нефинансовые аспекты: благополучие локальных сообществ, экологическая ответственность, удовлетворенность персонала, защита прав потребителей и эффективность маркетинговой деятельности⁸. Совокупное действие

⁸ Нджороге П. К. Управление процессом формирования рыночной стоимости корпорации // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2026. – № 3. – Т. 5. – С. 31.

перечисленных факторов способствует упрочению репутации корпорации, росту доверия со стороны инвесторов и, как следствие, повышению ее рыночной стоимости. Достижение обозначенных ориентиров возможно благодаря интегрированной синергии различных функциональных направлений деятельности организации и повышению эффективности управления на всех уровнях, что в совокупности обеспечивает долгосрочный рост рыночной стоимости корпорации.

Формирование рыночной стоимости корпорации, таким образом, может быть интерпретировано как непрерывный процесс, охватывающий стратегическое планирование и инвестиционные решения, операционное совершенство, управление человеческим капиталом, ESG-аспекты, маркетинговую деятельность, риск-менеджмент, а также иные постоянно эволюционирующие направления корпоративного управления. Взаимодействие с заинтересованными сторонами и маркетинг важны, поскольку рынок постоянно оценивает эффективность деятельности корпорации посредством рыночных механизмов, а прозрачная коммуникация делает рыночную оценку стоимости корпорации более эффективной. Данные факторы способствуют формированию рыночной стоимости корпорации, поскольку позволяют выявить причинно-следственную связь между предпринимаемыми управленческими действиями и, в свою очередь, результатами формирования рыночной стоимости корпорации, а также определить «узкие места» и потенциал роста. Процесс, который функционирует хуже всего, в случае его улучшения, вероятно, окажет значительное влияние на процесс формирования рыночной стоимости корпорации.

Формирование рыночной стоимости корпорации, по мнению автора, должно осуществляться на основе системно-функционального и процессного подходов, подчеркивающих важность различных функций, таких как финансовое и стратегическое планирование, в управлении корпоративной стоимостью. Финансовое планирование гарантирует наличие ресурсов и

долгосрочную устойчивость, в то время как стратегическое планирование устанавливает цели и стратегии высокого уровня для формирования рыночной стоимости корпорации. Предлагаемый подход позволяет посредством установления стратегических целевых ориентиров объединить ключевые организационные функции (управление рисками, финансовый контроль, раскрытие информации и маркетинг) в единую систему, согласованную со стратегией формирования рыночной стоимости корпорации. Тем самым формируется интегрированная и непротиворечивая система принятия решений, охватывающая все этапы бизнес-процесса.

Следовательно, сочетание процессного и функционального подходов к исследованию процесса формирования рыночной стоимости корпорации дает возможность сформировать целостную концепцию управления рыночной стоимостью. В рамках данного подхода не только признается значимость отдельных организационных функций, но и осуществляется их классификация в качестве взаимосвязанных процессов, совокупное действие которых обеспечивает приращение стоимости. Реализация указанных процессов в разрезе различных организационных функций может быть операционализирована посредством системы ключевых показателей эффективности (KPI), что позволяет обеспечить достижение поставленных организационных целей.

Для проведения обоснованного исследования процесса формирования рыночной стоимости корпорации представляется необходимым определить теоретическую рамку, позволяющую объединить разнородные подходы и концепции в непротиворечивую логическую систему.

Теория заинтересованных сторон утверждает, что успех корпорации определяется не только финансовым успехом, но и ее способностью создавать стоимость для всех заинтересованных сторон. Заинтересованные стороны определяются как любые лица или группы, которые могут повлиять на деятельность корпорации или подвержены ее влиянию. К ним относятся акционеры, сотрудники, клиенты, поставщики, сообщества и даже

окружающая среда⁹. Стратегия ESG гарантирует, что бизнес-решения будут направлены на предотвращение негативного воздействия на окружающую среду, повышение социальной справедливости и улучшение практики управления.

Управление на основе стоимости (VBM) - еще одна теория, которая выступает в качестве методологического инструмента, связывающего стратегические цели корпорации с управлением стоимостью. VBM обеспечивает количественную оценку управленческих решений с точки зрения их вклада в формирования рыночной стоимости корпорации, а также позволяет включить в систему стратегического анализа нефинансовые показатели – такие как рейтинги ESG, индекс восприятия бренда или уровень удовлетворенности заинтересованных сторон.

Несмотря на наличие большого количества исследований, посвященных аспектам определения и управления рыночной стоимостью корпорации, в настоящее время не существует единой общепринятой модели, способной адекватно отразить весь спектр факторов, влияющих на процесс формирования стоимости в контексте современных вызовов. Большинство существующих моделей ориентированы либо исключительно на финансовые показатели, либо фрагментарно рассматривают нефинансовые аспекты, такие как ESG-факторы, не интегрируя их в общую систему управления.

Таким образом, возникает необходимость создания новой исследовательской концепции, которая бы:

- интегрировала как финансовые, так и нефинансовые показатели стоимости;
- учитывала институциональные и рыночные особенности функционирования корпораций;
- позволяла адаптироваться к условиям неопределенности и трансформации.

⁹ Freeman R. E., McVea J. A Stakeholder Approach to Strategic Management // SSRN Electronic Journal. – 2001. – P. 10–15.

- Интегрирует процессный и функциональный подходы к формулированию стоимости, чтобы прийти к интегрированному подходу к формулированию стоимости.

Создание такой исследовательской концепции является не только научной задачей, но и практической необходимостью для повышения эффективности управления современными корпорациями в условиях устойчивого развития и растущих требований со стороны общества и регуляторов.

1.2 Позиционирование инструментария управления процессом формирования рыночной стоимости корпорации

В условиях глубоких трансформаций современной бизнес-среды менеджмент и лица, принимающие корпоративные решения, вынуждены адаптировать подходы к стратегическому целеполаганию на непрерывной основе. В качестве примера можно привести стремительное развитие технологий, которое способно приводить к ускоренному моральному износу капиталоемких основных средств либо подрыву сложившихся конкурентных преимуществ перед корпорациями, обладающими более совершенными технологическими компетенциями, что существенным образом сказывается на профиле риска и доходности инвестиционных решений. Наряду с этим, непрекращающиеся глобальные изменения потребительских предпочтений, а также правовой и политической среды требуют систематического мониторинга и проактивного реагирования, подкрепленных управленческими инструментами — идентификацией, оценкой и минимизацией рисков, — позволяющими сохранять глобальную конкурентоспособность, а также поддерживать и последовательно совершенствовать процесс выработки решений в условиях неопределенности.

Практика применения ESG-принципов свидетельствует о том, что глобализация финансовых рынков и развитие электронной коммерции

открывают перед корпорациями возможность доступа к капиталу на зарубежных рынках. Наряду с этим расширение сферы аутсорсинга предоставляет компаниям альтернативу между наращиванием собственного потенциала в той или иной функции и ее передачей внешнему исполнителю. В качестве иллюстрации можно привести следующий пример: в настоящее время корпорация может выбрать как содержание собственного бухгалтерского подразделения, так и передачу соответствующей функции специализированной профессиональной организации.

Значительные изменения претерпели и технологические процессы. Такие феномены, как искусственный интеллект, маркетинг в социальных сетях, финансовые экосистемы и ряд других, трансформируют содержание таких организационных функций, как маркетинг, взаимодействие с инвесторами, раскрытие информации, управление человеческим капиталом. Вся совокупность перечисленных факторов наглядно демонстрирует динамичный характер современной бизнес-среды и актуализирует необходимость совершенствования процедур принятия управленческих решений в целях обеспечения устойчивого прироста рыночной стоимости корпораций.

Современные академические исследования в области рыночной стоимости корпораций преимущественно исходят из того, что стоимость, отраженная в биржевой цене акций, представляет собой оценку инвесторами ожидаемого соотношения риска и доходности, а также восприятие качества принимаемых управленческих решений. Вместе с тем, как было показано в предыдущем разделе, в рамках целостного подхода необходимо принимать во внимание и интересы других заинтересованных сторон — клиентов, сотрудников, локальных сообществ.

Такие показатели, как EBITDA и прибыль на акцию, не обладают достаточной объяснительной силой для оценки приращения стоимости. Прибыль, в частности, может быть объектом манипулирования посредством мер, направленных на улучшение внешних форм отчетности (так называемый

«window dressing»). В свою очередь, показатель прибыли на акцию не учитывает риски, которые были приняты для достижения соответствующего уровня доходности. Более адекватным инструментом для непрерывного анализа результатов деятельности корпорации выступает рыночная цена акций. В странах с развитыми и эффективно функционирующими фондовыми рынками рост стоимости может быть охарактеризован через повышение котировок акций, обеспечивающее постоянную (перманентную) оценку корпорации. Достоверность такой оценки повышается благодаря присутствию на рынке множества участников, находящихся в постоянном поиске информации об управленческих решениях и о будущих рисках, с которыми сталкивается корпорация.

Рыночная стоимость публично обращающихся корпораций выступает в качестве важнейшего механизма распределения ресурсов и обеспечения управленческой подотчетности. В этой связи принятие финансовых решений, особенно на уровне финансового директора, должно быть ориентировано на поддержание и приращение долгосрочной рыночной стоимости корпорации. Означенная стоимость детерминируется не только объективными факторами — масштабом и структурой активов корпорации, — но и субъективными элементами, включая ожидания инвесторов относительно будущих рисков и способности генерировать доход. Следовательно, для целей определения рыночной стоимости требуется систематическая оценка корпоративных целевых установок и долгосрочных инвестиционных проектов, обеспечивающая их стратегическую согласованность с процессом создания стоимости во временной перспективе¹⁰.

¹⁰ Халин В. Г., Чернова Г. В., Юрков А. В. Методологические аспекты создания и функционирования систем поддержки принятия решений // Экономический анализ: теория и практика. – 2015. – № 7(406). – С. 20–33.

Ожидаемые инвестором риск и доходность, лежащие в основе рыночной цены акций, формируются под влиянием управленческих решений, а также экономической среды и политического климата. При этом данные ожидания могут не совпадать с фактическими уровнями риска и доходности. Под внутренней стоимостью акций понимается оценка их истинной ценности, рассчитанная на основе достоверных данных о риске и доходности, в то время как рыночная цена акций представляет собой оценку инвестором будущих рисков и доходов. Следует отметить, что внутренняя стоимость акций может отклоняться от их рыночной цены, как это проиллюстрировано на рисунке 1.1. Инструменты раскрытия информации призваны играть ключевую роль в сокращении разрыва между внутренней и рыночной стоимостью акций.

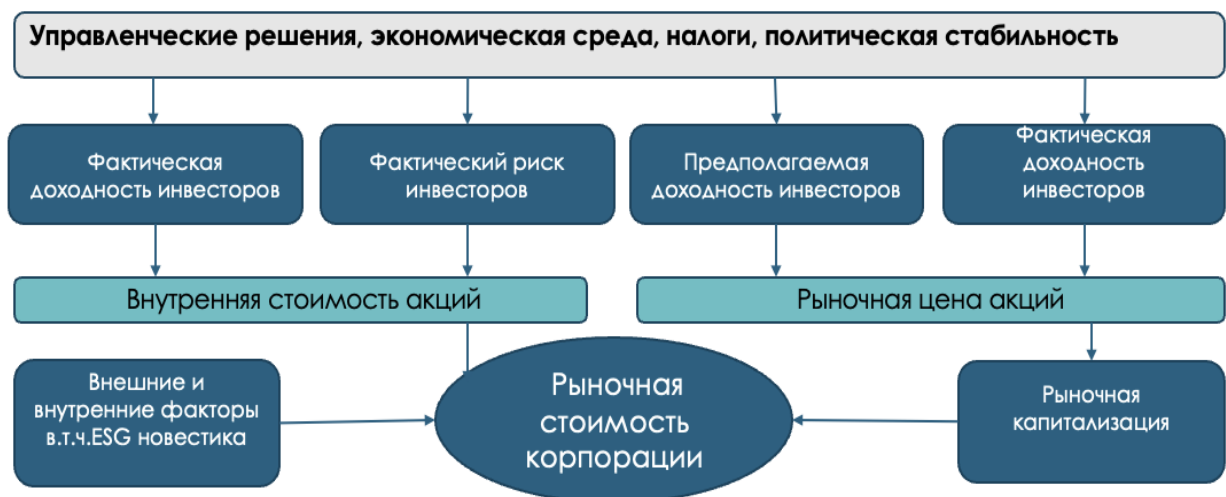


Рисунок 1.1 — Детерминанты внутренней стоимости и рыночной стоимости корпорации¹¹

Анализ различных исследований, посвященных инвестиционной привлекательности корпораций, показал, что для оценки качества управленческих решений необходимо постоянно оценивать рыночную стоимость, используя инструменты, которые учитывают не только финансовые данные, но и нефинансовую информацию, такую, как ESG¹².

¹¹ Составлен автором по источнику: Brigham E. F., Houston J. F. Fundamentals of Financial Management / ed. by J. W. Calhoun. – 12th ed. – Mason, Ohio: South-Western Cengage Learning, 2019. – P. 11.

¹² Чараева М. В. Инвестиционная стратегия. – Москва : Научно-издательский центр ИНФРА-М, 2024. – 256 с.

Чандра П. представляет интересную точку зрения, выделяя три основные проблемы в процессе принятия управленческих решений¹³. Первая касается формулирования инвестиционных планов, которые определяют распределение корпоративных ресурсов между конкурирующими проектами. Посредством систематической оценки рентабельности проектов, финансовых коэффициентов и дисконтированных будущих денежных потоков стратегическое планирование определяет масштаб и состав активов корпорации при условии, что ожидаемая доходность превышает стоимость капитала.

Вторая группа проблем связана с определением оптимальной структуры капитала. Перед менеджментом корпорации стоит задача нахождения баланса между заемным и собственным капиталом, который позволял бы минимизировать стоимость финансирования при одновременном обеспечении достаточного объема ресурсов для инвестиционной деятельности. Принимаемое в данной области решение непосредственно влияет на максимизацию рыночной стоимости корпорации, что обусловлено ключевым компромиссом между эффективностью финансирования и финансовым риском. В частности, низкое соотношение заемного и собственного капитала может свидетельствовать о неполном использовании имеющихся финансовых возможностей, тогда как чрезмерно высокий уровень долговой нагрузки повышает риск неплатежеспособности и усиливает финансовую уязвимость корпорации.

Как справедливо отмечает Суздалева Н., в рамках исследования политики управления заемным капиталом не представляется возможным выделить единый универсальный критерий, позволяющий определить эффективный подход к управлению долговыми обязательствами. Эффективное управление долгом, скорее, предполагает одновременное решение нескольких задач: минимизацию стоимости капитала, максимизацию продуктивного

¹³ Chandra P. Financial Management: Theory and Practice / ed. by C. Sekhar. – 8th ed. – New Delhi: Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited, 2008. – P. 13–14.

использования привлеченных ресурсов и определение такого баланса между заемными и собственными средствами, который позволял бы ограничивать финансовый риск¹⁴.

Третья категория управленческих решений связана с управлением оборотным капиталом и охватывает повседневные операции корпорации, касающиеся текущих активов и текущих обязательств. В рамках данного направления менеджмент призван определять оптимальный уровень запасов, формировать кредитную политику в отношении клиентов и выбирать надлежащие источники краткосрочного финансирования. В этом контексте управление запасами и их корректная оценка (при условии наличия надежных механизмов бухгалтерского учета, позволяющих распределять постоянные и общехозяйственные затраты), приобретают особое значение для достоверной оценки стоимости корпорации. Недостаточная надежность указанных механизмов способна создавать предпосылки для временного завышения бухгалтерской прибыли менеджерами посредством накопления запасов в конце отчетного периода. Следовательно, управление оборотным капиталом представляет собой важнейший компонент корпоративной оценки и играет значимую роль в процессе формирования рыночной стоимости корпорации¹⁵.

В свою очередь, традиционные стратегии корпоративного управления были преимущественно ориентированы на инвестиции в физический капитал и расширение кадровых ресурсов. Однако, как подчеркивается в исследовании Лазоника У. и О'Салливана М., по мере роста корпораций данный подход обнаруживает свою растущую проблематичность, что обусловлено проявлениями управленческой неэффективности в крупных организациях (включая трудности удержания персонала и обеспечения эффективного распределения финансовых ресурсов), с которыми малые корпорации

¹⁴ Суздалева Н. Н., Островская Н. В., Кобылецкий В. Р. Финансовый менеджмент : учебное пособие. – Санкт-Петербург : Скифия-принт, 2022. – 96 с.

¹⁵ Косорукова И. В., Ксенофонтова О. Д. Влияние корпоративной социальной ответственности бизнеса на финансовые показатели российских публичных акционерных обществ // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2024. – № 4(271). – С. 43–55.

зачастую справляются успешнее¹⁶. Отмеченная динамика актуализирует необходимость внедрения инновационных управленческих подходов, отвечающих вызовам трансформирующейся и усложняющейся бизнес-среды, что представляет собой особо значимую проблему для транснациональных корпораций¹⁷.

Для достижения основной корпоративной цели (повышения рыночной стоимости, которая традиционно определяется курсом акций), менеджеры должны улучшить восприятие заинтересованными сторонами имиджа корпорации, ее профиля риска и перспектив на будущее. Положительные оценки по этим параметрам стимулируют спрос на акции корпорации на рынках капитала и, как следствие, способствуют устойчивому росту курса акций. Для корпораций, работающих в нескольких странах, такое восприятие распространяется на широкий и неоднородный круг глобальных заинтересованных сторон, что требует приведения управленческих и организационных практик в соответствие с международно признанными передовыми практиками для обеспечения эффективной конкурентоспособности. Как подчеркивает Стюарт Г.Б., этот подход основан на предположении, что максимизация благосостояния акционеров за счет увеличения рыночной стоимости корпорации способствует повышению экономической эффективности, поддерживает устойчивый экономический рост, укрепляет отношения с группами заинтересованных сторон и, в конечном итоге, способствует повышению общего уровня жизни¹⁸.

Следует отметить, что подход к корпоративному управлению, основанный на агентской теории, указывает на конфликт интересов между менеджерами и акционерами, и подчеркивает необходимость принятия решений, направленных на максимизацию рыночной стоимости, выраженной

¹⁶ Lazonick W., O'Sullivan M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance // *Economy and Society*. – 2000. – Vol. 29. – P. 13–35.

¹⁷ Харчилава Х. П. Современные тенденции российской практики корпоративного управления // *Вестник евразийской науки*. – 2025. – Т. 17, № 4. – С. 1–13.

¹⁸ Stewart G. B. EVA: Fact and Fantasy // *Journal of Applied Corporate Finance*. – 1994. – Vol. 7, No. 2. – P. 71–84.

в курсах ценных бумаг. Корпорации с низкой рыночной стоимостью акций подвержены риску враждебного поглощения со стороны институциональных инвесторов, поскольку акционеры таких корпораций могут продать свои акции институциональным инвесторам, которые в результате получают большинство голосов среди акционеров и приобретут контроль над компанией^{19 20}.

По мнению Щербаковой, VBM (*Value-Based Management*, управление, основанное на ценности) представляет собой интегрированный подход, который связывает создание рыночной стоимости корпорации со стратегическими, операционными и управленческими процессами²¹. В своей основе концепция VBM предполагает, что финансовый менеджмент должен быть явно ориентирован на устойчивый рост рыночной стоимости корпорации. Важно отметить, что VBM выходит за рамки узкой максимизации прибыли, уделяя особое внимание созданию стоимости для широкого круга заинтересованных сторон и требуя, чтобы управленческие решения основывались на понимании механизмов, с помощью которых рыночная стоимость генерируется с течением времени.

Следовательно, разработка механизмов создания рыночной стоимости корпораций стала одной из центральных задач современной корпоративной практики. Корпорации, стремящиеся повысить рыночную стоимость, все чаще обращаются к специализированным консалтинговым корпорациям, таким как Stern Stewart & Co., Marakon Associates, McKinsey & Co., PricewaterhouseCoopers, L.E.K. Consulting и HOLT Value Associates, для поддержки внедрения систем управления, основанных на стоимости. Растущий глобальный спрос на такие консультационные услуги подчеркивает практическую значимость формирования рыночной стоимости как основной

^{19 37} Франк Е. В. Решение агентской проблемы в российских корпорациях // Экономика, предпринимательство и право. – 2011. – № 7. – С. 29–36.

²⁰ Lazonick W., Mazzucato M., Tulum O. Apple's changing business model: What should the world's richest company do with all those profits // Accounting Forum. – 2013. – Vol. 37. – P. 249–267.

²¹ Щербакова О. Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости // Финансовый менеджмент. – 2003. – № 3. – С. 56–69.

цели современного руководства²².

Анализ статистических данных показал, что несколько глобальных корпораций успешно применяют концепции управления стоимостью корпорации. Среди них можно выделить The Coca-Cola Company, которая внедрила VBM в 1988 году, Briggs & Stratton (1989), южноафриканские пивоварни SABMiller (1990), ST Engineering: Singapore Technology Engineering (1994), Почтовые службы Соединенных Штатов (1996), Брахма (1997) и Тата консультационные услуги (2001)²³. Данные примеры наглядно подтверждают важность исследования инструментария управления формированием рыночной стоимости корпорации.

Обратим внимание, что основной целью модели VBM является создание максимально возможной рыночной стоимости корпорации в долгосрочной перспективе²⁴. Для максимизации цены акций необходимо уделить внимание долгосрочным корпоративным целям и проектам. Ожидаемые инвестором риск и доходность, определяющие рыночную цену акций, формируются под влиянием управленческих решений, состояния экономической среды и политического климата, а также ряда иных факторов. При этом перечисленные детерминанты могут не совпадать с фактическими показателями риска и доходности для эмитента акций. Внутренняя стоимость акций отражает оценку их истинной ценности, основанную на достоверных данных о риске и доходности. Рыночная капитализация, напротив, представляет собой оценку инвестором будущих рисков и перспектив доходности; она может включать субъективные суждения различных групп заинтересованных сторон относительно дальнейших перспектив развития корпорации.

Анализ дисконтированных денежных потоков (DCF) осуществляется посредством построения финансовой модели в среде Excel и требует

²² Там же

²³ Our History // Stern Value Management: official website. – URL: <https://sternvaluemanagement.com/about-us/our-history> (accessed: 08.01.2023).

²⁴ Evstafyeva E. M., Charaeva M. V., Kroklicheva G. E., Paleev A. V. Business processes' reengineering in the context of increasing the firm's value // European Research Studies Journal. – 2018. – Vol. 21, No. 1. – P. 125–135.

детальной проработки исходных предпосылок; данный метод базируется на прогнозных оценках и учитывает совокупность возможностей и угроз, способных оказать влияние на будущие денежные потоки. Следует отметить, что правовые основы оценочной деятельности в Российской Федерации регламентируются Федеральным законом от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (в действующей редакции)²⁵. Указанный закон обеспечивает проведение оценки рыночной стоимости корпораций на принципах справедливости, точности и соответствия установленным правовым и профессиональным стандартам.

Подход управления, ориентированного на создание стоимости (Value-Based Management, VBM), исходит из того, что создание стоимости имеет место лишь в том случае, если рентабельность инвестиций (ROI, или норма доходности RoR) превышает стоимость капитала. VBM фокусируется на управлении корпорацией в тех областях, которые вносят вклад в формирование рыночной стоимости, — так называемых драйверах стоимости.

Важно подчеркнуть, что рыночная стоимость корпорации должна трактоваться как многомерное понятие, коррелирующее с определением капитала, предложенным Карлом Марксом, и с положениями теории заинтересованных сторон (stakeholder theory). Вместо рассмотрения рыночной стоимости в качестве статической величины, определяемой набором отдельных показателей, ее следует понимать как результат непрерывного процесса, координирующего стратегические цели, механизмы корпоративного управления и ESG-практики в рамках концепции VBM. Подобный подход позволяет осуществить переход от статической оценки рыночной стоимости к анализу и управлению процессами, формирующими её во временной динамике.

Теоретико-методологический подход к управлению формированием

²⁵ Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ от 29 июля 1998 года. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст: электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/ (дата обращения: 20.08.2024).

рыночной стоимости корпорации, предложенный автором, охватывает три ключевых уровня и основан на модели VBM для формулирования стоимости. Первый уровнем является стратегический уровень, на котором устанавливаются стратегические приоритеты и направления развития, способные повысить рыночную стоимость. Вторым уровнем является организационный уровень, который включает в себя внедрение организационных функций и структур, центров ответственности и механизмов принятия решений. Наконец, инициативы ESG должны быть интегрированы во весь бизнес-процесс, что может улучшить восприятие корпорации заинтересованными сторонами, а также повысить внутреннюю корпоративную устойчивость²⁶. Инструментальным основанием предлагаемого подхода является система KPI, используемая не только в качестве средства мониторинга, но и в качестве механизма для различных уровней целей, ориентированных на рыночную стоимость, от уровня корпоративной стратегии до операционных подразделений (рис. 1.2).

По мнению автора, логика построения цикла управления VBM формированием рыночной стоимости, который последовательно включает: 1) формирование стратегического плана создания стоимости с учетом ожиданий заинтересованных сторон и ограничений внешней среды; 2) идентификацию и формирование организационных областей (центров ответственности, организационных функций, проектов), обеспечивающих реализацию стратегии; 3) определение KPI и установление целевых значений для каждой области в контексте стратегических, операционных и ESG-целей; 4) разработку операционных планов и управленческих мер, необходимых для достижения заданных целевых значений KPI; 5) измерение, оценка и контроль достигнутых результатов с последующей обратной корректировкой стратегии, KPI и управленческих решений.

²⁶Измайлов М. К., Пупенцова С. В. Корпоративное управление как драйвер экологической ответственности компаний // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент. – 2026. – № 1. – С. 50–60.

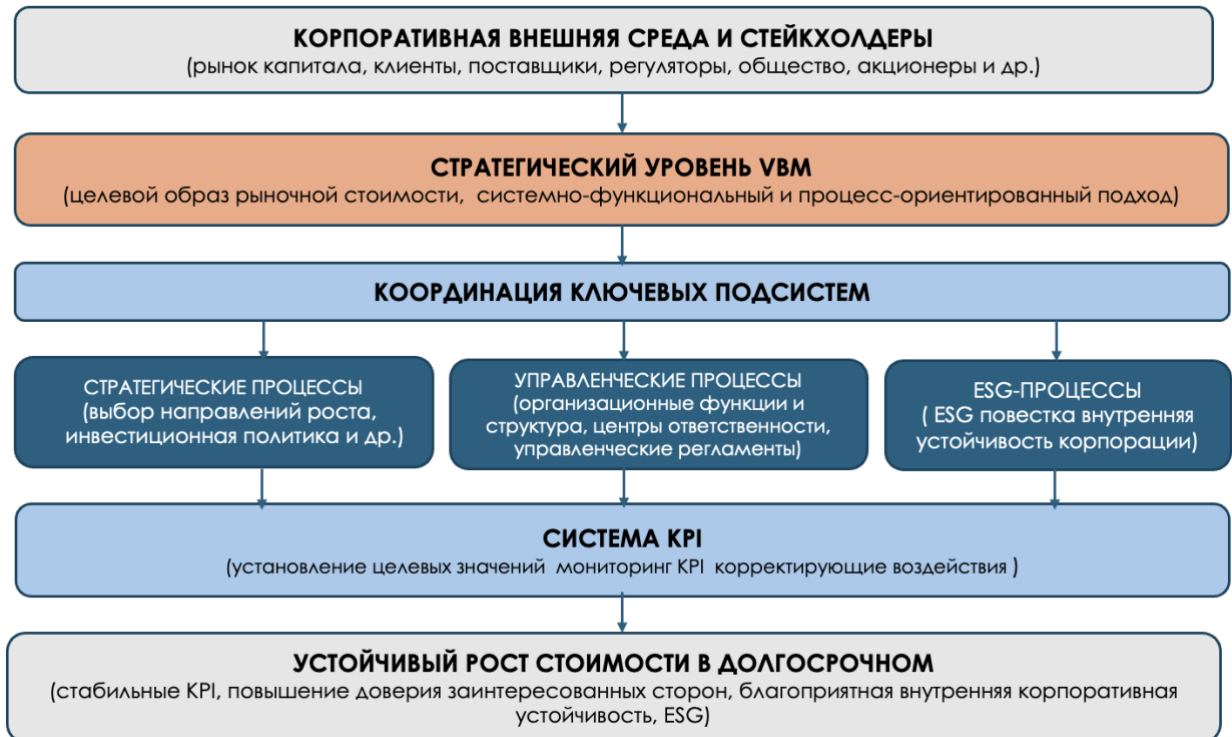


Рисунок 1.2 — Прирост формирования рыночной стоимости корпорации в рамках модели VBM²⁷

Далее следует детально проанализировать исследования, касающиеся VBM, чтобы установить, какие аспекты необходимо учитывать при внедрении VBM-подхода. Стюарт Б. отмечает, что в VBM существуют показатели эффективности, используемые для оценки процесса формирования рыночной стоимости корпорации. Один из таких показателей - экономическая добавленная стоимость (EVA), которая представляет собой показатель экономической прибыли корпорации²⁸.

Её рассчитывают путем вычитания стоимости капитала корпорации из её операционной прибыли, с учетом налогов. Принцип, лежащий в основе EVA, заключается в том, что стоимость формируется, когда доход от использования экономического капитала корпорации превышает стоимость

²⁷ Источник: составлено автором.

²⁸ Stewart B. EVA Momentum: The One Ratio that Tells the Whole Story // Journal of Applied Corporate Finance. – 2009. – Vol. 21, No. 2. – P. 1–15.

этого капитала. EVA основывается на работе Миллера М. и Модильяни Ф., которые исследовали детерминанты рыночной стоимости и показали, в каких условиях долговое финансирование может привести к формированию рыночной стоимости, а также какую роль может играть дивидендная политика в максимизации рыночной стоимости корпорации²⁹³⁰. Миллер и Модильяни утверждают, что рыночная стоимость корпорации правильно определяется как текущая стоимость её будущих доходов и базовых активов и не зависит от структуры её капитала. Рыночная капитализация представляет собой оценку инвесторами будущих денежных потоков корпорации. Понятие EVA стало популярным благодаря консалтинговой фирме *Stern Value Management (SVM)*, ранее известной как *Stern Stewart & Co*³¹.

Как справедливо отмечается, показатель EVA представляет собой индикатор прибыльности корпорации, учитывающий как традиционные бухгалтерские данные, так и затраты на привлеченный капитал. Концепция EVA выступает в качестве ценного аналитического инструмента для оценки эффективности деятельности корпорации, поскольку акцентирует внимание на процессе формирования рыночной стоимости. Анализ эффективности с применением подхода EVA позволяет менеджменту в большей степени учитывать интересы различных групп заинтересованных сторон, включая акционеров.

Вместе с тем следует подчеркнуть, что ориентиром для принятия управленческих решений в сфере менеджмента служат не столько абсолютные значения показателей, сколько их устойчивая положительная динамика, что актуализирует значимость улучшения данных индикаторов во временном разрезе³². Показатель EVA рассчитывается по следующей формуле:

²⁹ Modigliani F., Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // The American Economic Review. – 1958. – Vol. 48, No. 3. – P. 261–297.

³⁰ Анкудинов А. Б. Дивидендная политика и структура собственности российских компаний: эмпирический анализ кризисных лет // Управленец. – 2023. – Т. 14, № 3. – С. 71–85.

³¹ Our History // Stern Value Management: official website. – URL: <https://sternvaluemanagement.com/about-us/our-history> (accessed: 08.01.2023).

³² Якупова Н. М., Левачкова С. Ю., Сайфеева Е. Б. Измерение стоимости в системе управления компанией // Modern Economy Success. – 2022. – № 6. – С. 192–198.

$$EVA = NOPAT - \text{стоимость капитала} \times \text{Инвестированный капитал}, \quad (1.1)$$

где NOPAT – прибыль после выплаты налогов

или:

$$EVA = \text{Норма прибыли} - \text{стоимость капитала} \times \text{Инвестированный капитал} \quad (1.2)$$

В рамках концепции формирования рыночной стоимости показатель EVA находит применение также при планировании капитальных вложений и оценке эффективности как отдельных структурных подразделений и проектов, так и корпорации в целом. При принятии инвестиционных решений к реализации принимаются лишь те проекты, которые характеризуются положительным значением EVA, что позволяет направлять капитал в проекты, вносящие наибольший вклад в приращение рыночной стоимости корпорации.

Наряду с EVA в практике оценки стоимости корпорации используются и иные коэффициенты. Одним из них выступает добавленная рыночная стоимость (MVA, от англ. Market Value Added), рассчитываемая как разница между рыночной стоимостью корпорации и капиталом, внесенным всеми инвесторами, включая держателей облигаций и акционеров. Отрицательное значение MVA свидетельствует о потере рыночной стоимости корпорации, тогда как положительное значение MVA отражает рост благосостояния акционеров. Данный показатель позволяет оценить, насколько успешно корпорация создает рыночную стоимость для своих акционеров по сравнению с вложенным ими капиталом.

$$MVA = (\text{Акции в обращении} \times \text{цена акции}) - \text{собственный капитал} \quad (1.3)$$

В этой связи уточненная экономическая добавленная стоимость (REVA, от англ. Refined Economic Value Added) выступает в качестве нового инструмента измерения экономических результатов и представляет собой альтернативный способ определения эффективности корпорации, особенно в контексте ценообразования на акции. Основное различие между REVA и EVA заключается в том, что при расчете REVA используется рыночная стоимость

корпорации, тогда как в случае EVA применяется балансовая стоимость³³.

Как показывают результаты исследования Нугрохо М., EVA, MVA и REVA оказывают значительное влияние на цены и доходность акций обрабатывающих корпораций Индонезии, что подтверждает весомую роль данных показателей в формировании рыночных оценок³⁴. Указанные методы оценки представляются важными для инвесторов, поскольку учитывают стоимость капитала, на получение которой последние ориентируются при принятии инвестиционных решений. Вместе с тем, хотя в работе Стюарта Б. убедительно обоснована значимость показателей рыночной стоимости корпорации для определения цены акций, автор не раскрывает механизмов совершенствования драйверов стоимости (value drivers), позволяющих добиться более высоких значений EVA³⁵. Из этого следует, что для решения данной проблемы целесообразно проанализировать возможности использования раскрытия информации в качестве инструмента формирования рыночной стоимости корпорации.

Так, в исследовании Авана А. с соавторами рассматривается влияние EVA на доходность акций корпораций, котирующихся на Карачинской фондовой бирже; согласно полученным выводам, EVA оказывает существенное воздействие на доходность акций³⁶. Автор утверждает, что EVA выступает ключевым индикатором эффективности, побуждающим корпорации изыскивать способы повышения результативности использования капитала и, как следствие, достижения высоких операционных показателей. В этой связи теоретически предполагается, что EVA должна отражать внутреннюю стоимость акции. В работе Сичигеа Н. также отмечается, что EVA

³³ Nugroho M. N. The Effect of Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Refined Economic Value Added (REVA) on Stock Prices and Returns Stock at Manufacturing Industries Who Listed on Indonesia Stock Exchange (BEI) // Archives of Business Research. – 2018. – Vol. 6, No. 12. – P. 173–188.

³⁴ там же

³⁵ Stewart B. EVA Momentum: The One Ratio that Tells the Whole Story // Journal of Applied Corporate Finance. – 2009. – Vol. 21, No. 2. – P. 1–15.

³⁶ Awan A. G., Siddique K., Sarwar G. The Effect of Economic Value Added On Stock Return: Evidence From Selected Companies of Karachi Stock Exchange // Research Journal of Financial Accounting. – 2014. – Vol. 5, No. 23. – P. 140–152.

отражает процесс формирования рыночной стоимости корпорации и положительно коррелирует с доходностью акций³⁷.

Несмотря на подтверждаемую в приведенных работах положительную связь между ценой акций и показателями рыночной стоимости корпорации, в них не разъясняется, каким образом данные показатели могут быть улучшены посредством инструментов формирования рыночной стоимости. В настоящем исследовании предлагается трехэтапный процесс управления рыночной стоимостью корпорации, интегрирующий воздействие ESG-факторов и принципов корпоративного управления, которые способны обеспечить приращение рыночной стоимости. Помимо этого, представлен анализ применения инструментов раскрытия информации для улучшения показателей оценки рыночной стоимости корпорации и повышения цены акций. Представляется обоснованным разделить факторы, оказывающие влияние на EVA, на две группы, что схематически отражено на рисунке 1.3.



Рисунок 1.3 — Факторы, влияющие на EVA³⁸

Как представлено на рисунке 1.3, основными факторами,

³⁷ Sichega N., Vasilescu L. Economic Value Added and Market Value Added: Modern Indicators for Assessment the Firm's Value // Annals Economy Series – Constantin Brancusi University, Faculty of Economics. – 2015. – P. 488–494.

³⁸ Источник: составлено автором.

определяющими EVA, являются те, что влияют на NOPAT, а конкретно выручка, налоги и операционные расходы. Выручка может быть увеличена за счет стратегических маркетинговых инициатив, таких как брендинг, реклама и использование эффекта масштаба, в то время как налоговые обязательства могут управляться за счет эффективного налогового планирования и оптимального использования существующих фискальных механизмов.

Для увеличения маржи прибыли также важно применять меры снижения операционных расходов. Распространенный подход к регулированию расходов заключается в установлении целевых показателей и проверке любых значительных отклонений между запланированными и фактическими расходами³⁹.

Более комплексный подход предполагает использование инструментов раскрытия информации, таких как интегрированная отчетность, для разработки и реализацию долгосрочной стратегии формирования рыночной стоимости корпорации, что позволяет улучшить управление рисками, увеличить доходы и сократить операционные расходы с течением времени.

Следующие факторы включают снижение стоимости капитала, как для долгосрочных, так и для краткосрочных проектов. Это включает в себя сравнение разных источников финансирования и выбор того, который меньше всего обошелся корпорации. Например, в статье Ламберкта Р.А., Леуц К., и Верречиа Р.Е. показано, что корпорации с прозрачным раскрытием финансовой информации, вероятно, будут иметь более низкую стоимость капитала, потому что риски, связанные с инвестированием в них, небольшие⁴⁰. Авторы показывают, что прозрачное раскрытие финансовой и нефинансовой информации может повлиять на стоимость капитала, изменяя как фактический, так и воспринимаемый риск фирмы.

Каменева Е.А. указывает, что существует несколько этапов внедрения

³⁹ Щербакова О. Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости // Финансовый менеджмент. – 2003. – № 3. – С. 56–69.

⁴⁰ Lambert R.A., Leuz C., Verrecchia R.E. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital // Journal of Accounting Research. – 2007. – Vol. 45, No. 2. – P. 385–420.

VBM в фирме⁴¹. Во-первых, корпорация разрабатывает стратегию увеличения стоимости. К ним относится корпоративная стратегия, направленная на максимизацию рыночной стоимости корпорации. Вторым шагом является раскрытие и управление драйверами рыночной стоимости, в результате чего внимание руководства сосредоточено на деятельности, которая окажет наибольшее влияние на стоимость. Выявление основных направлений создания ценности позволяет руководству преобразовать общую цель в конкретные действия, которые, скорее всего, принесут эту ценность.

Следует отметить, что по данным консалтинговой корпорации LEK, существует три категории факторов, влияющих на рыночную стоимость корпораций, а именно драйверы роста, драйверы эффективности и финансовые драйверы, представим их в таблице 1.1. Драйверы роста связаны с возможностями повышения, создающими стоимости, такими как увеличение выручки, доля рынка, продаж, операционной маржи и EBITA. Корпорация, стремящаяся повысить доход, должна направить свои операции на деятельность, улучшающую эти показатели.

Таблица 1.1 — Драйверы рыночной стоимости корпорации в концепции VBM⁴²

Тип драйверов	Контролируемые факторы	Стратегии
Драйверы роста	Выручка Маржа операционной прибыли	Корпорация должна иметь хорошую маркетинговую стратегию для увеличения продаж. Для увеличения операционной маржи следует применять стратегии сокращения затрат; Корпорация должна найти баланс между стоимостью и качеством материалов.

⁴¹ Каменева Е. А., Беликова Е. Р. Внутренние драйверы управления деловой активностью как инструменты роста стоимости компании // РИСК: Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. – 2015. – № 4. – С. 320–328.

⁴² Составлен автором по источнику: Identifying and Managing Key Value Drivers // LEK Consulting: official website. – URL: https://www.lek.com/sites/default/files/insights/pdf-attachments/1936_Identifying_and_Managing_Key_Value_Drivers_LEK_Executive_Insights.pdf (accessed: 21.11.2021)..

Продолжение таблицы 1.1

Драйверы роста	Рыночная доля	Управление распределением клиентов для диверсификации рисков; Руководству корпорации необходимо хорошо понимать влияние экономических факторов на их отрасль, свою долю и положение на рынке, а также свою уникальную рыночную нишу; Выход на новые рынки
Драйверы эффективно сти	Оборотный капитал	Эффективное управление дебиторской и кредиторской задолженностью
	Производительность труда	Управление распределением клиентов для диверсификации рисков; Руководству корпорации необходимо хорошо понимать влияние экономических факторов на их отрасль, свою долю и положение на рынке, а также свою уникальную рыночную нишу; Выход на новые рынки.
	Управление мощностью	Эффективное планирование мощностей для определения ресурсов, необходимых производителям для удовлетворения спроса на их продукты или услуги
	Удовлетворенность клиентов	Повышенное взаимодействие H2H (human to human interaction) для удовлетворения потребностей клиентов Корпорация с сильным брендом улучшит свои продажи за счет повышения узнаваемости рынка, а также задаст ему четкое направление, повысив операционную эффективность
Финансовые драйверы	Стоимость капитала	Чтобы снизить стоимость капитала, финансовые менеджеры обычно выбирают наименее дорогие методы привлечения средств.

Как представлено в таблице 1.1, руководство корпорации должно оценить влияние макроэкономических факторов на динамику отрасли, позиционирование на рынке и конкурентную нишу. Стратегическое соответствие между идентичностью бренда, корпоративной миссией и долгосрочным направлением деятельности имеет важное значение. Признание внутренних ограничений и возможностей, особенно в сфере продаж и маркетинга, имеет решающее значение. Например, внедрение автоматизированных систем продаж может повысить операционную эффективность и оптимизировать управление запасами.

Автоматизация производства и повышение производительности средств производства являются ключевыми рычагами повышения эффективности корпорации. Технологическая интеграция в сочетании со стратегическим управлением человеческим капиталом может значительно повысить такие показатели, как удовлетворенность клиентов, рентабельность по EBITDA и выручка. В начале 2000-х годов корпорации широко внедряли ERP-системы для рационализации операций; сегодня такие технологии, как большие данные, облачные вычисления, блокчейн и искусственный интеллект, меняют

не только производственные процессы, но и навыки, необходимые современным предприятиям. Таким образом, перед финансовыми менеджерами стоит задача оценивать технологические инвестиции через призму затрат и выгод, обеспечивая создание стоимости. Одновременно финансовая стратегия играет важнейшую роль в минимизации стоимости капитала - центрального постулата VBM. Сравнивая доходность проекта с его капитальными затратами, VBM помогает определить приоритетность высокодоходных инициатив. Соответственно, менеджеры стремятся обеспечить финансирование с помощью наиболее экономически эффективных инструментов.

Следует подчеркнуть, что драйверы стоимости также могут быть выражены в виде ключевых показателей эффективности (KPI). Они используются для измерения уровня эффективности в областях, которые имеют решающее значение для конкретной корпорации. Так, Гладилин, А. В подчеркивает важность принятия системы отслеживания изменений показателей, отражающих различные аспекты деятельности организации; (стратегические факторы, управление и контроль за использованием имущества, риск и инновации, финансовые показатели и ликвидность) в реализации стратегического развития бизнеса⁴³. KPI могут использоваться не только для контроля отклонений от поставленных целей, но и как система поощрения руководителей (сотрудников), достигших поставленных целей⁴⁴.

На третьем этапе внедрения VBM формулируется стратегический план развития, который каскадируется в корпоративные и операционные цели, каждая из которых формулируется через ключевые факторы стоимости. В соответствии с этим определяются краткосрочные цели; например, цель по снижению производственных затрат может выражаться в снижении затрат на

⁴³ Гладилин А. В. Формирование учетно-аналитического обеспечения реализации стратегических программ развития организаций // Вестник Института дружбы народов Кавказа (Теория экономики и управления народным хозяйством). Экономические науки. – 2011. – № 4(20). – С. 76–78.

⁴⁴ Голик И. Т. Основные ESG-принципы и требования к инфраструктурным проектам как методологическая основа для ESG-трансформации // Страховое право. – 2023. – № 3(100). – С. 35–50.

2% с дальнейшей разбивкой на такие компоненты, как сырье, труд и накладные расходы. Наряду с этим, повышение оперативности реагирования на запросы клиентов может предполагать установление целевого срока урегулирования обращений, например, в пределах двух рабочих дней.

Четвертый этап предполагает трансформацию сформулированных целей в планы и бюджеты, определяющие конкретные инициативы на предстоящий финансовый период. Ответственность за достижение каждой из целей (к примеру, за снижение издержек) возлагается на соответствующих функциональных руководителей, которые, в свою очередь, осуществляют распределение ресурсов и формируют детализированные бюджеты, согласованные с мероприятиями, направленными на создание стоимости.

Таким образом, представляется возможным заключить, что корпорации необходимо внедрение систем измерения эффективности, позволяющих отслеживать результаты деятельности относительно установленных целевых показателей и стимулировать сотрудников к достижению поставленных задач. Менеджеры, демонстрирующие высокие результаты, получают соответствующее вознаграждение, тогда как в случае недостижения запланированных показателей от них требуются корректирующие действия. На рисунке 1.4 автором представлены ключевые этапы реализации концепции VBM.



Рисунок 1.4 — Шаги по реализации концепции VBM⁴⁵

Анализируя представленные на рисунке 1.4 основные этапы реализации концепции VBM, отметим, что согласно подходу VBM, "экономическая прибыль" является краткосрочным финансовым показателем, используемым для измерения производительности за один год, но другие показатели должны быть адаптированы к конкретному характеру бизнеса. К ним относятся, например, экологические показатели для корпораций нефтегазового сектора.

Инструменты раскрытия финансовой информации играют важную роль в формировании корпоративной стратегии. Интегрированная отчетность, в частности, формулирует дорожную карту корпорации по созданию стоимости на краткосрочную, среднесрочную и долгосрочную перспективу. Это соответствует принципам VBM, которые предписывают интеграцию создания стоимости во все организационные процессы. Финансовые рынки, в свою очередь, играют важную роль в распределении ресурсов, поощряя раскрытие информации и обеспечивая постоянную оценку управленческих решений, тем

⁴⁵ Источник: составлено автором.

самым гарантируя, что цены на акции отражают базовую стоимость корпорации, что является критически важным фактором экономического роста.

В основе формирования стоимости лежит императив, согласно которому менеджмент должен уделять первостепенное внимание максимизации рыночной стоимости. Соответственно, стратегические финансовые решения надлежит оценивать с точки зрения их влияния на динамику фондовых котировок. Это обуславливает необходимость систематического анализа акций и их способности повышать эффективность принятия решений и результативность оценки рыночной стоимости корпорации.

Эмпирические данные свидетельствуют о том, что концепция VBM способствует систематической интеграции процессов формирования стоимости как в операционную, так и в стратегическую деятельность. Обеспечивая согласованность бизнес-процессов с общими корпоративными целями, VBM формирует непротиворечивую структуру для измерения, мониторинга и управления эффективностью корпорации в более широком контексте корпоративной стратегии.

В рамках данной концепции особое значение приобретают две области принятия управленческих решений: инвестиционная и финансовая. Инвестиционные решения всё чаще включают в себя критерии ESG, отражая не только ожидания инвесторов в отношении долгосрочной устойчивости, но и необходимость учёта более широкого круга заинтересованных сторон, что в совокупности определяет траекторию формирования рыночной стоимости корпорации. Такие решения встроены в процессы долгосрочного корпоративного планирования, которые учитывают устойчивые обязательства по отношению к различным формам капитала, включая человеческий, интеллектуальный, финансовый, промышленный и природный капитал. Решения по финансированию, в свою очередь, сосредоточены на определении оптимальной структуры капитала, способной поддерживать эти инвестиции, при этом обеспечивая баланс между эффективностью затрат, финансовой

гибкостью и подверженностью рискам.

Хотя традиционные финансовые показатели, такие как EBIT, чистая прибыль, рыночная капитализация и выручка, по-прежнему играют центральную роль в оценке эффективности деятельности корпораций, их недостаточно рассматривать в отдельности. Для более комплексной оценки рыночной стоимости корпорации необходимо учитывать нефинансовые показатели, в частности, связанные с ESG, которые оказывают существенное влияние на долгосрочные результаты деятельности и профиль рисков. Такие факторы, как удовлетворенность сотрудников, развитие талантов, ценность бренда, вовлеченность заинтересованных сторон и этическое поведение, представляют собой важнейшие аспекты создания стоимости и, следовательно, должны быть включены в любую надежную и достоверную оценку рыночной стоимости корпорации.

1.3 Функционал аппаратных средств инструментария управления процессом формирования рыночной стоимости корпорации

Процесс принятия управленческих решений требует комплексного подхода для обеспечения того, чтобы все бизнес-процессы оптимально соответствовали главной цели – максимизации рыночной стоимости корпорации. Как уже отмечалось ранее, для формулирования рыночной стоимости корпорации необходим непрерывный анализ различных организационных функций для оценки того, как были достигнуты организационные цели. Важнейшим инструментом для достижения этой цели является корпоративный план, который объединяет все бизнес-процессы и направляет их на достижение общей цели.

Первая функция стратегического финансового планирования, подразумевает постановку долгосрочных и краткосрочных финансовых целей, чтобы эффективно распределять ресурсы фирмы при принятии

управленческих решений, обеспечивать достижение целей организации⁴⁶. Кумар Р. определяет стратегическое финансовое планирование как выбор наиболее важных решений организации в отношении целей, миссии, политики, программ, задач и распределения основных ресурсов⁴⁷.

Стратегическое финансовое планирование может повысить эффективность бизнеса и, следовательно, рыночную стоимость корпорации, так как оно согласовывает бизнес-решения с определенными целями, которые соответствуют организационным задачам. В работе Кюляхейко К. и др. рассматривается взаимосвязь между стратегическим планированием и экономическими показателями в разных странах⁴⁸. Исследование основано на опросе топ-менеджеров из 2 506 корпораций в разных странах, таких как США, Нидерланды, Китай, Малайзия. Авторы пришли к выводу, что стратегическое планирование играет решающую роль в повышении эффективности деятельности, причем это влияние более выражено в странах с развивающейся экономикой – структурированное принятие управленческих решений помогает корпорациям ориентироваться в изменчивых рыночных условиях и ограниченности ресурсов. Стратегическое планирование необходимо рассматривать в качестве фундаментальной основы для формирования рыночной стоимости корпорации, поскольку оно позволяет подчинить все бизнес-решения достижению данной цели и создает базу для последующей оценки и контроля.

Как отмечают Верховцева Е.А. и Гребеник В.В., выделяются два подхода к увеличению рыночной стоимости корпорации: первый предполагает наращивание прибыльности посредством снижения издержек, расширения доли рынка либо уменьшения обязательств; второй ориентирован на

⁴⁶ Рудковская О. Г. Стратегическое финансовое планирование в системе финансового планирования организации // Стратегия развития экономики Беларуси: вызовы, инструменты реализации и перспективы : сб. науч. ст. : в 4 ч. – Минск : Институт системных исследований в АПК НАН Беларуси, 2017. – С. 77–79.

⁴⁷ Kumar R. Perspectives on strategic finance // Perspectives on Strategic Finance. – London: Academic Press, 2017. – P. 1–29.

⁴⁸ Kyläheiko K., Puumalainen K., Sjögrén H., Syrjä P., Fellnhofer K. Strategic planning and firm performance: a comparison across countries and sectors // International Journal of Entrepreneurial Venturing. – 2016. – Vol. 8. – P. 280–295.

эффективное использование капитала⁴⁹. Проводя обзор российской и зарубежной литературы, авторы обосновывают существование двух направлений в управлении капиталом: оптимизация структуры активов с акцентом на нематериальные активы и денежные потоки, а также принятие решений о структуре капитала, направленных на реструктуризацию обязательств. В соответствии с теорией иерархии (теорией порядка финансирования), менеджменту рекомендуется отдавать приоритет нераспределенной прибыли как источнику финансирования, далее заемному финансированию и лишь, затем акционерному капиталу. Таким образом, планирование структуры капитала, являясь составной частью стратегического планирования, выступает важнейшим элементом процесса формирования рыночной стоимости корпорации, поскольку позволяет установить баланс между заемными и собственными средствами, обеспечивая тем самым максимизацию долгосрочной рыночной стоимости корпорации.

Эффективное стратегическое планирование трансформирует стратегические целевые установки в количественные финансовые показатели, измеримые посредством системы ключевых показателей эффективности (КПИ); при этом устанавливаются временные горизонты их достижения и производится распределение необходимых ресурсов. Тем самым достигается повышение координации деятельности и обеспечивается концентрация ресурсов на приоритетных направлениях⁵⁰. Кроме того, стратегическое планирование создает основу для оценки проектов исходя из их доходности, благодаря чему ресурсы направляются в те сферы, где они приносят максимальную отдачу.

Как справедливо утверждает Кумар Р., исследуя роль стратегического планирования в качестве основы для принятия стратегических решений, КПИ

⁴⁹ Верховцева Е. А., Гребеник В. В. Управление структурой капитала как способ управления стоимостью компании // Интернет-журнал «Наукovedение». – 2016. – Т. 8, № 1. – URL: <http://naukovedenie.ru/PDF/37EVN116.pdf> (дата обращения: 01.07.2025).

⁵⁰Нджороге П. К. Инструменты финансового менеджмента в системе управления процессом формирования рыночной стоимости компании // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2025. – № 12. – Т. 8. – С. 20–27.

способны играть фундаментальную роль в повышении благосостояния акционеров посредством установления целевых ориентиров в отношении оптимальной структуры капитала, потоков доходов, операционных расходов и капитальных затрат⁵¹. Стратегическое планирование формализует стратегические и операционные цели, совершенствуя процессы распределения капитала и принятия инвестиционных решений, что в свою очередь ведет к улучшению таких ключевых показателей эффективности, как денежные потоки, чистая прибыль, рыночная капитализация и EVA, которые в конечном счете отражают процесс формирования рыночной стоимости корпорации.

Система внутреннего контроля, учитывающая корпоративное управление рисками, является еще одной функцией управления, которая может направлять цели организации в сторону процесса формирования рыночной стоимости. Управление рисками обладает потенциалом для выявления возможных рисков, смягчения финансовых неопределенностей и тем самым способствует повышению рыночной стоимости фирмы. Картикасари, Д. и др. исследуют взаимосвязь между капиталом, управлением рисками предприятия (ERM) и рыночной стоимостью корпорации, используя данные, котирующиеся на Индонезийской фондовой бирже за 2016-2020 годы. В этом исследовании рыночной стоимостью корпорации, (зависимая переменная) измеряется через цены акций, в то время как капитал (коэффициент достаточности капитала) используется в качестве независимой переменной, в то время как ERM служит в качестве зависимой переменной⁵². Авторы используют множественный линейный регрессионный анализ с использованием обычного метода OLS (*Ordinary Least Squares*) и обнаруживают, что взаимодействие между капиталом и ERM значительно влияет на рыночную стоимость корпорации. Таким образом, стратегическое управление рисками является важнейшей частью устойчивой формирования устойчивой рыночной стоимости

⁵¹ Kumar R. Perspectives on strategic finance // Perspectives on Strategic Finance. – London: Academic Press, 2017. – P. 1–29.

⁵² Kartikasari D., Ahyani F., Zulfikar Z. Influence of capital on firm value through enterprise risk management in banking // Journal of Economics and Business. – 2022. – Vol. 5, No. 2. – P. 1–12.

корпорации, поскольку оно готовит корпорации к преодолению неопределенностей, что приводит к повышению производительности.

Как отмечает Афендикова Е.Ю. с соавторами, в рамках управления рисками в условиях неопределенности представляется обоснованным проведение предварительного анализа действий, сопряженных с риском, с целью активного планирования и разработки стратегии риск-менеджмента, направленной на предотвращение развития критических ситуаций и минимизацию необоснованных потерь, обусловленных реализацией рисков⁵³.

Анализ реакции фондового рынка на публикацию финансовой отчетности, выполненный на основе данных 56 корпораций, котирующихся на Московской бирже, за период 2014–2020 гг., позволяет сделать выводы относительно эффективности российского фондового рынка и его чувствительности к поступлению новой информации⁵⁴. Результаты проведенного исследования свидетельствуют о том, что в большинстве случаев наблюдается значимая ненормальная взаимосвязь между раскрытием годовой отчетности и динамикой цен на акции. Полученные данные указывают на то, что российский фондовый рынок демонстрирует выраженную реакцию на поступление новой информации. В данной работе подчеркивается значимость сокращения информационной асимметрии посредством использования надлежащих инструментов раскрытия информации — мер, способствующих снижению волатильности фондового рынка и обеспечивающих эффективное распределение ресурсов на рынке капитала⁵⁵. В связи с этим возникает необходимость минимизации информационной

⁵³ Афендикова Е. Ю., Ксенжук А. Н., Ковалева В. И. Инструменты управления рисками в антикризисном управлении современным предприятием: идентификация и классификация рисков // EurasiaScience : сборник статей LXVI международной научно-практической конференции (Москва, 30–31 декабря 2024 г.). – Москва : Актуальность.РФ, 2024. – С. 453–455.

⁵⁴ Njoroge P. K., Baumann M., Baumann M. H., Shevchenko D. A. Stock Price Reactions to Publications of Financial Statements: Evidence from the Moscow Stock Exchange // Journal of Corporate Finance Research. – 2021. – No. 1. – P. 19–36.

⁵⁵ Baumann M. N., Njoroge P. K., Shevchenko D. A., Baumann M. Does Reporting under IFRS Improve Market Efficiency (A Case Study from the Moscow Stock Exchange)? // Digital Ecosystem of the Economy: a collection of articles on the results of the VIII International Scientific and Practical Video Conference. – Rostov-on-Don: Southern Federal University, 2021. – P. 38–42.

асимметрии и совершенствования процедур, форм и требований к годовой отчетности с целью обеспечения адекватного информационного потока для участников финансового рынка, что позволило бы сократить разрыв между фундаментальной и рыночной стоимостью⁵⁶. Интегрированный отчет представляет собой надежный инструмент для публикации финансовой и нефинансовой информации, повышения прозрачности и разработки стратегий формирования стоимости с учетом различных категорий капитала, однако механизм его подготовки и внедрения все еще находится на стадии разработки.

Согласно гипотезе эффективного рынка (EMH, от англ. Efficient Market Hypothesis), цены на акции в полной мере отражают всю доступную информацию, что исключает возможность систематического получения сверхдоходов. Данная концепция имеет важное значение для процесса формирования рыночной стоимости, поскольку исходит из того, что участники фондового рынка непрерывно отслеживают новую информацию, анализируя управленческие решения, которые находят точное отражение в котировках акций. Изучение реакции фондового рынка на поступление новой информации, а также сопоставление результатов в разрезе различных секторов экономики и отчетных периодов позволяет определить, каким образом менеджмент может наиболее эффективно использовать инструменты раскрытия информации для передачи позитивных сигналов инвесторам, оценивающим процесс принятия управленческих решений, находящий свое отражение в ценах на акции.

Раскрытие информации как в соответствии с Российскими стандартами бухгалтерского учета (РСБУ), так и в рамках Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) создает условия для снижения асимметрии информации и сокращения информационного разрыва между руководством и участниками рынка, что, в свою очередь, способствует уменьшению

⁵⁶ Parmenas N., Szczygiel N., Shevchenko D. A., Abramyan G. A. Impact of Unethical Behaviour on the Value of Firms in the Real Sector // Innovative Trends in International Business and Sustainable Management. – 2023. – P. 391–400.

расхождения между фундаментальной и рыночной стоимостью. Стандарт отчетности, обеспечивающий повышение эффективности рынка, выступает в качестве более действенного инструмента для оценки управленческих решений.

Наряду с годовой отчетностью, публикация различных типов новостной информации способна вызывать изменение цен на акции, поскольку такого рода сообщения воспринимаются участниками рынка неоднозначно. Обзор зарубежной и российской литературы, посвященной реакции фондового рынка на публикацию финансовой отчетности, свидетельствует о том, что такие информационные события, как объявление о прибыли, дробление акций, обратный выкуп и объявление дивидендов, провоцируют определенные опасения у участников рынка, что в итоге находит выражение в динамике цен на акции. В таблице 1.2 представлена систематизация основных зарубежных публикаций, посвященных влиянию корпоративных новостей на рыночную стоимость корпорации.

Таблица 1.2 — Систематизация основных зарубежных публикаций о влиянии корпоративных новостей на рыночную стоимость корпорации

Вид события	Авторы	Год	Страна	Итоги
Объявление о прибыли	К. Пуктхуантонг ⁵⁷	2010	США	крайне негативная краткосрочная реакция рынка на объявления; негативная реакция статистически и экономически знаема (-15% за двухдневный рекламный период)
	Н. Джонс и Ф. Бэкон ⁵⁸	2007	США, Германия, Испания, Швейцария, Япония, Малайзия, Сингапур	положительные объявления действительно дают положительный сигнал о прибыльности и будущем успехе корпорации
	Г. Балкли и Р. Эррериас ⁵⁹	2005	США	Существуют аномальные доходность 8.50%

⁵⁷ Pukthuanthong K. Why should we like firms that voluntarily disclose? Evidence from profit warning firms // The Journal of Investing. – 2010. – Vol. 19, No. 4. – P. 66–83.

⁵⁸ Jones N., Bacon F. Surprise earning announcements: A test of market efficiency // Proceedings of the Academy of Accounting and Finance Studies. – 2007. – Vol. 12, No. 1. – P. 43–48.

⁵⁹ Bulkley G., Herrerias R. Does the Precision of News Affect Market Underreaction? Evidence from Returns Following Two Classes of Profit Warnings // European Financial Management. – 2005. – Vol. 11, No. 5. – P. 603–624.

Продолжение таблицы 1.2

Вид события	Авторы	Год	Страна	Итоги
Объявление о прибыли	Н. Коллетт	2004	Великобритания	Существуют аномально высокая доходность 15.1%
	А.Р. Ханал и А.К. Мишра ⁶⁰	2017	США	В день публикации наблюдался статистически значимый избыточный доход в размере 0,39%, за которым на следующий день последовало 0,76%.
	Березинец, Булатова, Ильина и Смирнов ⁶¹	2015	Россия	Рынки негативно реагируют как на слишком высокие, так и на слишком низкие дивиденды
	Теплова Т.В. ⁶²	2011	Россия	Отрицательная реакция в виде падения цен акций и получения отрицательной избыточной доходности на рост дивидендов по корпорациям с высокими возможностями роста для периода финансовой устойчивости становится в кризисный период
	В. Фаэцина ⁶³	2012	Иран	отрицательное отношение между коэффициентом выплат дивидендов и показателем P/E
	Д. Дадни, Б. Джирасакулдеч и Т. Цорна ⁶⁴	2008	США	положительная связь между коэффициентом выплаты дивидендов и показателем P/E; объявление об увеличении выплаты дивидендов показывает позитивные перспективы корпорации
Новости о размещении и акций	А.Гунасекараге и М. Пауэр ⁶⁵	2002	Великобритания	дивиденды влияют на цены акций
	П. Асквит и Д. Маллинс ⁶⁶	1986	Греция, США	реакция рынка на новости о размещении акций существенно различается в разных странах и в соответствии с методами выпуска
	Ю. Фама ⁶⁷	1969	США	дробление акций является сигналом менеджеров акционерам
	Дж. Майерс и А. Бакай ⁶⁸		США	на колебания цены может влиять фаза рынка, коэффициент дробления акций, отрасль

⁶⁰ Khanal A. R., Mishra A. K. Stock price reactions to stock dividend announcements: A case from a sluggish economic period // North American Journal of Economics and Finance. – 2017. – Vol. 42. – P. 338–345.

⁶¹ Berezinets I. V., Bulatova L. A., Ilina Y. B. Stock Market Reaction to Dividend Surprises: Evidence from Russia. – St. Petersburg: Graduate School of Management, St. Petersburg State University, 2015. – P. 1–25.

⁶² Теплова Т. В. Реакция цен акций на объявления денежных дивидендов: сигнализирование на российском рынке до и после кризиса // Финансовый менеджмент. – 2011. – № 1. – С. 458–463.

⁶³ Faezinia V., Ohadi F., Janani M. The Quantitative Study of Effective Factors on Price-Earning Ratio in Capital Market of Iran // Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business. – 2012. – Vol. 3, No. 10. – P. 550–559.

⁶⁴ Dudney D., Jirasakuldech B., Zorn T. Return Predictability and the P/E Ratio: Reading the Entrails // The Journal of Investing. – 2008. – Vol. 17, No. 3. – P. 75–82.

⁶⁵ Gunasekarage A., Power M. The post-announcement performance of dividend-changing companies: The dividend-signalling hypothesis revisited // Accounting and Finance. – 2002. – Vol. 42, No. 2. – P. 131–151.

⁶⁶ Asquith P., Mullins D. W. Equity issues and offering dilution // Journal of Financial Economics. – 1986. – Vol. 15, No. 1–2. – P. 61–89.

⁶⁷ Fama E. F., Fisher L., Jensen M., Roll R. The Adjustment of stock prices to new information // International Economic Review. – 1969. – No. 1. – P. 1–21.

⁶⁸ Myers J. H., Bakay A. J. Influence of Stock Split-Ups on Market Price // Harvard Business Review. – 1948. – Vol. 26, No. 2. – P. 251–255.

Продолжение таблицы 1.2

Вид события	Авторы	Год	Страна	Итоги
Обратный выкуп или бай-бэк	С.И. Ли, Д.Д. Эджара и К.С. Глисон ⁶⁹	2010	Франция, Италия, Германия, Великобритания	избыточная доходность составляет 15.1%
	Г. Груллон, и Р. Михаели ⁷⁰	2002	США	корпорации в США в период с 1972 по 2000 год заменили дивиденды обратным выкупом акций
	Ю. Фама и К.Р. Френч ⁷¹	2001	США	за 20 лет число фирм, выплачивающих дивиденды, сократилось
	Л.Й. Данна и Т. Вермаелен ⁷²	1981 1984	США	избыточная доходность после объявления о выкупе акций объясняется теорией сигналов

Проведенные исследования обнаруживают устойчивую корреляцию между эффективностью в области ESG и улучшением экономических показателей, что, в свою очередь, может обуславливать повышение стоимости корпорации. В работе Чжоу Г., Лиу Л., Луо С. исследуется взаимосвязь между ESG-результативностью и рыночной стоимостью китайских публичных корпораций в период с 2014 по 2019 г. В качестве независимой переменной в исследовании используется рейтинг ESG из базы данных Wind; посредством применения модели линейной регрессии авторы анализируют влияние указанных рейтингов на различные показатели деятельности организаций, включая прибыльность, операционную эффективность, коэффициент оборачиваемости активов и рентабельность инвестиций. Полученные результаты свидетельствуют о том, что повышение результативности в сфере ESG сопровождается ростом рыночной стоимости и улучшением экономических показателей⁷³. Также и другие авторы приходят к выводу, что

⁶⁹ Lee C., Chen R., Hung S., Yang C. Corporate Social Responsibility and Firm Value: The Mediating Role of Investor Recognition // *Emerging Markets Finance and Trade*. – 2018. – Vol. 56. – P. 1043–1054.

⁷⁰ Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. Are dividend changes a sign of firm maturity // *Journal of Business*. – 2002. – Vol. 75, No. 3. – P. 387–424.

⁷¹ Fama E. F. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? // *Journal of Financial Economics*. – 2001. – Vol. 60, No. 1. – P. 3–43.

⁷² Dann L. Y. Common stock repurchases: An analysis of returns to stockholders and bondholders // *Journal of Financial Economics*. – 1981. – Vol. 9, No. 2. – P. 113–138.

⁷³ Zhou G., Liu L., Luo S. Sustainable development, ESG performance, and company market value: Mediating effect of financial performance // *Business Strategy and the Environment*. – 2022. – Vol. 31, No. 7. – P.

корпорации, демонстрирующие более высокие экологические показатели, как правило, улучшают свой публичный имидж⁷⁴, что способствует привлечению заинтересованных сторон и обеспечивает конкурентные преимущества в экономическом отношении⁷⁵.

В работе Ю Кс. с соавторами изучается влияние ESG-результативности на стоимость корпорации на основе данных китайских корпораций, имеющих листинг класса А, за период 2010–2019 гг. Авторы применяют модель регрессионного анализа панельных данных для выявления связи между независимой переменной (ESG-факторами) и зависимой переменной (стоимостью корпорации, измеряемой посредством показателя Q Тобина, рентабельности активов (ROA) и соотношения рыночной и балансовой стоимости)⁷⁶. Результаты исследования обнаруживают статистически значимую положительную связь между ESG и стоимостью корпорации, причем основная часть влияния приходится на экологические и социальные факторы. В этой связи представляется целесообразным, чтобы корпорации, принимая во внимание продемонстрированную взаимосвязь между ESG и рыночной стоимостью, уделяли приоритетное внимание ESG-инициативам в рамках своей корпоративной стратегии^{77,78}.

В исследовании Ли К. с соавторами рассматривается взаимосвязь между корпоративной социальной ответственностью (КСО) и рыночной стоимостью корпорации с особым акцентом на роль отношений с инвесторами. В работе используется метод наименьших квадратов для анализа данных о корпорациях, зарегистрированных на Тайваньской фондовой бирже в период с 2010 по 2013

3371–3387.

⁷⁴ Cheng S., Murzin A. D. Constructing corporate environmental strategy from the perspective of sustainable development // *Natural Sciences and Humanities Research*. – 2024. – No. 4(54). – P. 503–508.

⁷⁵ Кетова Н. П., Овчинников В. Н. Экологический менеджмент – инструмент развития природосберегающих технологий // *Актуальные проблемы экономики и менеджмента*. – 2024. – № 3(43). – С. 67–79.

⁷⁶ Yu X., Xiao K. Does ESG Performance Affect Firm Value? Evidence from a New ESG-Scoring Approach for Chinese Enterprises // *Sustainability*. – 2022. – Vol. 14, No. 24. – P. 1–40.

⁷⁷ Капустина Н. В. Менеджмент ESG-рисков как фактор устойчивого развития организации // *Экономика строительства*. – 2025. – № 12. – С. 102–105.

⁷⁸ Батаева Б. С., Карпов Н. А. Влияние санкций на уровень ESG-прозрачности российских компаний после начала специальной военной операции // *Мир новой экономики*. – 2024. – Т. 18, № 4. – С. 29–42.

год. В качестве зависимой переменной выступает коэффициент Тобина Q , измеряемый как отношение рыночной стоимости корпорации к стоимости замещения ее активов, в то время как независимой переменной является КСО. Полученные результаты свидетельствуют о том, что КСО оказывает долгосрочное положительное влияние на стоимость фирмы, поскольку корпорации, активно вовлеченные в мероприятия в области социальной ответственности, получают признание со стороны инвесторов, что в свою очередь повышает их рыночную стоимость⁷⁹. Приведенные эмпирические данные подчеркивают ключевую роль связей с инвесторами в распространении информации о деятельности в области устойчивого развития: эффективное информирование о достижениях в сфере КСО способствует укреплению бренда и, в конечном итоге, ведет к росту рыночной стоимости корпорации.

В свою очередь, Овчинников В.Н. рассматривает проблематику укрепления национального суверенитета России как основы общественно-политической стабильности и консолидации общества сквозь призму экономического суверенитета, акцентируя значимость формирования экосистемного подхода и перехода от потребительской модели к партнерской интерактивной модели, предполагающей интеграцию эколого-экономических и экологических выгод в хозяйственную деятельность⁸⁰. Проведенное исследование актуализирует необходимость применения комплексного подхода в бизнес-процессах, при котором интересы всех заинтересованных сторон учитываются в процессе принятия решений, что в итоге способствует выработке более устойчивых и ответственных бизнес-решений как на макро-, так и на микроуровне.

Эмпирические исследования подтверждают, что программы развития

⁷⁹ Lee C., Chen R., Hung S., Yang C. Corporate Social Responsibility and Firm Value: The Mediating Role of Investor Recognition // *Emerging Markets Finance and Trade*. – 2018. – Vol. 56. – P. 1043–1054.

⁸⁰ Овчинников В. Н. Национальная безопасность – основа государственного суверенитета России // Обеспечение национального суверенитета России в новых реалиях : сб. материалов XVII Междунар. науч.-практ. конф. (Ставрополь, 02–04 февраля 2023 г.). – Ставрополь : Институт дружбы народов Кавказа, 2023. – С. 8–10.

персонала, включающие обучение, мотивацию и удержание сотрудников, играют ключевую роль в повышении общей результативности корпорации, что влечет за собой рост ее рыночной стоимости. Так, в работе Хель Ф. с соавторами изучается роль управления человеческим капиталом в повышении рыночной стоимости корпорации на основе данных 290 нефинансовых корпораций, зарегистрированных на Пакистанской фондовой бирже, за 11-летний период с 2013 по 2023 г. В исследовании применяется модель с фиксированными эффектами для анализа взаимосвязи между показателем человеческого таланта и капитала (независимая переменная) и эффективностью корпорации, измеряемой коэффициентом Q Тобина, при контроле размера корпорации⁸¹. Полученные результаты свидетельствуют о том, что кадровый потенциал оказывает положительное влияние на рыночную стоимость корпорации, способствуя повышению производительности и операционной эффективности.

В этой связи корпорациям представляется необходимым инвестировать в программы обучения, развития и удержания персонала, поскольку корпорации с более высокими вложениями в человеческий капитал, согласно имеющимся данным, достигают более высокой рыночной стоимости, обеспечивая тем самым долгосрочную устойчивость и конкурентные преимущества. Эффективная стратегия управления человеческим капиталом гарантирует наличие достаточного количества компетентных и квалифицированных специалистов, ориентированных на достижение организационных целей⁸².

Согласно исследованиям Шольца К. и Штейна В. измерение человеческого капитала позволяет менеджерам по персоналу нести

⁸¹ Khel F., Shah A., Bangash R. The Role of Human Talent Capital in Shaping Firm Value: Evidence from Non-Financial Sector of Pakistan Stock Exchange (PSX) // Journal of Innovative Research in Management Sciences. – 2024. – Vol. 5, No. 2. – P. 41–60.

⁸² Лазарева Е. И., Гаврилова Ю. В., Пекленков Д. В., Ковалев Р. С. Performance-менеджмент: управление результативностью достижения HRM-целей организации // Государственное и муниципальное управление. Ученые записки. – 2025. – № 1. – С. 56–64.

ответственность за потерю или прирост стоимости человеческого капитала⁸³. Определение объема ресурсов, которые будут вложены в развитие и обучение персонала, возможно только путем измерения обесценивания знаний и, следовательно, потери стоимости человеческого капитала. Однако на сегодняшний день это решение о бюджете развития и обучении персонала основано на интуиции. Авторы также разработали формулу для измерения человеческого капитала в денежном выражении, которая учитывает базовую стоимость человеческого капитала (рыночная заработная плата), потерю стоимости (продолжительность работы с учетом релевантности знаний) и корректировку стоимости (личное развитие инвестиций и мотивация сотрудников):

$$\begin{aligned} & \text{человеческий капитал} = \text{Основная ценность человеческого капитала} * \\ & \text{Потеря стоимости человеческого капитала} + \text{Корректировка стоимости} \\ & \text{человеческого капитала}^{84}. \end{aligned} \quad (1.4)$$

Овчинников В.Н. и Кетова Н.П. анализируют влияние рыночных механизмов и государственного регулирования на региональное развитие, подчеркивая необходимость сохранения за государством активной роли в регулировании и стимулировании развития функционирующего рынка как условия обеспечения экономического прогресса и роста благосостояния населения⁸⁵. Одним из наиболее действенных инструментов регулирования экономической деятельности и переориентации национального богатства в производственные сектора экономики выступает фондовый рынок, что обусловлено его функцией по обеспечению эффективного распределения ресурсов.

⁸³ Scholz C., Stein V. Human Capital Measurement: Linking Accountability to Variety. – Universität des Saarlandes, 2010. – P. 28–29.

⁸⁴ Там же.

⁸⁵ Овчинников В. Н., Кетова Н. П. Воздействие рыночных механизмов и мер государственного регулирования развития региона в условиях внешнеэкономической неопределенности // Феномен рыночного хозяйства: от истоков до наших дней. Партнерство в условиях риска и неопределенности: сб. науч. тр. VIII Междунар. науч.-практ. конф. (Самарканд–Карши, 01–05 апреля 2020 г.). – Самарканд–Карши: Электронные издательские технологии, 2020. – С. 359–369.

Существенным преимуществом фондового рынка является то, что он создает стимулы для множества инвесторов к мониторингу деятельности корпораций. Сам факт биржевого котирования подразумевает наличие у аналитиков постоянного побудительного мотива к оценке корпоративной политики, а у менеджмента — понимание того, что принимаемые решения способны оказывать влияние на цены акций. Любое изменение в оценке будущих перспектив корпорации со стороны участников фондового рынка может приводить к соответствующей динамике ее котировок. Следовательно, лица, принимающие стратегические решения, должны постоянно учитывать возможное влияние своих действий на рыночную стоимость корпорации⁸⁶.

Несомненно, фондовый рынок способствует эффективному распределению ресурсов, поскольку создаёт для инвесторов стимулы к сбору информации и оценке действий менеджеров корпораций. Многократное повторение указанных оценочных действий обеспечивает отражение в ценах акций адекватной оценки деятельности корпораций и тем самым играет определяющую роль в развитии экономики. Наряду с этим экономическая активность на фондовом рынке выступает индикатором развития реального сектора экономики, уровня жизни населения и степени вовлеченности страны в систему международных экономических отношений⁸⁷.

Исследования показывают, что эффективный и динамично развивающийся фондовый рынок создаёт платформу для распределения (нивелирования) рисков и предоставляет корпорациям широкие инвестиционные возможности для привлечения капитала. Как отмечается в работе Даймонда Д., одним из ключевых преимуществ фондовых рынков является их способность к эффективному распределению рисков между инвесторами⁸⁸. Участники фондового рынка формируют портфели,

⁸⁶ Naser K., Nuseibeh R. Quality of financial reporting: evidence from the listed Saudi nonfinancial companies // *The International Journal of Accounting*. – 2003. – Vol. 38. – P. 41–69.

⁸⁷ Янова С. Ю., Клочкова Е. Н. Финансовый рынок: новая парадигма развития в условиях трансформации экономики / под общ. ред. С. Ю. Яновой, Е. Н. Клочковой. – Санкт-Петербург: Издательство Санкт-Петербургского государственного экономического университета, 2022. – 211 с.

⁸⁸ Diamond D., Verrecchia R. Information aggregation in a noisy rational expectations model // *Journal of*

позволяющие осуществлять диверсификацию рисков, что, в свою очередь, обеспечивает распределение корпоративного риска среди широкого круга инвесторов. Так, корпорация, нуждающаяся в средствах для проведения геологоразведочных работ, может обратиться за кредитом к нескольким банкам и страховым компаниям; в этом случае риск будет распределен между ограниченным числом контрагентов. Если же компания привлекает средства на фондовом рынке, риск распределяется между множеством инвесторов. Следовательно, в стране с эффективно функционирующим рынком капитала инвестиционное обеспечение корпораций, как правило, осуществляется с учётом принципа разделения риска между многочисленными участниками.

Следует отметить, что цены на акции играют важную роль в обеспечении эффективных сигналов для распределения ресурсов, поскольку они подвергаются первоначальной и последующей оценке со стороны инвесторов. В некоторых исследованиях рассматриваются модели, где инвесторы обладают разнообразной информацией, которая синтезируется в ценах на акции⁸⁹. Интересную позицию представляют работы Холмстром Б.⁹⁰ и Даймонда Д.⁹¹, где авторы расширяют идею, утверждая, что информация, содержащаяся в ценах на акции, может служить эффективным механизмом стимулирования менеджеров.

Одним из примеров таких механизмов является первичное публичное предложение (IPO), которое предоставляет информированным инвесторам возможность оценить корпорацию. В исследовании, посвященном феномену IPO государственных корпораций и их эффективности в качестве инструмента решения проблемы имущественного неравенства в России, отмечается, что

Financial Economics. – 1981. – Vol. 9. – P. 221–235.

⁸⁹ Glosten L., Milgrom P. Bid ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneous informed traders // Journal of Financial Economics. – 1985. – Vol. 14, No. 1. – P. 71–100.

⁹⁰ Holmstrom B., Tirole J. Market Liquidity and Performance Monitoring // The Journal of Political Economy. – 1993. – Vol. 101, No. 4. – P. 678–709.

⁹¹ Diamond D. The role of a stock market in a general equilibrium model with technological uncertainty // American Economic Review. – 1967. – Vol. 57, No. 4. – P. 759–776.

при установлении низкой цены с целью привлечения малообеспеченных лиц IPO может сократить разрыв в уровне благосостояния⁹².

Представляется, что опытные трейдеры (так называемые эксперты) обладают способностью выявлять недооцененные акции, приобретать их в значительных объемах до момента первичного публичного размещения (IPO) и реализовывать после выхода корпорации на биржу. В этом смысле само IPO служит примером того, как инвесторская проверка обеспечивает эффективное распределение ресурсов в пользу жизнеспособных корпораций. Совокупная информация, формируемая указанными экспертами, способствует эффективной аллокации капитала. В условиях недостаточной ценовой эффективности у инвесторов возникают стимулы к поиску дополнительной информации, а оценка корпорации участниками рынка после IPO находит отражение в динамике цен на акции.

Первичное публичное размещение акций предоставляет корпорациям возможность привлечения капитала. За счет IPO корпорации могут мобилизовать средства для расширения деятельности, проведения научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, а также для достижения иных капиталоемких целей. Данный механизм особенно релевантен для промышленных предприятий, нуждающихся в финансировании масштабных проектов. В стране со столь развитым промышленным сектором, как Россия, наличие динамичного рынка капитала, который корпорации могут использовать для привлечения необходимых ресурсов, приобретает критическое значение. На рисунке 1.5 представлена схема, иллюстрирующая роль фондового рынка в обеспечении эффективного распределения ресурсов.

⁹² Shevchenko D. A., Njoroge P. K. Effects of People's IPO on the Russian Financial Market and Corporate Governance Praxis // Corporate Governance Models and Applications in Developing Economies. – 2020. – P. 83–101.



Рисунок 1.5 — Роль фондового рынка в обеспечении эффективного распределения ресурсов⁹³

Таким образом, можно заключить, что эффективность фондового рынка повышается благодаря наличию множества участников, активно осуществляющих поиск информации об управленческих решениях и будущих рисках, с которыми сталкивается корпорация. Публикация новой информации о корпорации, известная как "корпоративные новости", может оказывать влияние на стоимость ценных бумаг на фондовом рынке. Существуют различные тип корпоративных новостей, такие как объявления о дивидендах и прибыли, выкуп акций и их разделение, а также случаи неэтичной деловой деятельности. Все эти факторы влияют на восприятие инвесторами перспектив корпорации.

Взаимодействие с инвесторами (*Investor Relations, IR*) – это управленческая функция, которая включает в себя общение с заинтересованными сторонами, особенно с участниками фондового рынка, что обеспечивает преодоление разрыва между фундаментальной ценой акций и их внутренней стоимостью. Распространяемая информация может касаться финансовых показателей, планов на будущее, рисков и возможных стратегий снижения рисков. Это может привести к повышению доверия инвесторов и

⁹³ Составлен автором.

росту цен на акции. Отношения с инвесторами могут способствовать увеличению выгод, получаемых корпорациями, ведущими устойчивую деятельность, за счет эффективного информирования заинтересованных сторон об инициативах в области устойчивого развития, что способствует укреплению доверия. Завершая этот параграф, утверждаем, что управленческие функции в совокупности играют важнейшую роль в процессе создания стоимости корпорации как показано на рисунке 1.6.



Рисунок 1.6 — Управленческие функции как инструменты управления процессом формирования рыночной стоимости корпорации ⁹⁴

Таким образом, обозначенные управленческие функции вносят вклад в создание рыночной стоимости, поскольку обеспечивают достижение таких результатов, как эффективное использование ресурсов, транспарентность, соблюдение законодательных и нормативных требований, оптимизацию использования кадрового потенциала и вовлечение стейкхолдеров. Эффект синергии, возникающий при взаимодействии указанных функций, находит выражение в ожидаемых будущих денежных потоках (их увеличении и стабильности) либо в ставке дисконтирования (снижении премий за риск и

⁹⁴ Составлен автором

информационную асимметрию).

Представляется, что комбинация процессного и функционального подходов к исследованию процесса формирования рыночной стоимости корпорации позволяет сформировать комплексный подход к управлению её рыночной стоимостью. Данный подход способствует развитию теории менеджмента за счёт интеграции многомерных стратегий в единую концепцию формирования рыночной стоимости, что имеет существенное значение для управленческой практики в условиях динамично развивающихся рынков.

2 АНАЛИЗ ESG-ФАКТОРОВ УПРАВЛЕНИЯ ФОРМИРОВАНИЕМ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОРПОРАЦИИ

2.1 Механизм воздействия факторов ESG на управление формированием рыночной стоимости корпорации

Критерии экологии, социальной ответственности и управления (*Environmental, Social and Governance, ESG*) для оценки принятия управленческих решений являются развитием более ранних концепций, таких как корпоративная социальная ответственность (*Corporate Social Responsibility, CSR*), социально ответственное инвестирование (*Socially Responsible Investing, SRI*) и концепция тройного итога (*Tripple Bottom Line, TBL*).

SRI возникла благодаря движениям за гражданские права 1960-х годов, которые призывали граждан быть сознательными в вопросах прав человека и окружающей среды, что предполагало отказ инвесторов от инвестирования в корпорации, занимающиеся спорной деятельностью⁹⁵.

Современное движение SRI оформилось в 1990-х годах с созданием индексов устойчивого развития, таких как индекс устойчивого развития Доу-Джонса (DJSI) в 1999 году, который оценивал корпорации на основе экологических, социальных и управленческих критериев. SRI заложило основу для ESG, подчеркнув важность нефинансовых факторов при принятии инвестиционных решений⁹⁶.

С момента подписания Парижского соглашения в 2015 году SRI приобрел большую популярность, поскольку он фокусируется на приоритетном инвестировании в экологически и социально ответственные проекты. Более того, в этом направлении работает несколько глобальных

⁹⁵ Townsend B. From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing // The Journal of Impact and ESG Investing. – 2020. – Vol. 1. – P. 10–25.

⁹⁶DJSI Index Family // S&P Global: official site. – URL: <https://www.spglobal.com/esg/performance/indices/djsi-index-family> (accessed: 15.02.2025).

фондов, ориентированных на поощрение устойчивых инвестиций, таких как S&P 500 ESG Index, MSCI *Global Sustainability Indexes* и MOEX - RSPP *Responsibility and Transparency Index*, которые направляют потоки капитала в устойчивые проекты⁹⁷.

Термин ESG появился в 2004 году в докладе ООН под названием «Кто заботится, тот выигрывает», в котором утверждалось, что учет факторов ESG может привести к лучшим результатам для всех заинтересованных сторон⁹⁸.

ESG возникла из необходимости системно подойти к вопросу устойчивого развития, выделив три составляющие, а именно: экологическую (оценка влияния деятельности на окружающую среду с акцентом на такие факторы, как выброс углерода, энергосбережение и утилизация отходов). Таким образом, все заинтересованные стороны, особенно инвесторы, регуляторы и менеджеры, должны отдавать приоритет этим аспектам при принятии решений. Социальные факторы охватывают отношения с заинтересованными сторонами, включая сотрудников, клиентов и сообщества. Предприятиям представляется целесообразным внедрять обоснованную стратегию управления человеческим капиталом и поддерживать устойчивые отношения с местными сообществами, тогда как управление, ориентированное на прозрачную и этичную деловую практику, привлекает заинтересованные стороны⁹⁹¹⁰⁰.

Концепция корпоративной социальной ответственности (КСО) тесно сопряжена с ESG-повесткой. Она также возникла в 1960-х годах, когда активистские движения выступили стимулом для усиления общественного контроля над бизнес-процессами, а к 2000 году КСО окончательно утвердилась

⁹⁷ Куксов А. С. Социально ответственное инвестирование на российском фондовом рынке // *Review of Business and Economics Studies*. – 2022. – Т. 10, № 4. – С. 55–66.

⁹⁸ Who Cares Wins // United Nations, World Bank. – URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/pt/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf> (accessed: 15.02.2025).

⁹⁹ Карпов Н. А. Факторы формирования системы стейкхолдер-менеджмента в российских публичных компаниях // *Экономические науки*. – 2025. – № 250. – С. 366–378.

¹⁰⁰ Бродунов А. Н., Бушуева Н. В. Технология финансового управления долгосрочной стоимостью корпорации с учетом факторов ESG // *Вестник Московского университета им. С.Ю. Витте. Серия 1: Экономика и управление*. – 2023. – № 2(45). – С. 81–93.

в качестве неотъемлемого элемента корпоративного принятия решений. Как отмечают Мура-Ляйте Р. с соавторами, исследуя эволюцию научных работ в области КСО, в 1960-е годы социальные изменения, обусловленные движением за гражданские права, сыграли ключевую роль в актуализации вопросов КСО. В 1970-е годы идея корпоративной социальной ответственности получила широкое признание, а в 2000-е годы она превратилась в один из стратегических приоритетов бизнеса, обеспечивая согласование корпоративной стратегии с глобальными ориентирами, в частности с Целями устойчивого развития ООН¹⁰¹.

КСО можно эффективно интегрировать в корпоративную стратегию, согласовав ее с основными бизнес-целями корпорации и тем самым улучшив конкурентные преимущества. Портер М. и Крамер М. утверждают, что фирмы могут интегрировать социальную перспективу в ключевую бизнес-стратегию, тем самым развивая конкурентное преимущество, создавая социальное воздействие в цепочке создания стоимости и достигая конкурентного преимущества¹⁰².

В современных дискуссиях по вопросам устойчивого развития доминирующее положение занимают ESG, КСО и связанные с ними концепции, в которых основной акцент делается на неэкономических аспектах корпоративной деятельности. Смягчение воздействия на окружающую среду, социальная ответственность и качество управления обычно представляются в качестве основных столпов устойчивого развития. Хотя такая точка зрения значительно продвинула понимание корпоративной ответственности и создания долгосрочной ценности для заинтересованных сторон, она имеет важное концептуальное ограничение: недостаточная интеграция внутренней экономической жизнеспособности корпорации в оценку устойчивого развития.

¹⁰¹ Moura-Leite R., Padgett R. Historical background of corporate social responsibility // *Social Responsibility Journal*. – 2011. – Vol. 7, No. 4. – P. 528–539.

¹⁰² Porter M., Kramer M. Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility // *Harvard Business Review*. – 2006. – Vol. 84, No. 12. – P. 78–92.

Согласно Комиссии Брундтланд Организации Объединенных Наций, устойчивое развитие определяется как удовлетворение нынешних потребностей без ущерба для способности будущих поколений удовлетворять свои собственные потребности¹⁰³. Это определение явно ставит экономическое развитие в центр устойчивого развития наряду с экологической ответственностью и социальной справедливостью. Однако, как отмечают Гляйснер В. и др.¹⁰⁴, концепции устойчивого развития, реализуемые в основном через критерии ESG, часто упускают из виду экономический аспект. Авторы утверждают, что долгосрочная корпоративная устойчивость предполагает сохранение ключевых параметров экономической эффективности при одновременном обеспечении способности корпорации продолжать свою деятельность и развиваться с течением времени.

Тем не менее, вопрос о том, как можно достичь экономического успеха устойчивым образом, не затрагивается. Напротив, ведутся дебаты о том, могут ли корпорации позволить себе нести расходы на устойчивое функционирование, которое обходится гораздо дороже, чем неустойчивая деятельность, и при этом добиваться финансового успеха.

В рамках VBM центральной целью корпоративного управления является устойчивое формирование и рост рыночной стоимости корпорации, достигаемое за счет управленческих решений, обеспечивающих баланс между прибыльностью, риском и долгосрочным развитием. VBM исходит из предположения, что рыночная стоимость отражает не только текущие финансовые результаты, но и ожидания относительно будущей способности корпорации генерировать стоимость в условиях неопределенности.

В этом контексте устойчивость не следует интерпретировать исключительно как соблюдение экологических, социальных или управленческих стандартов. В трактовке менеджмента устойчивость

¹⁰³ Our Common Future (Brundtland Report). – Oxford: Oxford University Press. – URL: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf> (accessed: 20.02.2025).

¹⁰⁴ Gleißner W., Günther T., Walkshäusl C. Financial sustainability: measurement and empirical evidence // Journal of Business Economics. – 2022. – Vol. 92, No. 3. – P. 467–516.

определяется как способность корпорации сохранять и воспроизводить потенциал формирования стоимости на долгосрочном временном горизонте, несмотря на внешние шоки, рыночную волатильность и внутренние риски. В этой связи оценка устойчивости должна быть непосредственно интегрирована в механизм управления стоимостью.

С позиций концепции VBM, если устойчивость рассматривается в качестве фактора формирования рыночной стоимости, она подлежит измерению с помощью показателей, напрямую отражающих экономическую динамику корпорации как управляемой системы. Устойчивое функционирование организации должно свидетельствовать о её способности генерировать положительные и стабильные экономические результаты, управлять рисками снижения эффективности, не допуская уничтожения стоимости, поддерживать траекторию роста, соразмерную имеющимся ресурсам, а также обеспечивать предсказуемость денежных потоков и доходов¹⁰⁵.

В настоящее время выделяется ряд концептуальных подходов к измерению внутренней устойчивости корпорации, понимаемой как способность корпорации достигать экономического успеха без ущерба для собственного будущего развития. Данная интерпретация восходит к определению устойчивого развития, сформулированному Комиссией Брундтланд Организации Объединенных Наций, в котором акцентируется необходимость поддержания межвременного баланса между текущими результатами деятельности и долгосрочной жизнеспособностью¹⁰⁶.

Одним из наиболее распространённых подходов к оценке внутренней устойчивости корпорации выступает анализ её экономических показателей, который часто используется в эмпирических исследованиях в области ESG. Так, Ким С. и Ли З. исследуют взаимосвязь между показателями ESG и

¹⁰⁵ Gleißner W., Günther T., Walkshäusl C. Financial sustainability: measurement and empirical evidence // *Journal of Business Economics*. – 2022. – Vol. 92, No. 3. – P. 467–516.

¹⁰⁶ Our Common Future (Brundtland Report). – Oxford: Oxford University Press. – URL: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf> (accessed: 20.02.2025).

рентабельностью собственного капитала (ROE), приходя к выводу, что более высокие значения ESG-рейтингов ассоциируются с ростом доходности для акционеров¹⁰⁷. Аналогичным образом, Фу Т. и Ли Дж. анализируют связь между ESG-показателями и рентабельностью активов (ROA), обнаруживая, что корпорации с более высокими показателями ESG демонстрируют лучшие финансовые результаты¹⁰⁸. В свою очередь, Лю Дж. и Се Дж. фокусируются на риске ликвидности, показывая, что улучшение ESG-характеристик способствует его снижению: корпорации с высокими ESG-рейтингами, как правило, имеют более низкий уровень проблемной задолженности, что, вероятно, объясняется более эффективными управленческими практиками¹⁰⁹. Несмотря на то, что приведённые исследования подтверждают наличие положительной связи между ESG и отдельными финансовыми индикаторами, они опираются на изолированные показатели эффективности и поэтому не позволяют в полной мере оценить способность корпорации сохранять экономическую устойчивость на долгосрочном временном горизонте.

Другим важным понятием, используемым для оценки устойчивого функционирования корпорации, выступает финансовая устойчивость. В российской научной литературе данный термин нередко употребляется как синоним смежных категорий — финансовой стабильности и финансовых показателей. Так, Адаменкова С.И. определяет финансовую стабильность как сочетание экономического роста, сбалансированности экономических параметров, высокого уровня качества управления и эффективного риск-менеджмента¹¹⁰. Омельченко И.И. трактует финансовую стабильность как способность действующей корпорации сохранять устойчивое финансовое

¹⁰⁷ Kim S., Li Z. Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance // Sustainability. – 2021. – Vol. 13, No. 7. – P. 1–15.

¹⁰⁸ Fu T., Li J. An empirical analysis of the impact of ESG on financial performance: the moderating role of digital transformation // Frontiers in Environmental Science. – 2023. – P. 1–11.

¹⁰⁹ Liu J., Xie J. The Effect of ESG Performance on Bank Liquidity Risk // Sustainability. – 2024. – № 16 (12). – P. 1–23.

¹¹⁰ Адаменкова С. И., Воронович Е. А. Финансовая устойчивость: основные направления повышения финансовой устойчивости // Инженерная экономика : сб. материалов 81-й студенческой науч.-техн. конф. (Минск, 7–8 мая 2025 г.). – Минск : Белорусский национальный технический университет, 2025. – С. 57–65.

положение в условиях непрерывного внешнего давления и изменяющейся рыночной конъюнктуры¹¹¹.

Более интегративный подход предлагает Фролова В.Б., который утверждает, что существующие модели оценки финансовой устойчивости, не учитывающие ESG-факторы, являются концептуально неполными. Автор предлагает комплексную модель оценки, сочетающую финансовую стабильность, финансовые показатели, финансовую гибкость, систематические и несистематические риски, а также показатели ESG¹¹². Финансовая стабильность оценивается с помощью коэффициентов ликвидности, финансовая результативность – с помощью показателей рентабельности и роста, а финансовая гибкость – с помощью показателей эффективности денежных потоков, ликвидности и оборота¹¹³. Несмотря на широкую применимость и доступность данных по предлагаемым показателям, модель не дает достаточного обоснования выбора конкретных переменных и не объясняет, почему они превосходят альтернативные меры. Кроме того, модель не учитывает динамические изменения ключевых показателей, таких как денежный поток или ликвидность запасов, в течение нескольких лет, несмотря на критическую важность такой динамики для корпоративного выживания.

Другая концептуализация устойчивости предложена Теном А.В., который определяет устойчивость как сложное свойство коммерческой организации, отражающее ее способность эффективно вести операционную, финансовую и инвестиционную деятельность в обозримом будущем, динамично развиваясь и противостоя неблагоприятным внутренним и внешним влияниям¹¹⁴. Алатырева О.В. и Иващенко Н. С. фокусируются на

¹¹¹ Омельченко И. И. Финансово-экономическая стабильность как составная часть организационно-экономической устойчивости предприятий // Вестник машиностроения. – 2011. – № 13. – С. 65–66.

¹¹² Фролова В. Б. Критериальные понятия финансовой устойчивости // Журнал экономических исследований. – 2016. – Т. 2, № 11. – С. 13.

¹¹³ Фролова В. Б., Войцеховская И. С. Учет ESG-принципов и влияния рисков в оценке финансовой устойчивости компаний // Менеджмент и бизнес-администрирование. – 2022. – № 4. – С. 130–136.

¹¹⁴ Тен А. В. Инструменты управления устойчивостью функционирования коммерческой организации // Вестник Челябинского государственного университета. – 2010. – № 27 (208). – С. 96–97.

экономической устойчивости в периоды кризиса и выделяет несколько измерений устойчивости, включая финансовую, технологическую, рыночную, инновационную, экологическую и социальную устойчивость. В качестве универсального критерия оценки автор предлагает экономическую прибыль или чистый годовой доход на инвестированный капитал, утверждая, что устойчивая положительная экономическая прибыль в течение нескольких лет свидетельствует об экономической устойчивости¹¹⁵.

В совокупности проанализированные исследования показывают, что корпоративная устойчивость должна охватывать экологические, социальные, управленческие и экономические аспекты. Однако рамки ESG в основном реализуют неэкономические аспекты устойчивости, в то время как экономические аспекты часто отражаются с помощью фрагментированных или статических показателей. Следовательно, оценка устойчивости в рамках концепции VBM должна включать внутренний экономический аспект, отражающий способность корпорации поддерживать процессы формирования стоимости в течение длительного времени. Этот аспект не заменяет факторы ESG, а служит управленческой основой, на которой инициативы ESG могут генерировать стабильные и долгосрочные эффекты стоимости.

Для реализации экономического аспекта устойчивости в рамках VBM в данной диссертации вводится понятие «индекс внутренней устойчивости корпорации», концептуально основанное на аналитической модели, предложенной Гляйснером В. и др. и адаптированное к целям и терминологии менеджмента. Индекс отражает внутреннюю способность корпорации поддерживать формирование стоимости и объединяет четыре взаимосвязанных компонента: реальный рост чистой прибыли (g); вероятность выживания корпорации (p); подверженность риску дохода (c) и доходная способность (v). Кроме того, реальный рост чистой прибыли представлен

¹¹⁵ Алатырева О. В., Иващенко Н. С. Оценка уровня устойчивости организации // Социально-гуманитарные проблемы образования и профессиональной самореализации «Социальный инженер–2018»: сб. материалов Всерос. конф. молодых исследователей (Москва, 12 декабря 2018 г.). – Т. 3. – М.: Российский государственный университет им. А. Н. Косыгина (Технологии. Дизайн. Искусство), 2018. – С. 4–8.

темпом её динамики (g), вероятность выживания корпорации - вероятностью её неплатежеспособности (p), подверженность риску дохода - коэффициентом вариации чистой прибыли (c), а доходная способность - её величиной (v)¹¹⁶.

В рамках предлагаемой концепции факторы ESG влияют на рыночную стоимость корпорации опосредованно, через посредническую роль внутренней устойчивости. Инициативы ESG влияют на перспективы роста, профили риска, стабильность доходов и доходность только в той мере, в какой корпорация обладает достаточным внутренним экономическим потенциалом, чтобы поглотить их затраты и реализовать их преимущества. Соответственно, индекс внутренней устойчивости корпорации выполняет связующую функцию между показателями ESG и формированием рыночной стоимости корпорации, а также обеспечивает основу для интеграции соображений ESG в стратегию принятия корпоративных решений VBM. С точки зрения VBM, факторы ESG становятся эндогенными элементами механизма формирования стоимости только тогда, когда внутренняя устойчивость достигает достаточного уровня. В противном случае практики ESG остаются внешними ограничениями, а не факторами, определяющими рыночную стоимость корпорации.

Как показано на рисунке 2.1, факторы ESG влияют на стратегические и операционные решения; однако их вклад в формирование рыночной стоимости корпорации реализуется только в том случае, если они улучшают внутренние экономические условия корпорации. Экологические практики повышают эффективность использования ресурсов, снижают регуляторные и переходные риски, стабилизируют затраты и поддерживают возможности для долгосрочного роста рыночной стоимости корпорации. Социальные факторы укрепляют человеческий капитал, отношения с заинтересованными сторонами и операционную непрерывность, тем самым снижая волатильность доходов и поддерживая устойчивый спрос. Качество управления напрямую влияет на принятие управленческих решений, контроль рисков и распределение

¹¹⁶ Gleißner W., Günther T., Walkshäusl C. Financial sustainability: measurement and empirical evidence // Journal of Business Economics. – 2022. – Vol. 92, No. 3. – P. 467–516.

капитала, формируя способность корпорации генерировать стабильную и скорректированную с учетом риска доходность. Все эти факторы в совокупности способствуют формированию рыночной стоимости корпорации, что является основной управленческой целью в рамках VBM.

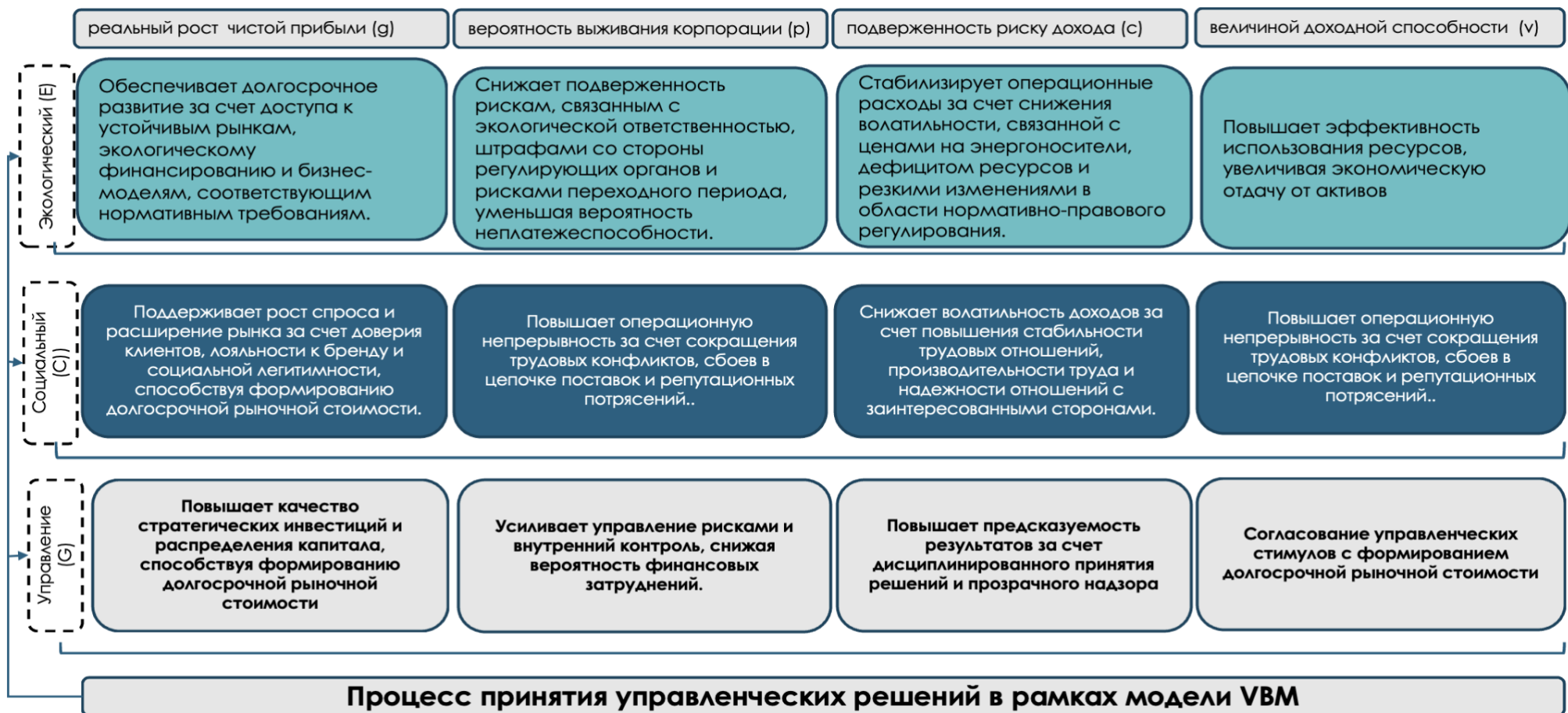


Рисунок 2.1— Влияние факторов ESG на компоненты внутренней устойчивости корпорации в рамках системы принятия решений VBM¹¹⁷

¹¹⁷ Составлен автором.

В заключение этого параграфа можно сказать, что факторы ESG и аналогичные концепции устойчивости не отражают в полной мере экономическую устойчивость корпорации. Индекс внутренней устойчивости корпорации предоставляет более эффективный способ оценки того, как корпорация сохраняет экономическую устойчивость, стремясь сформулировать ценность и реализовать инициативы ESG, которые являются важной частью структуры VBM. Таким образом, факторы ESG совместно повышают внутреннюю устойчивость корпорации путем: увеличения потенциала долгосрочного роста (g), снижения рисков неплатежеспособности и падения (p), стабилизации доходов и денежных потоков (с), укрепления структурной прибыльности (v).

2.2 Оценка воздействия ESG-факторов на функционал инструментария управления рыночной стоимостью российских корпораций

В предыдущем разделе был проведен всесторонний обзор литературы по теме устойчивого развития, который показывает, что экономический аспект устойчивого развития недостаточно представлен. Оценка устойчивого развития в рамках модели VBM должна включать внутренний экономический аспект, отражающий способность корпорации поддерживать процессы формирования рыночной стоимости в долгосрочной перспективе. Для операционализации экономического измерения устойчивого развития в рамках модели VBM в данной диссертации представлен индекс внутренней устойчивости корпорации (*corporate internal sustainability index* CIS), концептуально основанный на аналитической модели, предложенной Гляйснером В. и др.¹¹⁸, и адаптирована к целям и терминологии науки о менеджменте. Так, если в указанной работе устойчивость корпорации

¹¹⁸ Gleißner W., Günther T., Walkshäusl C. Financial sustainability: measurement and empirical evidence // Journal of Business Economics. – 2022. – Vol. 92, No. 3. – P. 467–516.

определяется как сумма четырех бинарных переменных, то в данной работе она определяется как переменная, которая является суммой четырех переменных, и затем эта сумма используется для получения индекса CIS в диапазоне 1–100.

Поскольку основной корпоративной целью в рамках концепции VBM, является формирование и рост рыночной стоимости, устойчивость должна оцениваться с точки зрения ее вклада в формирование долгосрочной рыночной стоимости. Предполагается, что корпорации с более высокими показателями ESG имеют больше шансов достичь более высокого уровня внутренней экономической устойчивости. Однако реализация экономических выгод, связанных с инициативами ESG, в значительной степени зависит от существующего уровня внутренней устойчивости. Только когда CIS достигает достаточно высокого уровня, корпорация может покрыть затраты на внедрение ESG, управлять связанными рисками и преобразовать практики ESG в стабильные экономические результаты.

Предыдущие эмпирические исследования (например, Ким С. и Ли З.¹¹⁹; Фу Т. и Ли Дж.¹²⁰) подтверждают положительную взаимосвязь между показателями ESG и отдельными финансовыми показателями, такими как рентабельность и эффективность использования активов. Тем не менее, эти показатели отражают только статические или частичные аспекты деятельности и неадекватно отражают экономическую устойчивость корпорации, понимаемую как способность поддерживать рост, стабильность и выживаемость в течение длительного времени. В результате существующие меры дают ограниченное представление о том, способствуют ли показатели ESG устойчивому формированию рыночной стоимости в долгосрочной перспективе.

Учитывая эти ограничения, в данной диссертации предлагается

¹¹⁹ Kim S., Li Z. Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance // Sustainability. – 2021. – Vol. 13, No. 7. – P. 1–15.

¹²⁰ Fu T., Li J. An empirical analysis of the impact of ESG on financial performance: the moderating role of digital transformation // Frontiers in Environmental Science. – 2023. – P. 1–11.

рассматривать взаимосвязь между показателями ESG и формированием рыночной стоимости корпорации через призму внутренней корпоративной устойчивости. Соответственно, для изучения взаимосвязи между показателями ESG и индексом внутренней корпоративной устойчивости сформулированы следующие гипотезы.

•**Нулевая гипотеза** (H_0): нет корреляции между показателями ESG и уровнем внутренней устойчивости корпорации, измеряемым с помощью индекса внутренней устойчивости корпораций (CIS).

•**Альтернативная гипотеза** (H_1): Показатели ESG положительно коррелируют с уровнем внутренней устойчивости корпорации, измеряемым с помощью индекса внутренней устойчивости корпораций (CIS).

В целом индекс внутренней устойчивости корпорации рассчитывается следующим образом:

$$\text{Внутренняя устойчивость корпорации} = \text{реальный рост} + \text{вероятность выживания} + \text{подверженность риску дохода} + \text{доходность} \quad (2.1)$$

В соответствии с теорией Гляйснера В. и др., поскольку реальный рост чистой прибыли представлен темпом её динамики (g), вероятность выживания корпорации - вероятностью её неплатежеспособности (p), подверженность риску дохода - коэффициентом вариации чистой прибыли (c), а доходная способность - её величиной (v), уравнение (1) было упрощено до следующего обобщенного вида:

$$CIS = g + p + C + V \quad (2.2)$$

где

CIS – индекс внутренней устойчивости корпорации

g - темп роста чистой прибыли

p - вероятность неплатежеспособности

c - коэффициент вариации чистой прибыли

v - величина доходной способности

Однако, поскольку, согласно теории, ожидается, что CIS будет возрастать по мере увеличения g и V и уменьшаться по мере увеличения p и C , для

практической и математической согласованности необходимо было преобразовать p и C в переменные, которые положительно коррелируют с CIS , как это делают g и v . Следовательно, p была преобразована в переменную «вероятность платежеспособности» или, другими словами, в переменную «истинная вероятность выживания» путем вычитания p из 1. Аналогичным образом, C была преобразована в свою обратную величину (c^{-1}). Таким образом, уравнение (2) было преобразовано в:

$$CIS' = g + (1 - p) + C^{-1} + V \quad (2.3)$$

Кроме того, поскольку значения V были чрезвычайно высоки по сравнению с другими переменными в этом уравнении, V было преобразовано в VE , процентное значение V , деленное на балансовую стоимость капитала (VE), чтобы уменьшить его масштаб до диапазона, более близкого к значениям других переменных. Другими словами, CIS' стал:

$$CIS'' = g + (1 - p) + C^{-1} + \left(\frac{V}{BVE} * 100\right) \quad (2.4)$$

что упрощается до:

$$CIS'' = g + (1 - p) + C^{-1} + (VE) \quad (2.5)$$

Поскольку некоторые из полученных значений CIS'' были отрицательными, а целью было получить положительные значения индекса, CIS'' был преобразован CIS''' , положительные значения индекса внутренней устойчивости корпорации [1-100], с помощью следующей минимально-максимальной формулы нормализации;

$$CIS''' = 1 + \frac{[(CIS'' - \text{Min}(CIS'')) * 99]}{\text{Max}(CIS'') - \text{Min}(CIS'')} \quad (2.6)$$

Корреляция между CIS'' и CIS''' была проверена и подтвердила, что она равна 1 (Таблица 2.1).

Таблица 2.1—Корреляция между CIS'' и CIS''' ¹²¹

			CIS''	CIS'''
Spearman's rho	CIS''	Коэффициент корреляции	1,00	1,00**
		Сиг. (2-хвостый)	.	.
	N		210	210
	CIS'''	CIS'''	Коэффициент корреляции	1,00**
Сиг. (2-хвостый)			.	.
N		210	210	

** . Корреляция значима на уровне 0,01 (2-хвостовой).

Для операционализации индекс CIS были собраны данные по чистой прибыли, EBIT, балансовой стоимости собственного капитала и общим активам из финансовых отчетов соответствующих корпораций за период 2013–2023 гг. Кроме того, были получены баллы ESG за 2021–2023 годы. Поскольку рейтинговое агентство публикует более одного отчета в год, а количество корпораций в рейтинге меняется от месяца к месяцу, каждый год принимался самый последний рейтинг. Кроме того, в исследовании рассматриваются четыре контрольные переменные, включая финансовый рычаг, коэффициент денежных активов, операционные расходы, и итого долг.

Панельные данные за три года (2021–2023 гг.) были получены для 70 российских корпораций. В таблице 2.2 перечислены первичные переменные, данные по которым были получены для этих фирм.

Таблица 2.2 — Первичные переменные, использованные в исследовании¹²²

Первичные переменные	Аббревиатура
Чистая прибыль (<i>Net Income</i>)	NI
Прибыль до вычета процентов и налогов (<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>)	EBIT
Балансовая стоимость капитала (<i>Book Value of Equity</i>)	BVE
Итого активы (<i>Total Assets</i>)	TA
Чистый денежный поток (<i>Net Cash Flow</i>)	NCF
ESG	ESG
Операционные расходы (<i>Operating Expenses</i>)	OE

¹²¹ Составлено автором.

¹²² Составлено автором.

Поскольку по каждой из этих переменных для каждой корпорации была сделана выборка за все три года, в результате получилось $70 \times 3 = 210$ общих значений для каждой переменной. В дополнение к этим данным были получены данные по важнейшим константам, необходимым для расчета стоимости капитала. Во-первых, были получены данные о безрисковой ставке (*rf*) в виде доходности 10-летних государственных облигаций российского правительства на период 2018-2023 годов. Во-вторых, и наконец, использовались коэффициент Шарпа (λ) и коэффициент диверсификации (d), предложенные Глейсснером и др. (2022, с. 495)¹²³.

Получив данные для этих переменных и констант, значения переменных, используемых для получения CIS''' , были рассчитаны, после чего был рассчитан CIS''' . Аналогичным образом, финансовый рычаг (*FL*) и коэффициент денежных активов (*CAR*) были получены из некоторых первичных переменных. В таблице 2.3 перечислены все производные переменные, используемые в этом исследовании.

Таблица 2.3 – Производные переменные¹²⁴

Переменные	АББ	ФОРМУЛА
Темп Роста Чистой Прибыли (<i>Real Growth</i>)	g	$g_{it} = \left(\frac{NI_{it}}{NI_{it-5}} \right)^{\frac{1}{5}} - 1$
Вероятность Неплатежеспособности (<i>Insolvency Probability</i>)	p	$p_{it} = \frac{0.265}{1 + e^{-0.41 + 7.42(ER_{it}) + 11.2(ROCE_{it})}}$
Коэффициент Вариации Чистой Прибыли (<i>Coefficient Of Variation Of Net Income</i>)	c	$C_{it} = \frac{\sigma(NI_i)}{NI_{it, it-5}}$
Величина Доходной Способности (<i>Earnings Power Value</i>)	v	$V_{it} = \frac{NI_{it, it-5}(1 - p_{it})}{I_{it} + p_{it}}$
% (V/BVE)	ve	$VE_{it} = \frac{V_{it}/BVE_{it}}{100}$

¹²³ Gleißner W., Günther T., Walkshäusl C. Financial sustainability: measurement and empirical evidence // Journal of Business Economics. – 2022. – Vol. 92, No. 3. – P. 467–516.

¹²⁴ Составлен автором по источнику: Gleißner W., Günther T., Walkshäusl C. Financial sustainability: measurement and empirical evidence // Journal of Business Economics. – 2022. – Vol. 92, No. 3. – P. 467–516.

Для моделирования взаимосвязи CIS''' и ESG в данном исследовании использовалось следующее общее уравнение панельной регрессии:

$$CIS'''_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.7)$$

где:

CIS''' = индекс внутренней устойчивости корпорации i в году t

β_0 = Общий отсечка

β_1 = Коэффициент регрессии

ESG_{it} = Рейтинг ESG для фирмы i в году t

ε_{it} = Ошибка фирмы i в году t

Данные уравнения 2.7 были оценены в EViews для всех фирм $i=1...70$ для всех лет $t=1...3$ (табл. 2.4)

Таблица 2.4 — Регрессии POLS, FE и RE без контрольных переменных

Pooled Ordinary Least Squares (POLS)					
	Coefficient	Standard Error	t Value	p Value	VIF
β_0	96.37991	0.060435	1594.759	0.0000	
β_1 (ESG)	-0.043587	0.131239	-0.332121	0.7401	1.000000
Equation					
R2	0.000530				
Adjusted R2	-0.004275				
S.E.R ^b	0.474936				
F Value	0.110304				
p (of F Value)	0.740133				
Durbin-Watson	1.081758				
Fixed Effects (FE)					
	Coefficient	Standard Error	t Value	p Value	VIF
	Coefficient	Standard Error	t Value	p Value	VIF
β_0	96,13113	0,089561	1073,356	0,0000	
β_1 (ESG)	0,599408	0,222322	2,696124	0,0079	1,000000
Equation					
R2	0,613140				
Adjusted R2	0,418319				
S.E.R	0,361452				
F Value	3,147191				
p (of F Value)	0,000000				
Durbin-Watson	2,512044				

Продолжение таблицы 2.4

Random Effects (RE)					
	Coefficient	Standard Error	t Value	p Value	VIF
β_0	96,30628	0,071828	1340,799	0,0000	
β_1 (ESG)	0,146717	0,147147	0,997081	0,3199	1,000000
Equation					
R2	0,004616				
Adjusted R2	-0,000169				
S.E.R	0,366952				
F Value	0,964592				
p (of F Value)	0,327174				
Durbin-Watson	1,736465				

В таблице 2.4 представлены базовые результаты оценки влияния ESG-показателей на индекс внутренней устойчивости корпорации (CIS''') для панели из 70 российских корпораций за период 2021–2023 гг. Спецификация объединенного OLS (POLS) дала незначимый совместный тест регрессоров ($p = 0,7401$) и статистику Дурбина–Уотсона (*Durbin-Watson*) 1,08, что указывает на возможную серийную корреляцию при использовании этого подхода. В отличие от этого, спецификация с фиксированными эффектами (FE) дала высокозначимый совместный тест ($F = 3,147$, $p < 0,001$) и относительно высокое значение R^2 (0,613), что указывает на то, что ненаблюдаемая гетерогенность на уровне корпораций объясняет значительную часть дисперсии CIS''' . Таким образом, можно сделать вывод, что неизменные во времени характеристики корпораций, такие как качество управления, корпоративная культура и структура активов, играют важную роль в формировании устойчивости, и их неучет может привести к искажению результатов. Для повышения надежности в модель были введены четыре контрольные переменные: OE, TD, FL и CAR. Анализ перекрестной корреляции был выполнен путем проведения расчетов парной корреляции Спирмена между FSI, ESG и остальными объясняющими переменными (OE, TD, FL, CAR) для всех 70 фирм для каждого года в отдельности. Коэффициенты корреляции Спирмена (ρ), полученные в результате этих расчетов, представлены в таблицах 2.5–2.7.

Таблица 2.5 — Таблица ρ Спирмена на 2021 год¹²⁵

			<i>CIS'''</i> 21	ESG21	OE21	TD21	FL21	CAR21
Spearman's rho	<i>CIS'''</i> 21_100	Коэффициент корреляции	1.000	-.205	.174	.159	.133	.194
		Sig. (2-tailed)	.	.089	.149	.190	.271	.107
		N	70	70	70	70	70	70
	ESG21	Коэффициент корреляции	-.205	1.000	-.216	-.244*	.109	.121
		Sig. (2-tailed)	.089	.	.072	.042	.371	.320
		N	70	70	70	70	70	70
	OE21	Коэффициент корреляции	.174	-.216	1.000	.749**	.197	.160
		Sig. (2-tailed)	.149	.072	.	.000	.102	.186
		N	70	70	70	70	70	70
	TD21	Коэффициент корреляции	.159	-.244*	.749**	1.000	.412**	.091
		Sig. (2-tailed)	.190	.042	.000	.	.000	.452
		N	70	70	70	70	70	70
	FL21	Коэффициент корреляции	.133	.109	.197	.412**	1.000	.132
		Sig. (2-tailed)	.271	.371	.102	.000	.	.277
		N	70	70	70	70	70	70
	CAR21	Коэффициент корреляции	.194	.121	.160	.091	.132	1.000
		Sig. (2-tailed)	.107	.320	.186	.452	.277	.
		N	70	70	70	70	70	70

Таблица 2.6 — Таблица ρ Спирмена на 2022 год¹²⁶

			<i>CIS'''</i> 22	ESG22	OE22	TD22	FL22	CAR22
Spearman's rho	<i>CIS'''</i> 22_100	Коэффициент корреляции	1.000	-.144	.169	.087	.023	.162
		Sig. (2-tailed)	.	.233	.163	.473	.848	.180
		N	70	70	70	70	70	70
	ESG22	Коэффициент корреляции	-.144	1.000	-.340**	-.213	.070	-.065
		Sig. (2-tailed)	.233	.	.004	.076	.564	.593
		N	70	70	70	70	70	70
	OE22	Коэффициент корреляции	.169	-.340**	1.000	.752**	.174	-.060
		Sig. (2-tailed)	.163	.004	.	.000	.149	.619
		N	70	70	70	70	70	70
	TD22	Коэффициент корреляции	.087	-.213	.752**	1.000	.504**	-.076
		Sig. (2-tailed)	.473	.076	.000	.	.000	.534
		N	70	70	70	70	70	70
	FL22	Коэффициент корреляции	.023	.070	.174	.504**	1.000	.011
		Sig. (2-tailed)	.848	.564	.149	.000	.	.930
		N	70	70	70	70	70	70
	CAR22	Коэффициент корреляции	.162	-.065	-.060	-.076	.011	1.000
		Sig. (2-tailed)	.180	.593	.619	.534	.930	.
		N	70	70	70	70	70	70

¹²⁵ Составлен автором¹²⁶ Составлен автором

Таблица 2.7 — Таблица ρ Спирмена на 2023 год¹²⁷

			CIS''' 23	ESG23	OE23	TD23	FL23	CAR23
Spearman's rho	CIS'''23_100	Коэффициент корреляции	1.000	.058	.050	.149	-.074	.169
		Sig. (2-tailed)	.	.633	.680	.217	.540	.163
		N	70	70	70	70	70	70
ESG23		Коэффициент корреляции	.058	1.000	-.090	-.037	.264*	.086
		Sig. (2-tailed)	.633	.	.456	.763	.027	.480
		N	70	70	70	70	70	70
OE23		Коэффициент корреляции	.050	-.090	1.000	.774**	.257*	.059
		Sig. (2-tailed)	.680	.456	.	.000	.032	.625
		N	70	70	70	70	70	70
TD23		Коэффициент корреляции	.149	-.037	.774**	1.000	.470**	.130
		Sig. (2-tailed)	.217	.763	.000	.	.000	.284
		N	70	70	70	70	70	70
FL23		Коэффициент корреляции	-.074	.264*	.257*	.470**	1.000	.044
		Sig. (2-tailed)	.540	.027	.032	.000	.	.715
		N	70	70	70	70	70	70
CAR23		Коэффициент корреляции	.169	.086	.059	.130	.044	1.000
		Sig. (2-tailed)	.163	.480	.625	.284	.715	.
		N	70	70	70	70	70	70

На основании этих ρ было замечено, что при уровне значимости $\alpha = 0,05$, использованном в данном исследовании, OE и TD сильно и значительно положительно коррелировали для всех трех лет. Кроме того, TD и FL умеренно и значительно положительно коррелировали в течение всех трех лет, в то время как ESG и OE умеренно и значительно отрицательно коррелировали в 2021 и 2022 годах. В результате, мультиколлинеарность была оценена с помощью коэффициентов инфляции дисперсии (VIF). Все значения VIF были ниже 1,45 (см. таблицы 2.8 и 2.9), что вполне соответствует обычным пороговым значениям, указывая на то, что мультиколлинеарность не представляет статистической проблемы. Тем не менее, из-за концептуального пересечения между OE и TD были оценены дополнительные модели: одна со всеми четырьмя контрольными переменными (OE, TD, FL, CAR) и другая только с FL и CAR.

Общая форма многомерного уравнения панельной регрессии, включающая все контрольные переменные, выглядит следующим образом:

¹²⁷ Составлен автором

$$CIS'''_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 OE_{it} + \beta_3 TD_{it} + \beta_4 FL_{it} + \beta_5 CAR_{it} + \varepsilon_{it} \dots (2.8)$$

Исключение OE и TD из этого уравнения было обусловлено тем, что они могут внести в модель проблему мультиколлинеарности (см. выше).

Так было получено следующее окончательное уравнение, которое легло в основу регрессионного анализа, результаты которого представлены ниже:

$$CIS'''_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 FL_{it} + \beta_3 CAR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.9)$$

Версия этой модели с фиксированными эффектами (Fixed Effects; FE) в общем виде выглядела следующим образом:

$$CIS'''_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 FL_{it} + \beta_3 CAR_{it} + \beta_4 Z_i + u_{it} \quad (2.10)$$

где:

Z_i = Инвариантный (фиксированный) по времени эффект для конкретной фирмы

β_4 = Коэффициент фиксированного эффекта

u_{it} = ошибка, зависящая от фирмы и времени.

Аналогично, модель случайных эффектов была представлена следующим общим уравнением:

$$CIS'''_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 FL_{it} + \beta_3 CAR_{it} + \beta_4 R_i + u_{it} \quad (2.11)$$

где:

R_i = Инвариантный (случайный) эффект для конкретной фирмы, строго некоррелированный ни с одной из объясняющих переменных

β_4 = Коэффициент случайного эффекта

u_{it} = Ошибка, изменяющаяся в зависимости от фирмы и времени.

Результаты модели с четырьмя (OE, TD, FL и CAR) контрольными переменными и с двумя контрольными переменными (FL и CAR) представлены в таблицах 2.8 и 2.9 соответственно.

Таблица 2.8 — Регрессии POLS, FE и RE со всеми контрольными переменными

Pooled Ordinary Least Squares (POLS)					
	Coefficient	Standard Error	t Value	p Value	VIF
β_0	96.37152	0.064862	1485.797	0.0000	
β_1 (ESG)	-0.035533	0.135040	-0.263130	0.7927	1.054670
β_2 (OE)	-3.78E-09	3.01E-08	-0.125751	0.9001	1.442600
β_3 (TD)	-8.80E-10	6.60E-09	-0.133437	0.8940	1.397396
β_4 (FL)	-0.000702	0.000621	-1.131719	0.2591	1.010982
β_5 (CAR)	0.428518	0.303832	1.410380	0.1600	1.043823
Equation					
R2	0.015946				
Adjusted R2	-0.008173				
S.E.R^b	0.475857				
F Value	0.661126				
p (of F Value)	0.653360				
Durbin-Watson	1.114551				
Fixed Effects (FE)					
	Coefficient	Standard Error	t Value	p Value	VIF
β_0	96.14115	0.095374	1008.042	0.0000	
β_1 (ESG)	0.609279	0.226496	2.690026	0.0080	1.022822
β_2 (OE)	-7.37E-09	4.89E-08	-0.150756	0.8804	1.232188
β_3 (TD)	-6.23E-09	1.27E-08	-0.490942	0.6243	1.106888
β_4 (FL)	0.000692	0.000545	1.270343	0.2061	1.013557
β_5 (CAR)	0.030091	0.296535	0.101475	0.9193	1.137774
Equation					
R2	0.618735				
Adjusted R2	0.409746				
S.E.R	0.364106				
F Value	2.960603				
p (of F Value)	0.000000				
Durbin-Watson	2.616796				
Random Effects (RE)					
	Coefficient	Standard Error	t Value	p Value	VIF
β_0	96.31324	0.073306	1313.852	0.0000	
β_1 (ESG)	0.124262	0.145997	0.851124	0.3957	1.037141
β_2 (OE)	-2.84E-09	3.23E-08	-0.088092	0.9299	1.375254
β_3 (TD)	-7.89E-10	7.29E-09	-0.108147	0.9140	1.296086
β_4 (FL)	4.03E-05	0.000515	0.078255	0.9377	1.008747
β_5 (CAR)	0.185302	0.263683	0.702746	0.4830	1.061065
Equation					
R2	0.005734				
Adjusted R2	-0.018635				
S.E.R	0.377556				
F Value	0.235305				
p (of F Value)	0.946617				
Durbin-Watson	1.691606				

Таблица 2.9 — Регрессии POLS, FE и RE с независимыми контрольными переменными

Pooled Ordinary Least Squares (POLS)					
	Coefficient	Standard Error	t Value	p Value	VIF
β_0	96.36594	0.060857	1583.473	0.0000	
β_1 (ESG)	-0.028659	0.131278	-0.218307	0.8274	1.006176
β_2 (FL)	-0.000707	0.000616	-1.146902	0.2528	1.006708
β_3 (CAR)	0.412735	0.296195	1.393455	0.1650	1.001409
Equation					
R2	0.015622				
Adjusted R2	0.001287				
S.E.R ^b	0.473619				
F Value	1.089764				
p (of F Value)	0.354455				
Durbin-Watson	1.111475				
Fixed Effects (FE)					
	Coefficient	Standard Error	t Value	p Value	VIF
β_0	96.12695	0.090978	1056.601	0.0000	
β_1 (ESG)	0.606159	0.223744	2.709158	0.0076	1.010398
β_2 (FL)	0.000694	0.000541	1.283663	0.2014	1.011258
β_3 (CAR)	0.000302	0.279200	0.001081	0.9991	1.021041
Equation					
R2	0.617787				
Adjusted R2	0.416917				
S.E.R	0.361888				
F Value	3.075545				
p (of F Value)	0.000000				
Durbin-Watson	2.602051				
Random Effects (RE)					
	Coefficient	Standard Error	t Value	p Value	VIF
β_0	96.31038	0.069039	1395.017	0.0000	
β_1 (ESG)	0.125006	0.142001	0.880313	0.3797	1.003797
β_2 (FL)	3.01E-05	0.000511	0.058981	0.9530	1.006494
β_3 (CAR)	0.178537	0.255054	0.699996	0.4847	1.007726
Equation					
R2	0.005448				
Adjusted R2	-0.009036				
S.E.R	0.376947				
F Value	0.376121				
p (of F Value)	0.770317				
Durbin-Watson	1.679479				

Составлен автором

В таблицах 2.8 и 2.9 представлены расширенные спецификации базовой модели. Полученные результаты свидетельствуют о том, что, в соответствии с

исходной моделью, оценки, полученные методом объединенных наименьших квадратов (POLS), остаются статистически незначимыми, тогда как модели с фиксированными эффектами (FE) демонстрируют устойчивую статистическую значимость совокупных тестов ($F = 2,961$ и $3,076$; $p < 0,001$) при относительно высоких значениях коэффициента детерминации ($R^2 = 0,619$ и $0,618$ соответственно). В то же время ни одна из включенных контрольных переменных (OE, TD, FL, CAR) не достигает статистической значимости во всех спецификациях, что позволяет предположить их ограниченное независимое влияние на показатель CIS''' в рамках рассматриваемой выборки. Следует особо подчеркнуть, что модель с фиксированными эффектами без учета контрольных переменных объясняет более 61 % вариации CIS''' , при этом переменная ESG сохраняет статистическую значимость и положительную направленность связи ($\beta = 0,599$; константа = $96,131$).

Учитывая, что значение статистики Дарбина—Уотсона (DW) указывало на возможное наличие автокорреляции, в программной среде EViews был дополнительно проведен тест Вулдриджа (Wooldridge test) для выявления серийной корреляции в панельных данных. Представляется, что использование данного теста позволяет повысить достоверность статистических выводов и надежность оценок, полученных в рамках моделей с фиксированными и случайными эффектами (FE и RE). В отличие от статистики Дарбина—Уотсона, предоставляющей лишь предварительную индикацию автокорреляции, тест Вулдриджа специально разработан для анализа панельных данных и, как следствие, обеспечивает более корректные и устойчивые результаты¹²⁸.

Для дальнейшего подтверждения наличия серийной зависимости был проведен тест Уолда (*Wald test*) с использованием следующих гипотез:

• **Нулевая гипотеза (H_0):** коэффициент = $-0,5 \rightarrow$ серийная автокорреляция

¹²⁸ Нджороге П. Влияние финансовой устойчивости на функционал финансового менеджмента в системе управления рыночной стоимостью российских компаний // Естественно-гуманитарные исследования. – 2025. – № 6(62). – С. 1274–1276.

отсутствует.

• **Альтернативная гипотеза** (H_1): коэффициент $\neq -0,5 \rightarrow$ серийная автокорреляция присутствует.

Результаты теста Уолда представлены в таблице 2.10.

Таблица 2.10 — Результаты теста Уолда

Wald Test:			
Equation: WOOL RESID TO LAG ALL			
Test Statistics	Value	df	Probability
t-statistics	5,558915	69	0,0000
F-statistics	30,90154	(1,69)	0,0000
Chi-square	30,90154		0,0000
Null Hypothesis: C(1)=-0,5			
Null Hypothesis summary:			
Normalized Restriction (=0)		Value	Std Err
0,5 +C(1)		0,402996	0,072495

Результаты теста Уолда, представленные в таблице 8, дали t-статистику 5,559 ($df = 69$; $p < 0,001$), F-статистику 30,902 ($df = 1, 69$; $p < 0,001$) и статистику хи-квадрат 30,902 ($p < 0,001$). Нормализованное ограничение ($0,5 + C(1)$) дало значение 0,403 со стандартной ошибкой 0,072. В совокупности эти результаты приводят к отклонению нулевой гипотезы, тем самым подтверждая наличие серийной автокорреляции в остатках.

Хотя модель FE продемонстрировала высокую общую адекватность — с совместными F-статистиками 2,961 и 3,076 (оба $p < 0,001$) и значениями R^2 0,619 и 0,618 соответственно — наличие автокорреляции указывает на то, что стандартные ошибки могут быть смещены в сторону понижения, что потенциально завышает статистическую значимость коэффициентов. Поэтому результаты следует интерпретировать с осторожностью. Тем не менее, учитывая скромный размер выборки (70 корпораций), который может снижать мощность теста Вулдриджа, последовательно положительная и статистически значимая связь между показателями ESG и индексом внутренней устойчивости корпорации представляется устойчивой, что позволяет предположить, что наблюдаемая взаимосвязь вряд ли является случайной.

В целом, полученные эмпирические данные подтверждают три ключевых положения: (i) спецификация с фиксированными эффектами (FE) является более предпочтительной для моделирования динамики взаимосвязи между ESG и производным индексом корпоративной внутренней устойчивости (CIS^{'''}) в российских корпорациях, поскольку она позволяет учесть ненаблюдаемую гетерогенность; (ii) показатели ESG оказывают стабильно положительное и статистически значимое влияние на внутреннюю устойчивость корпорации во всех оцениваемых спецификациях; (iii) традиционные контрольные переменные, такие как операционная эффективность (OE), совокупный долг (TD), финансовый леверидж (FL) и коэффициент достаточности капитала (CAR), обладают ограниченной дополнительной объясняющей способностью. Данные выводы вносят вклад в развитие исследований в области устойчивого развития корпораций в странах с формирующимися рынками, акцентируя сложный, но устойчивый характер влияния ESG-практик в условиях страновых институциональных особенностей.

В целом полученные эмпирические результаты подтверждают целесообразность интерпретации ESG как одного из ключевых компонентов внутренней устойчивости корпорации. В условиях нестабильной институциональной среды внедрение ESG-практик, как представляется, способствует повышению устойчивости российских корпораций за счет снижения вероятности неплатежеспособности и сглаживания колебаний доходов. В этой связи усиливается аргументация в пользу более системного включения ESG-факторов в процессы стратегического управления и системы корпоративного риск-менеджмента.

В предыдущем разделе был разработан логический аргумент, объясняющий, почему факторы ESG усиливают отдельные компоненты внутренней устойчивости корпораций. Эмпирический анализ, проведенный в данном исследовании, дополнительно подтверждает наличие систематической связи между показателями ESG и внутренней устойчивостью корпораций. На

рисунке 2.2 показан концептуальный подход, связывающий факторы ESG с формированием рыночной стоимости корпораций через посредническую роль внутренней устойчивости. ESG факторы влияют на стратегические и операционные решения, однако их влияние на рыночную стоимость материализуется только при наличии достаточного уровня внутренней корпоративной устойчивости. Способность к росту, способность к выживанию, стабильность доходов и доходность совместно определяют способность корпорации поддерживать создание стоимости в течение длительного времени. В рамках концепции VBM, внутренняя устойчивость функционирует как механизм передачи, через который инициативы ESG влияют на ключевые факторы стоимости и, в конечном итоге, на рыночную стоимость.



Рисунок 2.2 — Факторы ESG в механизме формирования рыночной стоимости через внутреннюю устойчивость корпорации.¹²⁹

Как показано на рисунке 2.2, инициативы ESG поддерживают процесс формирования стоимости до тех пор, пока корпорация не обладает

¹²⁹ Составлен автором

достаточными внутренними ресурсами для реализации этих инициатив без ущерба для непрерывности операционной деятельности. Улучшение показателей ESG, в свою очередь, способствует укреплению внутренних компонентов устойчивости за счет более активного вовлечения заинтересованных сторон, укрепления доверия и снижения операционных рисков и рисков, связанных с управлением.

Поскольку принятие управленческих решений в рамках VBM явно ориентировано на формирование рыночной стоимости, внутренняя устойчивость корпорации служит ориентиром для принятия стратегических и операционных решений. Интегрируя соображения ESG с внутренними ограничениями в области устойчивости, руководство может оценить потенциал ESG-инициатив в плане создания стоимости и обеспечить их соответствие долгосрочным целям, основанным на ценностях.

2.3 Использование современных методов машинного обучения для прогнозирования ESG-рейтингов в контексте их управленческого воздействия на рыночную стоимость корпорации

Цель данного исследования заключается в концептуальном обосновании роли управленческих ресурсов в процессе формирования рыночной стоимости корпорации. В предыдущих разделах установлена статистически значимая положительная взаимосвязь между факторами ESG и индексом внутренней устойчивости корпорации. В рамках VBM внутренняя устойчивость представляет собой ключевое экономическое условие для достижения как операционной эффективности, так и долгосрочных стратегических целей.

Формирование устойчивой рыночной стоимости предполагает последовательное совершенствование ESG-показателей в сочетании с регулярным и системным раскрытием информации. Представляется, что повышение прозрачности способствует снижению уровня информационной асимметрии, укреплению доверия со стороны заинтересованных сторон и, как

следствие, повышению обоснованности управленческих решений, ориентированных на долгосрочное создание стоимости.

Результаты эмпирических исследований, посвященных взаимосвязи ESG-характеристик и доходности акций, свидетельствуют о том, что ESG-показатели выступают значимым фактором привлечения инвесторов, в то время как соответствующие активы нередко демонстрируют более высокие финансовые результаты¹³⁰. Вместе с тем, несмотря на возрастающий интерес к ESG-повестке, данная область сохраняет ряд существенных ограничений. К их числу относятся недостаточная полнота и сопоставимость данных в сфере устойчивого развития, неполное включение корпораций в рейтинговые выборки, а также методологическая неоднородность подходов, применяемых ключевыми рейтинговыми агентствами¹³¹¹³². Характерно, что аналитическое внимание преимущественно сосредоточено на крупных корпорациях, тогда как малые предприятия зачастую остаются вне периметра оценки. Дополнительные сложности обусловлены нестабильностью присутствия отдельных корпораций в рейтингах в разные отчетные периоды.

С учетом возрастающей значимости ESG-факторов для повышения эффективности деятельности корпораций и их инвестиционной привлекательности представляется целесообразным обеспечить более широкую доступности ESG-рейтингов. Возможность прогнозирования собственного положения относительно сопоставимых корпораций позволяет корпорациям принимать более обоснованные решения в области совершенствования стратегий устойчивого развития. В этой связи актуализируется задача разработки инструментов прогнозирования ESG-рейтингов, обеспечивающих как повышение качества управленческих

¹³⁰ Choi J., Choi S., Myers L., Ziebart D. Financial Statement Comparability and the Informativeness of Stock Prices About Future Earnings // *Contemporary Accounting Research*. – 2018. – Vol. 36, No. 1. – P. 389–417.;

¹³¹ Sharma U., Gupta A., Gupta S. K. The pertinence of incorporating ESG ratings to make investment decisions: a quantitative analysis using machine learning // *Journal of Sustainable Finance and Investment*. – 2022. – P. 1–7.

¹³² Усенко Л. Н., Макаренко Е. Н., Гузей В. А. Анализ индексов, критериев и рейтингов в сфере устойчивого развития // *Учет и статистика*. – 2025. – Т. 22, № 1. – С. 11–19.

решений, так и идентификацию факторов, оказывающих наибольшее влияние на итоговые оценки.

Кроме того, традиционные методы анализа данных, применяемые для прогнозирования, в ряде случаев оказываются недостаточно эффективными при работе со сложными и многомерными массивами информации, что сопряжено со значительными временными затратами и повышенной вероятностью ошибок¹³³. В данном контексте использование алгоритмов машинного обучения представляется более предпочтительным, поскольку они позволяют выявлять скрытые закономерности, неочевидные в рамках классических подходов, и обеспечивают более высокую точность прогностических оценок¹³⁴.

Применение алгоритмов машинного обучения получило широкое распространение в исследованиях, посвященных анализу взаимосвязей между ESG-факторами и финансовыми характеристиками корпораций. В частности, Кармин де Ф. указывает на ограниченную применимость традиционных эконометрических инструментов для оценки указанных взаимосвязей, что обусловлено высокой степенью сложности и многомерности исходных данных. В ответ на данные методологические ограничения автором разработан алгоритм машинного обучения, позволяющий выявлять устойчивые закономерности между ESG-профилями и финансовыми показателями корпораций. Они обнаружили, что профиль ESG корпорации может эмпирически доказать, что связь между профилями ESG и финансовыми показателями существует, но доступ к нему возможен только с помощью нелинейных методов¹³⁵.

Следует указать, что авторы Д'Амато В., Д'Экклесия Р. и Левантези С. используют алгоритм *random forests* для прогнозирования оценок ESG с

¹³³ Geron A. Hands-On Machine Learning with Scikit-Learn & TensorFlow / ed. by N. Tache. – 2nd ed. – Sebastopol: O'Reilly Media, Inc., 2017. – P. 63.

¹³⁴ Там же.

¹³⁵ Carmine de F., Geissler C. J., Margot V., Monnier B. ESG Investments: Filtering versus Machine Learning Approaches // Applied Economics and Finance. – 2021. – Vol. 8, No. 2. – P. 1–16.

использованием финансовых коэффициентов и отметили, что финансовые коэффициенты тесно связаны с оценками ESG, и что более высокие оценки ESG приводят к росту значений финансовых показателей¹³⁶. Марго В. и др. используют алгоритм машинного обучения для выявления нелинейной связи между функциями ESG и избыточной доходностью и отмечают, что этот метод превосходит классические стратегии проверки инвестиционных акций¹³⁷.

Кроме того, Ли, С. и др. проанализировали набор данных управления и социальных сетей с помощью NLP (*Natural Language Processing*) и предложили метод прогнозирования рейтинга ESG¹³⁸. В этом исследовании планируется пять различных экспериментов, определяющих, являются ли инвестиции эффективными на основе индекса ESG, выявляя аномалии, прогнозируя финансовые результаты с использованием данных ESG и прогнозируя индекс ESG корпораций. Однако в этом исследовании используется уже существующий набор данных, подготовленный для экспериментов по машинному обучению, предсказывающих рейтинг ESG. Новизна предлагаемой модели прогнозирования определяется, прежде всего, использованием данных, сформированных исключительно на российском рынке, что позволяет корпорациям, не представленным в ESG-рейтингах ведущих агентств, осуществлять самостоятельную оценку своего положения и, при необходимости, корректировать стратегию устойчивого развития в целях обеспечения долгосрочного роста стоимости. Представляется, что подобный подход расширяет аналитические возможности хозяйствующих субъектов в условиях ограниченной доступности внешних оценочных инструментов.

В рамках прогностического моделирования применяется широкий спектр алгоритмов машинного обучения, включая линейную регрессию (*linear*

¹³⁶ D'Amato V., D'Ecclesia R., Levantesi S. Fundamental ratios as predictors of ESG scores: a machine learning approach // *Decisions in Economics and Finance*. – 2021. – Vol. 44. – P. 1087–1110.

¹³⁷ Margot V., Geissler C., De Franco C. ESG Investments: Filtering Versus Machine Learning Approaches // *Applied Economics and Finance*. – 2021. – Vol. 8, No. 2. – P. 1–15.

¹³⁸ Lee C. I., Ejara D. D., Gleason K. C. An empirical analysis of European stock repurchases // *Journal of Multinational Financial Management*. – 2010. – Vol. 20, No. 2. – P. 114–125.

regression), деревья решений (decision tree), а также ансамблевые методы, такие как LGBM и Extra Trees. В частности, алгоритмы на основе деревьев решений относятся к классу методов обучения с учителем и реализуют процедуры классификации или регрессии посредством последовательного разбиения данных на основе бинарных логических условий. Вместе с тем в научной литературе высказываются обоснованные опасения относительно высокой дисперсии моделей, основанных на деревьях решений. Указанное обстоятельство обусловило необходимость применения методов агрегирования, предполагающих усреднение результатов нескольких моделей, что позволяет снизить дисперсию без существенного ухудшения точности прогностических оценок¹³⁹.

Чтобы добиться этого, Брейман Л. разработал популярную технику ансамблевого обучения, известную как бэггинг (bagging), которая направлена на уменьшение дисперсии в модели машинного обучения и, в конечном итоге, на повышение ее точности¹⁴⁰. Он работает путем создания нескольких подмножеств данных посредством начальной загрузки, которая включает случайную выборку данных с заменой. На каждом подмножестве данных формируется отдельная модель, а окончательный прогноз делается путем объединения прогнозов всех моделей. Эти ансамблевые методы часто повышают точность модели *decision trees* или *regression trees*, которые в противном случае были бы несравнимы с другими алгоритмами обучения такими как нейронные сети или машины опорных векторов¹⁴¹. Кроме того, несмотря на то, что ансамблевые подходы требуют создания нескольких моделей, их комбинация с деревьями решений/регрессии по-прежнему очень привлекательна с точки зрения вычислительной эффективности из-за низкой

¹³⁹ Breiman L. Randomizing outputs to increase prediction accuracy // Machine Learning. – 2000. – Vol. 40, No. 3. – P. 229–242.; 75. Friedman J. On bias, variance, 0/1-loss, and the curse-of-dimensionality // Data Mining and Knowledge Discovery. – 1997. – Vol. 1. – P. 55–77.; 77. Geron A. Hands-On Machine Learning with Scikit-Learn & TensorFlow / ed. by N. Tache. – 2nd ed. – Sebastopol: O’Reilly Media, Inc., 2017. – P. 63.

¹⁴⁰ Some infinity theory for predictor ensembles // University of California, Department of Statistics. – URL: https://www.stat.berkeley.edu/users/breiman/some_theory2000.pdf (accessed: 15.11.2024).

¹⁴¹ Geurts P., Wehenkel L. Investigation and reduction of discretization variance in decision tree induction // Proceedings of the 11th European Conference on Machine Learning. – 2000. – No. 1810. – P. 162–170.

вычислительной стоимости обычного алгоритма роста дерева¹⁴². Таким образом, мы предлагаем построить алгоритм *Extra Tree Regressor* для прогнозирования рейтинга ESG.

Учитывая, что целью алгоритма, относящегося к категории контролируемого пакетного алгоритма машинного обучения, является прогнозирование рейтинга ESG с учетом конкретных параметров, были собраны данные о рейтингах (опубликованные в феврале 2023 г.) 160 российских корпораций из глобального рейтинга RAEX Europe¹⁴³.

Рейтинговое агентство RAEX Europe было выбрано для анализа по трем причинам. Во-первых, данные находятся в открытом доступе, без особых требований, в отличие таких агентств, как Bloomberg. Во-вторых, RAEX Europe проводит рейтинг большого количества корпораций (160 на февраль 2023 г.). Большинство мировых рейтинговых агентств содержат данные только по крупным российским фирмам, но не по малым фирмам. В-третьих, агентство классифицирует корпорации по странам, а не ранжирует их по отраслям или группирует вместе. Логика такова, что корпорации в одной стране работают в одинаковой внешней среде, поэтому подвержены схожим рискам.

Далее мы собираем данные по нескольким факторам в соответствии с методологией RAEX Europe, которая классифицирует данные ESG на факторы и подфакторы. Информация для оценки каждого подфактора соответствует методологии RAEX Europe. Данные собираются из годовых отчетов, отчетов об устойчивом развитии, а также с веб-сайтов соответствующих корпораций. Чтобы избежать пропуска переменных и обеспечить сбор как можно большего количества данных, были опущены следующие подпеременные (безопасность и качество продукта, конфиденциальность данных, портфель экологических активов, структура собственности, антиконкурентная практика, уплата

¹⁴² Там же.

¹⁴³ ESG Corporate Rankings // RAEX Europe: Official Website. – URL: https://raexpert.eu/esg_corporate_ranking/ (accessed: April 4, 2023).

налогов и доходов). Кроме того, из анализа исключаются корпорации с неполными данными, поэтому мы анализируем 100 корпораций. Подробное описание секторов деятельности этих корпораций представлено в приложении Б. Каждый из факторов оценивается, исходя из критериев, представленных в таблице 2.11.

Таблица 2.11 - Критерии оценки подфакторов ESG¹⁴⁴

Критерии снижения риска	Оценка	Условие	
Политика и программы	0	Отсутствие информации о наличии и реализации программ/политик	
	0,5	Имеющаяся информация по данным Агентства частично указывает на наличие программ/политик	
	1	Корпорация раскрывает информацию о наличии программ/политиков	
Раскрытие информации ESG	0	Отсутствие раскрытия ESG-показателей	
	0.5	ESG-показатели раскрыты не полностью	
	1	Публичная отчетность корпорации позволяет оценить эффективность снижения рисков и использования возможностей, на основе представленных данных	
Тенденция, показывающая улучшение эффективности фактора			
Отчетный период	Положительная тенденция	Нейтральный тренд	Отрицательная тенденция
4 года	1	0,5	0
3 года	0,75	0,5	0
2 года	0.25	0	0

Далее данные о финансовых факторах собираются из финансовой отчетности корпорации за соответствующий отчетный период, оцененный рейтинговым агентством. К факторам, влияющим на рыночную капитализацию, относятся: выручка, прибыль до налогообложения, среднегодовая стоимость активов, чистые денежные средства и их эквиваленты на конец года, среднегодовая величина капитала, DPS, EPS, рентабельность прибыли, рентабельность активов, финансовый рычаг. Полный набор данных по всем использованным финансовым и нефинансовым

¹⁴⁴ Составлено автором по материалам: Methodology for Assigning Environmental, Social, and Governance Ratings to Corporates // RAEX Europe: official website. – URL: https://www.raexpert.eu/files/Methodology_ESG_Corporates_V3.pdf (accessed: 04.03.2023).

факторам представлен в приложении Б.

Следует отметить, что алгоритмы машинного обучения зарекомендовали себя как одни из лучших методов для предсказания ключевых параметров на основе больших данных в математике, физике, биологии и экономике. Выбор конкретной модели зависит от характера доступных данных и задачи, которую необходимо решить (ожидаемого от модели результата). Среди большинства алгоритмов метод *Extra Trees* имеют преимущество в высокой вычислительной эффективности.

Для выбора метода машинного обучения в обучающий набор были включены данные 100 корпораций и в качестве дескрипторов обучения были использованы как ESG так и финансовые параметры: водопотребление, биоразнообразие, энергосбережение, природные ресурсы, управление отходами и переработка, выделение загрязняющих веществ, загрязнение, выбросы загрязняющих веществ в атмосферу, возобновляемая энергия, изменение климата, общий риск (управление цепочками поставок), трудовые практики, охрана труда, привлечение и удержание талантов, разнообразие, HRM, социальные льготы, инвестиции в местные сообщества, права человека, корпоративная социальная ответственность, Совет директоров, структура собственности, система управления рисками, структура управления, корпоративное поведение (деловая этика), количество акций в обращении, цена акции, рыночная капитализация, выручка, прибыль до налогообложения, среднегодовая стоимость активов, чистые денежные потоки и их эквиваленты на конец года, среднегодовая величина капитала, DPS, EPS, рентабельность прибыли, рентабельность активов, финансовый рычаг. В качестве ключевого параметра использовалось ранжирование ESG. Перед проведением машинного обучения были удалены все строки с пустыми значениями, и каждая колонка была нормирована на 1. Код на языке Python, используемый для запуска модели машинного обучения, приведен в приложении А.

Построим модель машинного обучения с использованием различных алгоритмов, чтобы определить, какой из них имеет наибольший успех в

прогнозировании ESG. Результаты различных моделей машинного обучения представлены на рисунке 2.3.

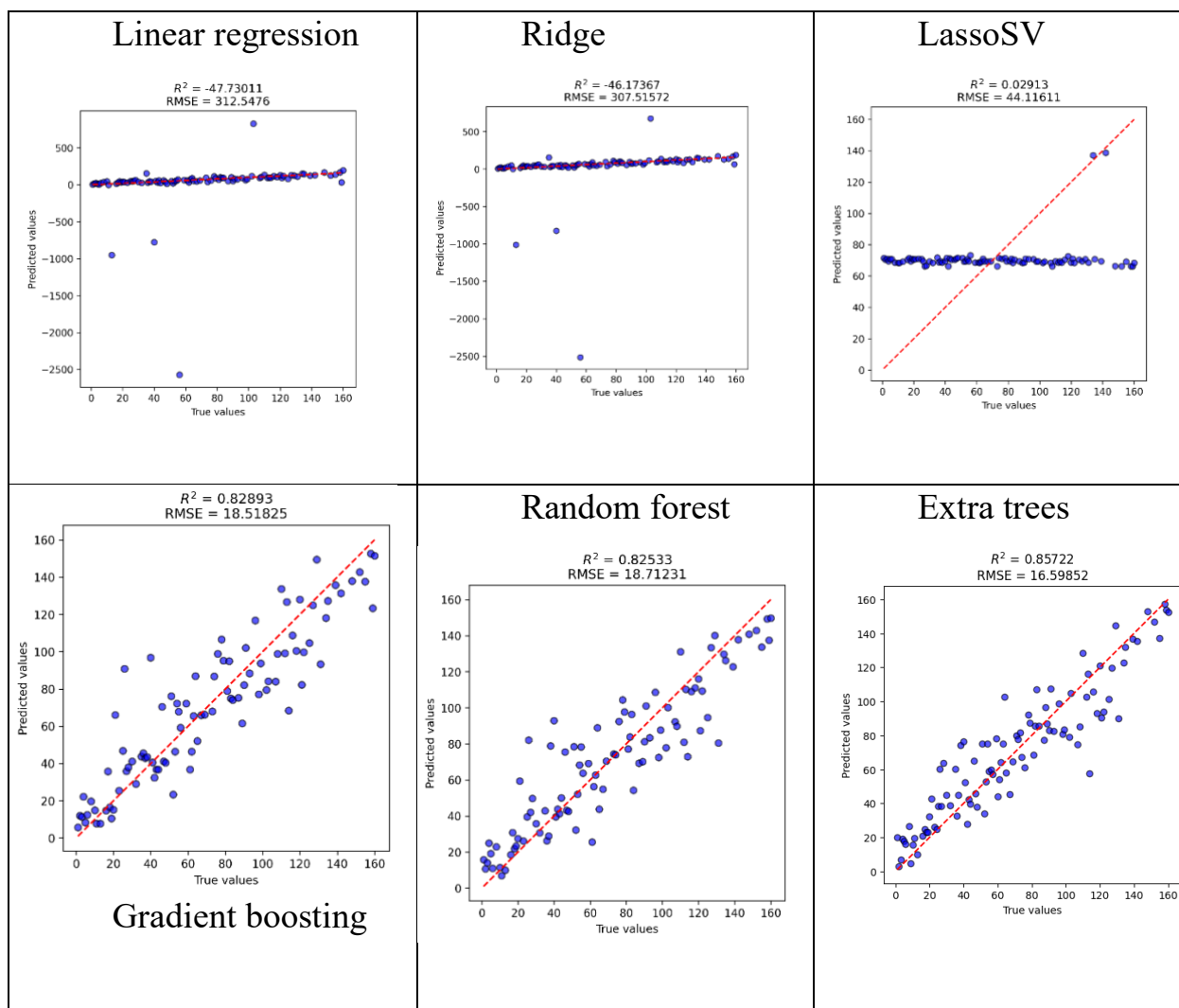


Рисунок 2.3 — Прогнозирование рэнкинга ESG с использованием различных алгоритмов машинного обучения¹⁴⁵

Наилучшим себя показал Extra Trees – 0,85 качество предсказания. Стоит отметить, что линейная регрессия и регрессия Риджа показали слишком большие значения RMSE и даже отрицательный R^2 , что означает невозможность применения этих методов к данной задаче.

Таким образом, в рамках данной работы к собранным данным корпораций был применен алгоритм *Extra Trees Regressor* из библиотеки *sklearn* языка Python3 для построения модели машинного обучения.

¹⁴⁵ Составлен автором.

Отметим, что цель данного алгоритма, который относится к категории методов машинного обучения, состоит в том, чтобы предсказать ранжирования ESG (используя его как ключевой параметр или дескриптор) с учетом конкретных значений, принимаемых некоторыми его финансовыми параметрами и параметрами устойчивости.

Следует отметить, что алгоритм Extra Trees Regressor основан на механизме случайного разбиения, при котором на каждом узле используется случайное подмножество признаков. Подобная стохастичность, как представляется, способствует снижению вероятности переобучения и одновременно повышает разнообразие формируемых деревьев решений. Кроме того, в рамках данного алгоритма реализуется метод начальной агрегации (бэггинга), предполагающий обучение каждого отдельного дерева на случайной подвыборке исходных данных с возвращением. Это, в свою очередь, позволяет уменьшить дисперсию модели и повысить ее обобщающую способность.

Для оценки качества прогнозирования, обеспечиваемого выбранной моделью, была применена процедура кросс-валидации. Данный подход предусматривает автоматическое разделение исходной выборки, используемой в качестве обучающей, на две части: обучающую подвыборку, как правило, большего объема, и валидационную подвыборку меньшего объема. В целях автоматизации указанной процедуры использовался метод K-fold, реализованный в библиотеке scikit-learn, где параметр K определяет число итераций кросс-валидации и соответствующее разбиение выборки.

В рамках настоящего исследования значение параметра K было установлено равным 10. Это означает, что на начальном этапе исходная база данных была разделена таким образом, что 90 % наблюдений использовались для обучения модели, тогда как оставшиеся 10 % формировали валидационную подвыборку. Затем был проведен процесс обучения и оценено качество предсказания описанных выше 10%. После этого алгоритм снова разбивал исходную базу на две части, где уже другие 10% данных включались

в тестовую выборку. Такие действия повторялись до тех пор, пока все исходные данные не попадут в тестовую выборку.

Успех модели оценивается с использованием среднеквадратичной ошибки (RMSE) и R^2 . RMSE измеряет стандартное отклонение предсказаний модели, и представляет собой разницу между фактическим и прогнозируемым значением, поэтому чем меньше, тем лучше. R^2 , с другой стороны, представляет вероятность успеха модели и лежит в интервале $[0,1]$, где 0 означает, что модель никак не предсказывает выбранный дескриптор, а 1, что предсказание равно 100%. Таким образом, сначала мы оцениваем, какой параметр оказывает наибольшее влияние на прогноз, поэтому мы прогнозируем ранжирование ESG на основе каждого из 41 параметров. Результативность различных факторов отображается на рисунке 2.4.

Результаты показывают, что наиболее важными параметрами являются С (социальные факторы), Права человека, Деловая этика, Охрана труда, Трудовые практики, Общий риск: Корпоративная социальная ответственность, HRM:, Е (экологические факторы).

Действительно, распределение выглядит нестандартно, однако причина кроется в недостаточной репрезентативности значений параметра (как, например, трудовые практики или природные ресурсы). Таким образом «трудовые практики» имеет большинство значений распределенных между 4 эквидистантными числами (0,1,2,3), что приводит к тому, что модель обучается на недостаточно разнообразных данных. Предсказание какого-либо фактора, основываясь только на таком параметре невозможно, однако добавление этого параметра к исходной выборке может способствовать улучшению качества обучения. Именно поэтому в данной работе проводится не только предсказание на 1 параметре, но также и процедура Feature Importance в ходе обучения на 41 параметре. Стоит также отметить, что часть, посвященная машинному обучению, была изменена, так как были внесены изменения в обучающую выборку и добавлено описание всех параметров.

Предсказываемое значение: ранжирование ESG; Алгоритм машинного обучения: Extra trees; Размер выборки: 100 элементов и 1 параметр

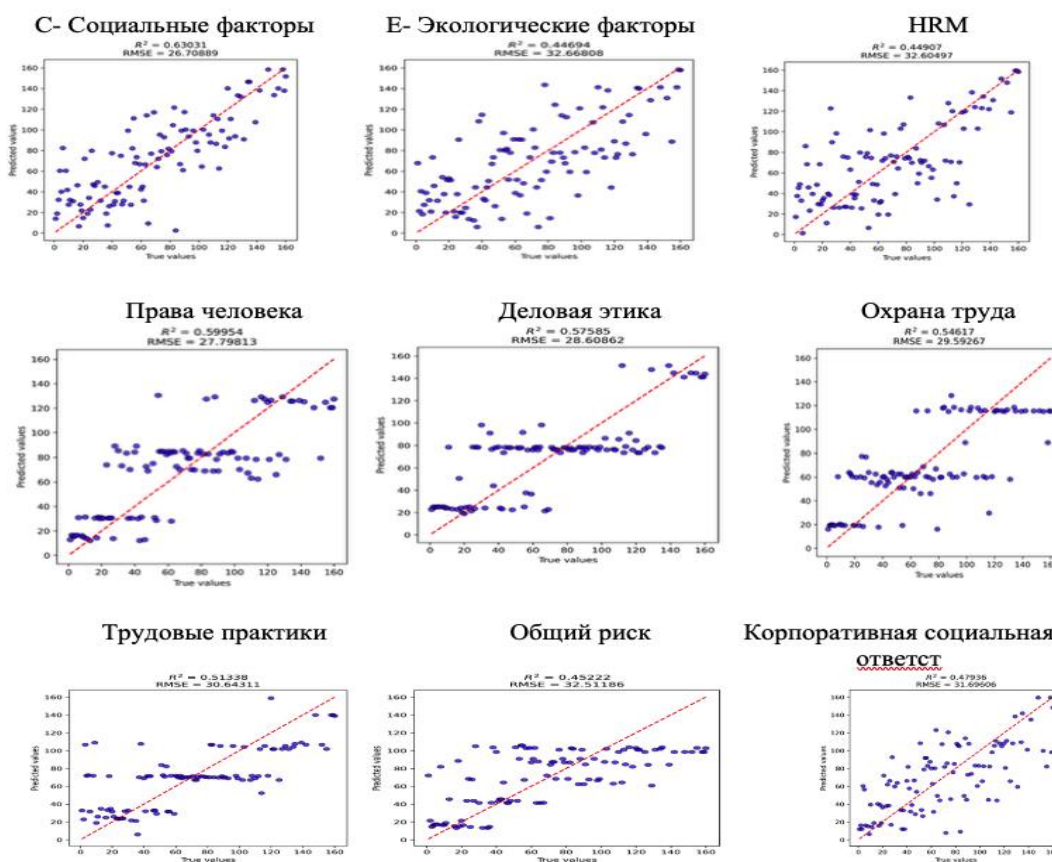


Рисунок 2.4 — Результативность различных параметров при отдельном анализе¹⁴⁶

Следует подчеркнуть, что несмотря на то, что эти результаты показывают, какие параметры наиболее результативны в прогнозировании ранжирования ESG, процент их очень низок, чтобы делать какой-либо достоверный прогноз по отдельности. Для повышения точности прогнозирования модель была обучена с использованием всех 41 параметров. Это приводит к тому, что вероятность успеха прогнозирования составляет 85,722%, а среднеквадратичное отклонение – 16,58. На рисунке 2.5 представлен прогноз ранжирования ESG с использованием всех параметров.

Предсказываемое значение: ранжирования ESG; Алгоритм машинного обучения: Extra trees; Размер выборки: 100 элементов and 41 параметров

¹⁴⁶Составлено автором по результатам исследования.

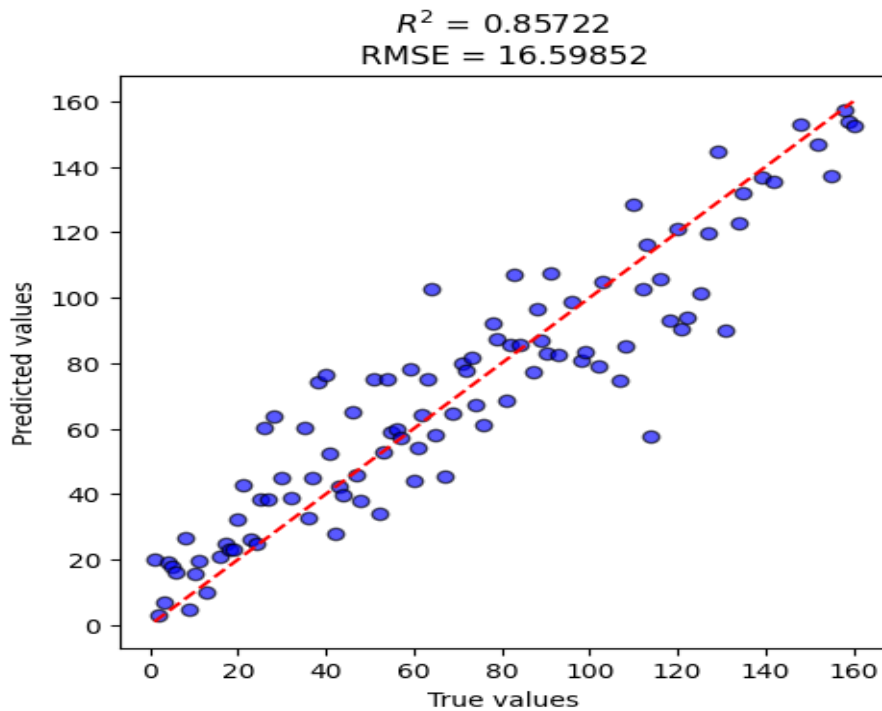


Рисунок 2.5 — Точечный график, показывающий прогноз ранжирования ESG с использованием всех параметров¹⁴⁷

Таким образом, включение всех параметров в модель приводит к повышению результативности прогнозирования и уменьшению дисперсии. Поскольку доступные данные были сосредоточены только на российском рынке настоящее исследование сталкивается с ограничением небольшого их набора. Процедура *Feature importance* была применена для исследования параметров, оказывающих наибольшее влияние на обучение, что показано на рисунке 2.6.

¹⁴⁷ Составлено автором по результатам исследования.

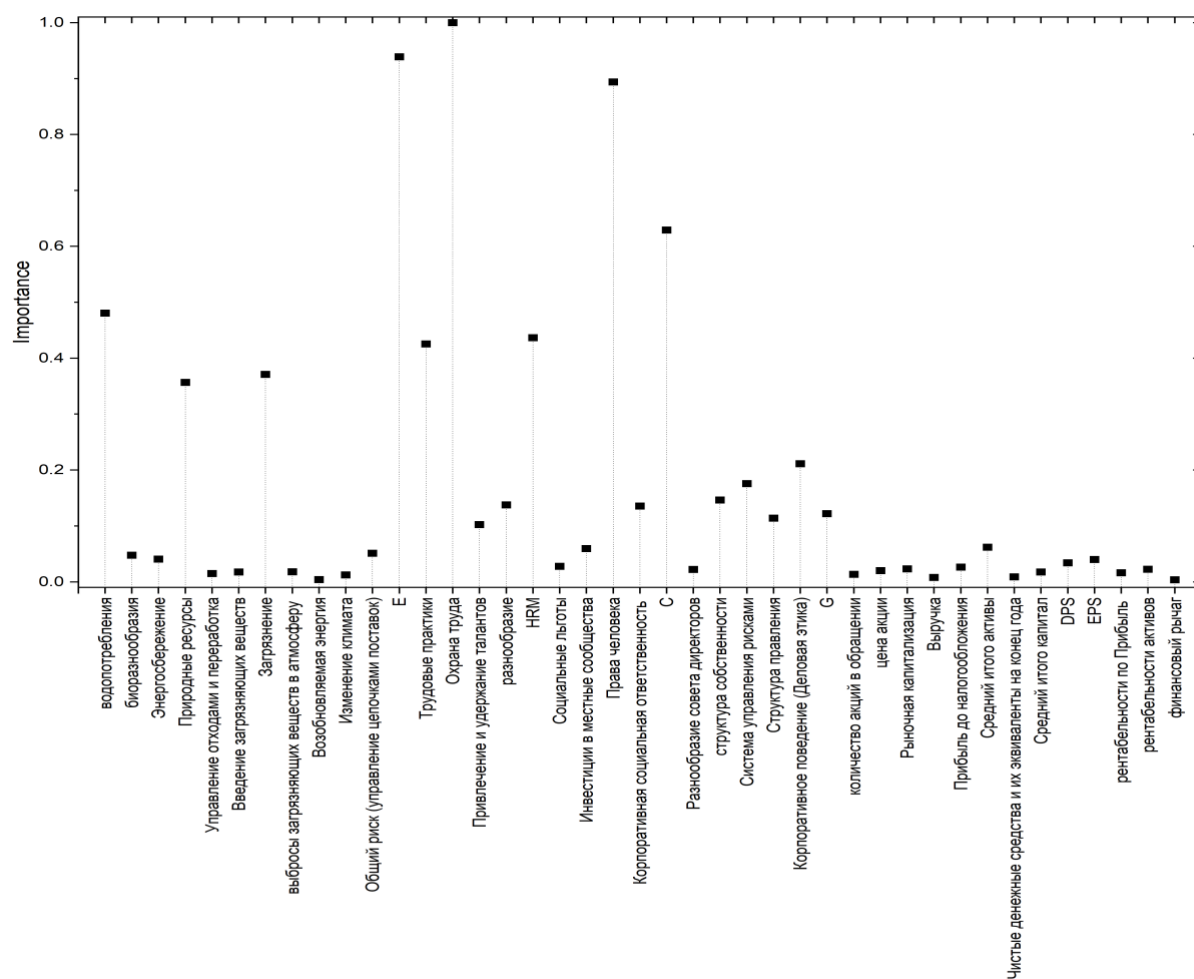


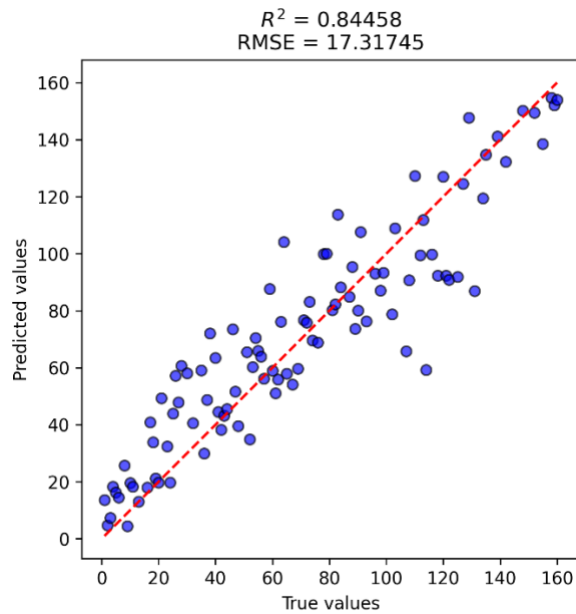
Рисунок 2.6 — Анализ важности признаков (Feature Importance Analysis) для параметров, используемых в анализе¹⁴⁸

Параметры с важностью $> 0,4$: водопотребление, экологические факторы, охрана труда, трудовые практики, HRM, права человека, социальные факторы. Стоит отметить, что основную роль в обучении модели, определяющей влияние на стоимость корпорации, играют ESG факторы, в то время как финансовые факторы показывают наименьшую значимость (рисунок 2.7).

Предсказываемое значение: ранжирования ESG; Алгоритм машинного обучения: Extra trees; Размер выборки: 100 элементов и 13 параметров базы данных финансовых факторов и 38 параметров базы данных ESG факторов.

¹⁴⁸ Составлен автором.

Предсказание только на ESG
факторах



Предсказание только на финансовых
факторах

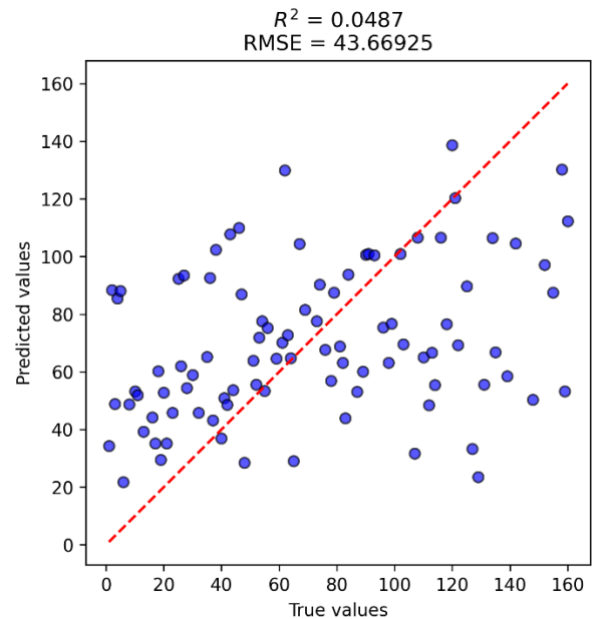


Рисунок 2.7 — Сравнение финансовых факторов и ESG факторов¹⁴⁹

Качество предсказания, основывающееся только на ESG-факторах, позволило получить качество $R^2 = 0.84$ такое же, как и в случае предсказания на основе всех параметров. Предсказание же на основе только финансовых факторов не позволяет прогнозировать ранжирования ESG.

При прогнозировании ранжирования ESG с использованием 7 наиболее важных параметров, согласно результатам важности функций, они показывают вероятность результата 79%. График рассеяния представлен на рисунке 2.8.

Предсказываемое значение: ранжирования ESG; Алгоритм машинного обучения: Gradient boosting Размер выборки: 100 lines и 7 параметров с важностью больше 0.4 (водопотребление, E, трудовые практики, охрана труда, HRM, права человека и C)

¹⁴⁹ Составлен автором

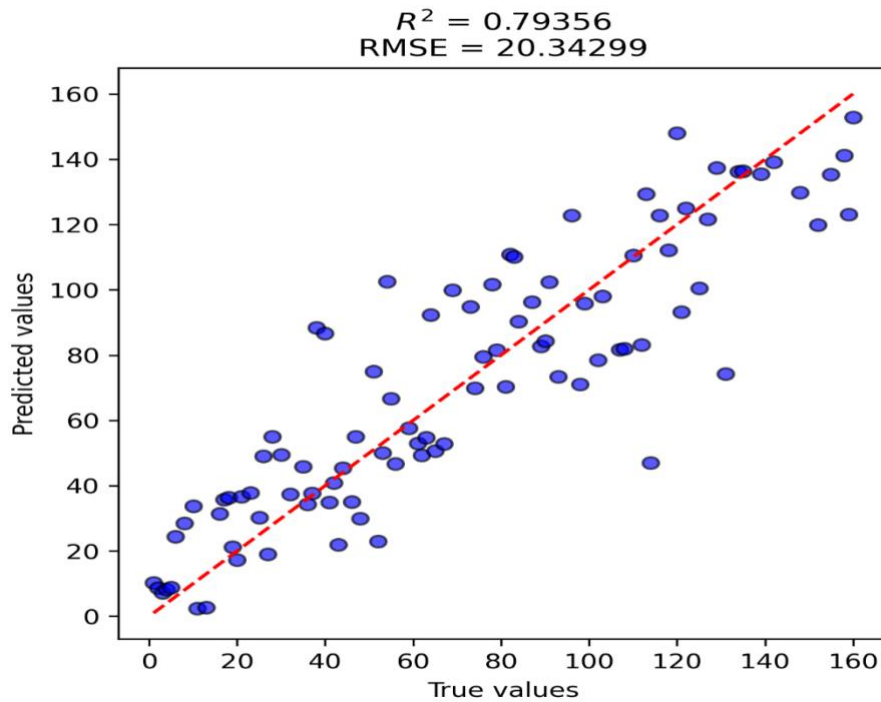


Рисунок 2.8 — Точечный график, показывающий прогноз порядкового ранжирования ESG с использованием наиболее важных параметров¹⁵⁰

Как показано на рисунке 2.8, несмотря на то что использовалось всего 7 дескрипторов для обучения, качество предсказания остается высоким $R^2 = 0,79$, как при использовании всей базы данных.

Отметим, что, хотя ранжирование ESG и рейтинг ESG схожи в том, что они оба оценивают экологические, социальные и управленческие показатели корпорации, они различаются по своей методологии и целям.

Таким образом, ранжирование часто используется инвесторами для выявления корпораций, которые являются лидерами или отстающими в своей отрасли или секторе. Рейтинг ESG, с другой стороны, является абсолютной мерой, которая оценивает эффективность ESG корпорации по стандартной шкале. Рейтинги ESG предоставляют инвесторам стандартный способ сравнения показателей ESG различных корпораций в разных отраслях и секторах. В таблице 2.12 приведено описание рейтинговых классов, используемых рейтинговым агентством RAEX.

¹⁵⁰ Составлен автором.

Таблица 2.12 — Описание классов рейтинга ESG и рисков, связанных с каждым классом¹⁵¹

Рейтинговая группа	Уровень рейтинга	Оценка ESG	Описание
AAA	Высший уровень	89 - 100%	Управление рисками и возможностями ESG в организации находится на высоком уровне. Для улучшения оценки ESG требуются незначительные действия или вообще не требуется никаких дополнительных действий, но организация может извлечь выгоду из любого дополнительного улучшения.
AA	очень высокий уровень	78–89%	
A	высокий уровень	67–78%	
BBB	Умеренно высокий уровень	56% - 67%	Управление предприятием рисками и возможностями ESG находится на среднем уровне. Предприятие сталкивается с приемлемой суммой рисков ESG, которые можно снизить с помощью разумного количества дальнейших действий.
BB	достаточный уровень	44% - 56%	
B	умеренно низкий уровень	33–44%	
CCC	Низкий уровень	22–33%	Управление рисками и возможностями ESG в организации находится на низком уровне. Для управления рисками ESG, которым подвержена корпорация, требуются многочисленные действия.
CC	очень низкий уровень	11–12%	
C	самый низкий уровень	0 - 11%	

Рейтинги ESG, так и ранжирование ESG являются важными инструментами для раскрытия показателей ESG корпорации. Как показано в таблице 2.11, рейтинг ESG может дать дополнительную информацию о риске, которому подвергается фирма. Следовательно, мы используем алгоритм Extra tree regressor для прогнозирования рейтинга ESG, используя все 41 параметра. График рассеивания для прогноза рейтинга ESG показан на рисунке 2.9.

¹⁵¹Methodology for Assigning Environmental, Social, and Governance Ratings to Corporates // RAEX Europe: official website. – URL: https://www.raexpert.eu/files/Methodology_ESG_Corporates_V3.pdf (accessed: 04.03.2023).

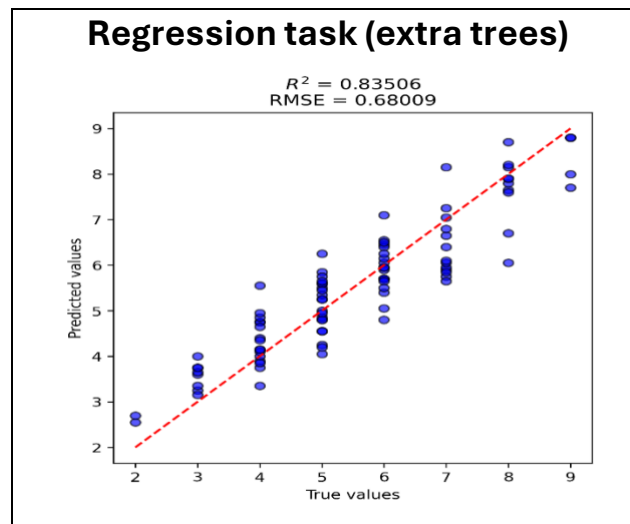


Рисунок 2.9 — Точечный график, показывающий прогноз рейтинги ESG с использованием всех параметров¹⁵²

Таким образом, используя все 41 параметра, построенный алгоритм дополнительного дерева (Extra trees) может прогнозировать рейтинг ESG с вероятностью успеха 83,5% и минимальной ошибкой (RMSE 0,68009), и 72% (RMSE 0,72392), для прогнозирования с помощью Classification task (extra trees)

Это более информативно, чем ранжирование, поскольку описывает подверженность фирмы риску и не зависит от количества фирм, включенных в данный рейтинг.

В заключении отметим, что прогнозирование ESG-рейтинга по одному параметру приводит к низкому качеству прогноза. Прогнозирование на основе всех данных позволяет выделить наиболее важные параметры, среди которых: С (социальные факторы), права человека, деловая этика, охрана труда, трудовые практики, общий риск: корпоративная социальная ответственность, HRM, E (экологические факторы).

Прогнозирование ESG по всем параметрам позволяет получить точность выше 83%, что вполне приемлемо для прогнозирования рейтинга ESG

¹⁵² Составлен автором.

корпораций, которые могут не включаться в анализ ESG, ключевыми рейтинговыми агентствами.

Сравнение результатов прогнозирования с помощью различных алгоритмов машинного обучения показывает, что Extra trees имеет наилучшее качество прогнозирования с вероятностью результата 85% — выше, чем у всех других моделей машинного обучения.

Анализ важности характеристик приводит к выводу, что наиболее важными параметрами являются водопотребление, E (экологические факторы), трудовые практики, охрана труда, HRM, права человека и C (социальные факторы). Стоит также отметить, что сравнение прогнозов ESG по одному параметру позволяет сделать вывод, что эти параметры необходимы только для оценки точного прогнозирования, поскольку они имеют высокую вероятность результативности при отдельном анализе и имеют высокое значение важности признака.

Прогноз ранжирования ESG с использованием только семипараметров, которые имеют наибольшую важность, приводит к результату в 79%. — качество предсказания остается высоким, $R^2 = 0,79$, как при использовании всей базы данных.

Сравнение прогнозов, основанных на финансовых и нефинансовых факторах, показывает, что нефинансовые факторы предсказывают рейтинги ESG (рейтинг) с более высокой степенью результативности, чем финансовые факторы.

Таким образом можно сформулировать следующее положение: применение алгоритма *ExtraTrees* в рамках методов машинного обучения позволил определить ESG рейтинг (ранжирование ESG) корпораций с точностью выше 83%, основываясь на основных ключевых показателях, таких как: водопотребление, E (экологические факторы), трудовые практики, охрана труда, HRM, права человека и C (социальные факторы)

Представленная модель прогнозирования рейтинга ESG может использоваться фирмами и инвесторами для доступа к показателям ESG фирм,

не входящих в ключевые рейтинговые агентства - поскольку не все фирмы включены в ESG-рейтинги. Это полезно для инвесторов, так как они могут идентифицировать корпорации с минимальными рисками. С другой стороны, корпорации могут оценивать свои показатели ESG в соответствии с поставленными целями раскрывать представленную информацию и таким образом, создавать благоприятный имидж корпорации как один из факторов роста её стоимости.

Кроме того, при следовании процессу формулирования стоимости, который объединяет организационные функции и процессы, как это рассматривается в данном исследовании, постоянное измерение и отслеживание аспектов ESG позволяет повысить эффективность функционирования, что, в свою очередь, улучшает процесс формулирования стоимости. В целом этот процесс может способствовать устойчивому развитию, а факторы ESG, как было доказано эмпирическим путем, способствуют финансовой устойчивости корпорации, что, в свою очередь, приводит к улучшению ее деятельности и повышению рыночной стоимости.

3 ПОВЫШЕНИЕ ФУНКЦИОНАЛА ИНСТРУМЕНТАРИЯ УПРАВЛЕНИЯ ФОРМИРОВАНИЕМ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОРПОРАЦИИ

3.1 Совершенствование управленческих решений по повышению рыночной стоимости корпорации инструментальными средствами менеджмента

В ходе данного исследования VBM был признан наиболее подходящей концепцией для принятия управленческих решений, поскольку он систематически ориентирует корпоративное управление на формирование стоимости. В рамках подхода VBM принятие корпоративных решений структурируется вокруг разработки интегрированного стратегического плана, разбитого на краткосрочные и долгосрочные цели и реализуемого через систему измеримых ключевых показателей эффективности (KPI). Как установлено в главе 1, стратегическое планирование в рамках VBM должно дополняться подробными планами реализации для обеспечения эффективного достижения целей, ориентированных на формирование стоимости.

Стратегия ESG должна рассматриваться как неотъемлемый элемент системы VBM, поскольку она напрямую способствует повышению внутренней устойчивости корпорации. Ключевые управленческие функции, определяющие процесс формирования стоимости, включают стратегическое финансовое планирование, раскрытие информации, управление человеческими ресурсами, стратегию ESG, внутренний контроль и отношения с инвесторами. Данные функции требуют скоординированного и комплексного подхода к принятию решений для обеспечения согласованности между корпоративной политикой, стратегическими инициативами и общей целью повышения корпоративной стоимости.

Хотя рыночная стоимость может отражаться в цене акций, существуют альтернативные инструменты оценки стоимости, в том числе экономическая

добавленная стоимость (EVA) и рентабельность инвестиций (ROI), которые позволяют более точно оценить формирование стоимости. Вместо того чтобы полагаться на один показатель, комплексный подход к процессу формирования стоимости должен учитывать несколько показателей, которые отражают формирование стоимости в течение времени для различных групп заинтересованных сторон.

Для того чтобы полностью понять текущее состояние организации и разработать стратегию устойчивого увеличения стоимости с течением времени, необходимо применить методологию диагностики текущего состояния управленческой деятельности корпорации, выявить наиболее слабые области и разработать механизмы для их улучшения.

Григан А.М. излагает методологию оценки нескольких управленческих функций с целью выявления возможных направлений улучшения¹⁵³. По мнению автора, условия осуществления управленческих функций могут быть выражены в следующей форме:

$$S = S^N + S^+ + S^- \quad (3.1)$$

где,

S = пространство состояний организаций;

S^N = подмножество нормальных состояний организации;

S^+ = факторы, способствующие траектории устойчивого роста организации;

S^- = подмножество отклонений от запланированной траектории, способствующих развитию кризисного состояния предприятия

Следовательно, для всестороннего понимания механизмов функционирования управленческих функций, соответствующих организационной цели повышения корпоративной стоимости, а также в соответствии с теоретическими и эмпирическими исследованиями, проведенными в рамках данной диссертации, были выделены следующие

¹⁵³ Григан А. М. Управленческая диагностика: теория и практика. – Ростов-на-Дону: РСЭИ, 2009. – 316 с.

управленческие функции, оказывающие прямое влияние на корпоративную стоимость:

- стратегическое финансовое планирование;
- система внутреннего контроля (управление рисками);
- раскрытие информации;
- ESG-стратегия;
- управление человеческим капиталом;
- взаимоотношения с инвесторами (маркетинговая деятельность).

Внутренняя устойчивость корпорации, как определено в отчете ООН Брундтланд¹⁵⁴, – обеспечение текущего успеха без ущерба для будущего успеха, – находится в центре формирования рыночной стоимости корпорации. Для достижения устойчивости корпорации, как отмечалось в разделе 2.2, необходимо соблюдение ряда ключевых экономических условий. Прежде всего, корпорация должна обеспечивать положительную динамику реального роста доходов, что свидетельствует о стабильной рентабельности деятельности. Существенное значение имеет также минимизация вероятности банкротства, оцениваемая, в частности, посредством показателей структуры капитала, что формирует основу внутренней устойчивости. Дополнительно требуется обеспечение стабильности доходности, исключая значительные колебания, а также превышение доходности корпорации над стоимостью привлеченного капитала.

Реализация указанных условий предполагает внедрение комплексной системы стратегического финансового планирования. Подобный инструментарий позволяет обеспечить согласованность финансовой стратегии корпорации с ее долгосрочными бизнес-целями и повысить обоснованность принимаемых управленческих решений.

Наличие четко структурированного стратегического финансового плана создает предпосылки для увязки стратегических ориентиров с операционными

¹⁵⁴ Our Common Future (Brundtland Report). – Oxford: Oxford University Press. – URL: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf> (accessed: 20.02.2025).

задачами корпорации, а также для выявления приоритетных направлений развития, обеспечивающих максимальный эффект. В частности, корпорация получает возможность оценивать целесообразность инвестиций, направленных, например, на стимулирование инновационной активности через развитие НИОКР или на расширение доходной базы за счет выхода на новые рынки. Это, в свою очередь, способствует более эффективному распределению капитала, поскольку применение таких показателей, как чистая приведенная стоимость (NPV) и рентабельность инвестиций (ROI), позволяет обоснованно ранжировать инвестиционные проекты и определять приоритеты вложений.

Эффективное управление денежными потоками снижает риск финансовых затруднений и гарантирует выполнение краткосрочных обязательств в срок. Финансовое планирование включает управление долгом и собственным капиталом, поддерживая управляемые уровни задолженности. В таблице 3.1 представлены аспекты функции стратегического финансового планирования, которые могут способствовать созданию устойчивой стоимости корпорации, а также факторы, которые могут привести к ее снижению.

Таблица 3.1 – Шаблон для экспертной оценки функции стратегического финансового планирования в организации¹⁵⁵

S^+	S^-
Стратегическое распределение капитала	Плохое распределение капитала
Эффективное управление денежными потоками	Неэффективное управление денежными потоками
Оптимальная структура капитала	Чрезмерный долг или чрезмерное использование заемных средств
Стратегии устойчивого роста	Краткосрочная направленность
Налоговая эффективность	Плохое налоговое планирование

Внутренний контроль, который также включает корпоративное управление рисками, представляет собой еще одну область, способную

¹⁵⁵ Составлен автором.

повысить операционную эффективность, что приводит к снижению затрат. Он помогает выявлять излишние расходы и снижать неэффективность, а также отслеживать финансовые результаты в сравнении с установленными целями. Управление рисками позволяет заранее идентифицировать внутренние и внешние риски, чтобы своевременно принять корректирующие меры.

По мнению автора, рекомендуется усилить стратегический корпоративный план с помощью надежной системы внутреннего контроля. Система внутреннего контроля должна в первую очередь быть направлена на управление затратами, обеспечивая, чтобы расходы корпорации не превышали имеющиеся ресурсы. Система внутреннего контроля неразрывно связана с реализацией эффективной стратегии управления рисками, содержание которой определяется отраслевой спецификой и особенностями функционирования конкретной корпорации. Идентификация потенциальных рисков и своевременное принятие мер по их минимизации, как представляется, выступают необходимым условием обеспечения устойчивости и сохранения жизнеспособности организации в среднесрочной перспективе.

Оценка текущего состояния корпорации может осуществляться с использованием показателей ликвидности, включая коэффициенты текущей, быстрой и абсолютной ликвидности, позволяющих охарактеризовать ее краткосрочную платежеспособность. В свою очередь, анализ долгосрочной внутренней устойчивости базируется на применении коэффициентов платежеспособности, таких как соотношение заемного и собственного капитала (*debt-to-equity*) и коэффициент покрытия процентов. Дополнительное значение имеют показатели эффективности использования ресурсов — коэффициенты оборачиваемости активов, запасов и дебиторской задолженности, — обеспечивающие количественную оценку результативности управления активами.

Систематическая диагностика внутреннего состояния в сочетании с продуманной стратегией управления рисками создает предпосылки для формирования устойчивого функционирования корпорации, что, в конечном

счете, способствует росту ее рыночной стоимости. В таблице 3.2 представлены ключевые аспекты функций внутреннего контроля и управления рисками, оказывающие влияние на устойчивое формирование стоимости, а также факторы, потенциально обуславливающие ее снижение.

Таблица 3.2 – Шаблон экспертной оценки системы внутреннего контроля и управления рисками в организации¹⁵⁶

S^+	S^-
Надежная стратегия управления рисками	Отсутствие разделения обязанностей
Эффективная защита от мошенничества и его обнаружение	Слабый финансовый надзор
Использование ИТ для автоматизации процессов	Чрезмерный долг или чрезмерное использование заемных средств
Принятие решений на основе данных	Краткосрочная направленность
Налоговая эффективность	Плохое налоговое планирование

Кроме того, прозрачность раскрытия информации, как отмечалось в первой главе, выступает значимым фактором формирования рыночной стоимости корпорации, поскольку способствует укреплению доверия со стороны заинтересованных сторон и, тем самым, формирует более благоприятную институциональную и деловую среду. Анализ научной литературы, посвященной влиянию раскрытия информации на рыночную стоимость корпорации, позволяет заключить, что предоставление полной, достоверной и своевременной информации ведет к снижению информационной асимметрии и, как следствие, повышает обоснованность принимаемых экономическими агентами решений.

Прозрачность корпоративной отчетности сопряжена также со снижением воспринимаемого уровня риска, что потенциально может способствовать уменьшению стоимости капитала. Наряду с этим раскрытие информации выполняет функцию механизма внешнего контроля, обеспечивая возможность акционерам осуществлять мониторинг деятельности

¹⁵⁶ Составлен автором.

менеджмента и привлекать его к ответственности, что в итоге положительно сказывается на качестве корпоративного управления.

Таким образом, обеспечение прозрачного, последовательного и своевременного раскрытия информации представляется необходимым условием повышения рыночной стоимости корпорации. В таблице 3.3 систематизированы ключевые аспекты функции раскрытия информации, способствующие устойчивому формированию стоимости, а также факторы, потенциально оказывающие на нее негативное воздействие.

Таблица 3.3 – Шаблон оценки прозрачности при раскрытии информации¹⁵⁷

S^+	S^-
ESG-стратегия интегрирована с финансовыми целями	Отсутствие четких целей и задач ESG
Инновации в устойчивых технологиях	Некачественное внедрение ESG
Инициативы по энергосбережению и снижению затрат	Несоответствие ESG-нормам
Укрепление доверия с заинтересованными сторонами	Негативная реклама за несоблюдение ESG
Соответствие стандартам отчетности по МСФО РСБУ	Искажение информации о финансовом состоянии

Эффективная реализация ESG-стратегии имеет принципиальное значение для формирования рыночной стоимости корпорации. Это обусловлено не только ее способностью снижать риски, связанные с недобросовестными практиками корпоративного управления и регуляторными ограничениями, но и влиянием на репутационные характеристики организации. Недостаточное внимание к ESG-факторам, как представляется, может приводить к ухудшению восприятия корпорации со стороны клиентов, высшего руководства и иных групп заинтересованных сторон, что в конечном итоге способно оказывать негативное воздействие на ее рыночную стоимость. В таблице 3.4 представлены аспекты стратегии ESG, которые могут

¹⁵⁷ Составлен автором.

способствовать продвижению корпорации к устойчивому формированию рыночной стоимости, а также аспекты, которые могут привести к потере стоимости.

Таблица 3.4 – Шаблон для экспертной оценки эффективной ESG-стратегии¹⁵⁸

S^+	S^-
Хорошие отношения с сотрудниками	Недостаток инвестиций в устойчивые технологии
Внедрение энергоэффективных практик	Недостаточное взаимодействие с заинтересованными сторонами
Хорошие отношения с заинтересованными сторонами	Текучность кадров
Меры по противодействию коррупции в силе	Отсутствие четкой ESG-стратегии

Управление человеческим капиталом играет ключевую роль в обеспечении долгосрочного роста корпорации. Эффективное управление человеческим капиталом требует мотивированного и квалифицированного персонала, способного работать над повышением рыночной стоимости корпорации. В корпорации должна существовать объективная система вознаграждения и мотивации, основанная на ключевых показателях эффективности (KPI), которая, с одной стороны, помогает сотрудникам в достижении их карьерных целей, а с другой стороны, обеспечивает достижение целей корпорации. В таблице 3.5 представлены аспекты функции управления персоналом, которые могут способствовать продвижению корпорации к устойчивому формированию рыночной стоимости, а также аспекты, которые могут привести к потере стоимости.

¹⁵⁸ Составлен автором

Таблица 3.5 – Шаблон для экспертной оценки эффективности HR-стратегии¹⁵⁹

S^+	S^-
Мотивация сотрудников на основе KPI	Плохое привлечение и удержание талантов
Непрерывное обучение, развитие и повышение квалификации	Низкая вовлеченность сотрудников
HR-аналитика на основе данных	Несоблюдение трудового законодательства
Эффективная стратегия удержания талантов	Неэффективные HR-технологии

Инвестиционные отношения и имидж бренда являются важными элементами повышения рыночной стоимости корпорации, поскольку они способствуют построению доверия и формированию положительного восприятия корпорации. Хорошие отношения с заинтересованными сторонами укрепляют доверие, которое в основном достигается за счет прозрачной коммуникации. Взаимодействие с инвесторами, направленное на понимание и удовлетворение их потребностей, а также четкое изложение видения корпорации, играет ключевую роль в привлечении разнообразной группы инвесторов.

Кроме того, формирование и продвижение имиджа бренда выступает важнейшим фактором создания нематериальных активов корпорации. Имидж бренда, как представляется, играет существенную роль в процессе формирования устойчивой рыночной стоимости, обеспечивая установление прочных связей с потребителями и способствуя дифференциации корпорации на конкурентном рынке. Позитивное восприятие корпорации способствует укреплению доверия, а также улучшению взаимодействия с клиентами, инвесторами и иными заинтересованными сторонами.

Указанные эффекты, в свою очередь, находят отражение как в росте экономических показателей за счет увеличения объемов продаж, так и в повышении рыночной капитализации, обусловленном возрастанием инвестиционной привлекательности корпорации. В таблице 3.6 представлены

¹⁵⁹ Составлен автором.

ключевые аспекты функции инвестиционных отношений, способствующие продвижению корпорации в направлении устойчивого формирования рыночной стоимости, а также факторы, потенциально обуславливающие ее снижение.

Таблица 3.6 – Шаблон для оценки экспертной оценки эффективной стратегии отношений с инвесторами¹⁶⁰

S^+	S^-
Прозрачная и последовательная коммуникация	Недостаточная прозрачность
Активное взаимодействие с заинтересованными сторонами	Плохая коммуникация во время кризиса
Высокие показатели ESG	Плохие показатели ESG
	Негативная реклама

Завершая данный раздел, следует отметить, что предложенный подход к функциональной диагностике, ориентированный на выявление управленческих функций, в наибольшей степени способствующих формированию рыночной стоимости, позволяет реализовать концепцию формирования стоимости, основанную на интеграции организационных функций с процессами развития и совершенствования деятельности корпорации. Это достигается путем формулирования трехэтапного процесса принятия решений, направленного на направление организационных функций на формулирование рыночной стоимости корпорации.

3.2 Процесс управления стоимостью корпорации с интеграцией воздействия ESG-факторов и принципов корпоративного управления в стратегию её развития

Следовательно, на основе указанных аспектов автор предлагает следующий процесс управления рыночной стоимостью корпорации:

¹⁶⁰ Составлен автором.

Этап 1: Оценка внутренними экспертами

На первом этапе эксперты корпорации оценивают её деятельность по шести ключевым направлениям по шкале от 1 до 7. Для облегчения оценки результативности был подготовлен опросник, содержащий по пять вопросов для каждой функции (приложение В диссертации.). Оценка каждой функции формируется путем анализа различных результатов её реализации с помощью пятидесяти вопросов опросника, после чего рассчитывается среднее значение для получения итоговой оценки. Конкретные функции, рассмотренные в ходе опроса, приведены в табл. 3.7.

Предлагается, чтобы оценка включала следующий оценочный лист (*scorecard*).

Таблица 3.7 – Система показателей для повышения стоимости фирмы, основанная на пяти ключевых измерениях¹⁶¹

Аспект для оценки стоимости фирмы	Подробности	Критерии оценки (1-7)
F1:Стратегическое финансовое планирование	Степень, в которой бюджетирование, прогнозирование и финансовая стратегия согласуются с добавленной стоимостью	1= Нет структурированного планирования 7 = Высокий уровень планирования, с предиктивной аналитикой
F2:Система внутреннего контроля	Внедрение системы управления затратами, системы внутреннего контроля и надежной стратегии управления рисками	1 = неэффективный внутренний контроль с высоким риском 7 = Эффективное управление рисками, высокоэффективная организация с точки зрения затрат
F3:Раскрытие информации	Прозрачное раскрытие информации, в том числе добровольное раскрытие нефинансовой информации	1= непонятная отчетность 7 = полностью прозрачная отчетность, включая раскрытие нефинансовой информации
F4:ESG-стратегия	Корпорация имеет ESG-стратегию и интегрирована в процесс принятия корпоративных решений	1 = ESG-стратегия расплывчата 7= Стратегия ESG полностью интегрирована в корпоративный план
F5: HR-стратегия	У корпорации есть эффективная HR-стратегия	1 = HR-стратегия не очень эффективна 7=HR-стратегия является высокоэффективной

¹⁶¹ Составлен автором.

Продолжение таблицы 3.7

F6: Отношения с инвесторами	Эффективная коммуникация с заинтересованными сторонами, инвесторами	1 = плохие отношения с инвесторами
	активное построение доверия со всеми заинтересованными сторонами	10 = активное взаимодействие с инвесторами

Для облегчения оценки производительности был подготовлен опросник, содержащий по пять вопросов для каждой функции (приложение В). Оценка для каждой функции формируется путем анализа различных аспектов функции с помощью пяти вопросов опросника, после чего рассчитывается среднее значение для получения итоговой оценки. Данный процесс повторяется несколькими экспертами, а окончательная оценка определяется как среднее значение оценок, выставленных этими экспертами. Функция с наименьшим баллом используется в качестве отправной точки для разработки дорожной карты по добавлению ценности.

Для апробации результатов трехэтапного процесса используются две корпорации ПАО Банк ПСБ и ПАО КБ «Центр-инвест». В таблице 3.8 представлено экспертное мнение четырех экспертов ПАО «Банк ПСБ». Два эксперта являются линейными менеджерами, а один - топ-менеджером.

Таблица 3. 8 – Экспертная оценка различных аспектов ПАО Банк ПСБ¹⁶²

Эксперты	F1	F2	F3	F4	F5	F6
1	6,7	6	6	5,5	6	6
2	6,5	6,5	6,5	6	5,5	6,5
3	6,2	5,5	5	4,5	5,5	4,5
4	5,5	6,5	5,5	6	5,5	6
ИТОГ	24,9	24,5	23	22	22,5	23
СРЕДНИЙ	6,225	6,125	5,75	5,5	5,625	5,75

Ниже приведено графическое представление экспертной оценки. По мнению автора, $S^N =$ подмножество нормальных состояний организации

¹⁶² Составлен автором

составляет 4. По мнению экспертов, все управленческие функции ПАО «Банк ПСБ» находятся около заданной нормальной организационной функции. Поэтому необходимо исследовать и предложить рекомендации, начиная с F4, функции с минимальной оценкой (5,5), затем F3, которая имеет оценку 5,75. Графическое представление экспертной оценки показано на рисунке 3.1.

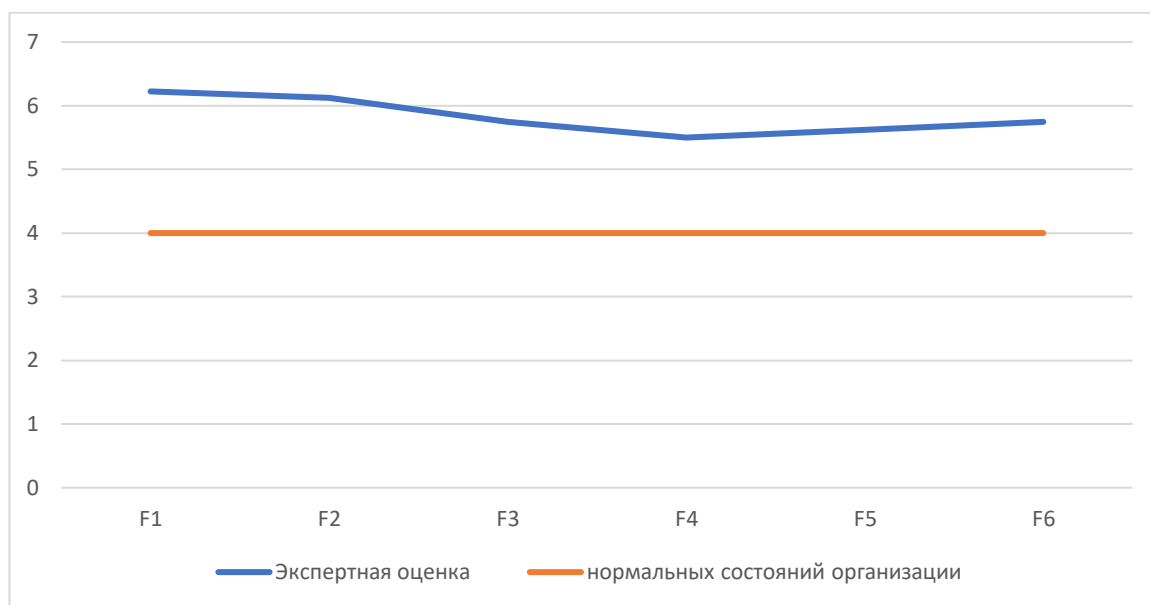


Рисунок 3.1 – Экспертная оценка различных управленческих функций ПАО Банк ПСБ (пороговое значение действенности функций управления - оранжевая линия)¹⁶³

Дальше была проведена аналогичная оценочная форма ПАО КБ «Центр-инвест», в которой приняли участие восемь экспертов разного управленческого уровня, что отражено в таблице 3.9.

Таблица 3.9 — Экспертная оценка различных аспектов Экспертная оценка различных аспектов ПАО КБ «Центр-инвест»¹⁶⁴

Эксперты	F1	F2	F3	F4	F5	F6
1	6,5	7	6,5	6	6	7
2	7	7	7	7	7	7
3	5,9	6	6,5	6	5,5	6
4	7	7	7	7	7	7

¹⁶³ Составлен автором

¹⁶⁴ Составлен автором

Продолжение таблицы 3.9

5	7	7	7	7	7	7
6	6,7	6,5	7	6	5	6,5
7	6,7	6,5	6,5	6,5	6,5	7
8	7	7	6	7	6,5	7
ИТОГ	53,8	54	53,5	52,5	50,5	54,5
СРЕДНИЙ	6,725	6,75	6,6875	6,5625	6,3125	6,8125

Графическое представление этой оценки представлено на рисунке 3.2.

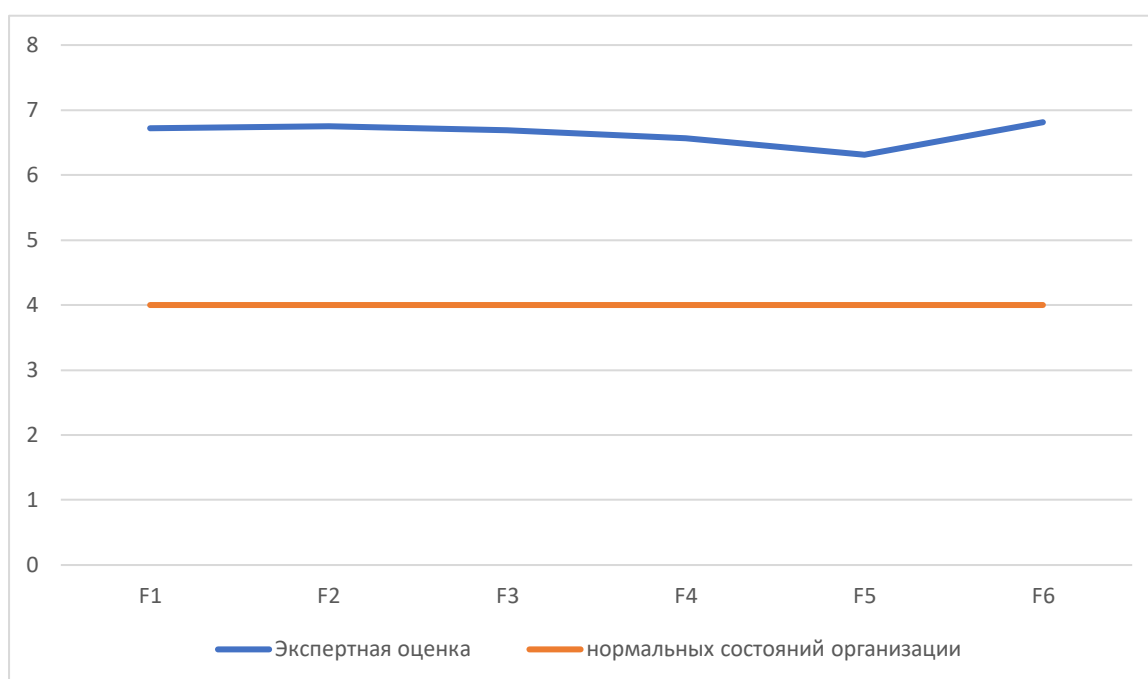


Рисунок 3.2 – Экспертная оценка различных управленческих функций ПАО КБ «Центр-инвест» (пороговое значение действенности функций управления – оранжевая линия)¹⁶⁵

Из приведенного выше графика видно, что команда внутренних экспертов оценивает работу различных управленческих функций выше среднего балла 4, однако функция с наименьшим баллом - F5 (6,3125), за которой следует F4 (6,5625). Необходимо рассмотреть возможности совершенствования этих функций, чтобы расширить конкурентные

¹⁶⁵ Составлен автором.

преимущества и повысить эффективность формулирования стоимости.

Для того чтобы разработать рекомендации по совершенствованию функций, признанных внутренними экспертами наименее эффективными, необходимо проанализировать текущее состояние функционирования этих функций. F4 (ESG-стратегия) оценивается внутренними экспертами ПАО «Банк ПСБ» как наименее эффективная, а ПАО КБ «Центр-инвест» - как вторая наименее эффективная функция. F5: (HR-стратегия) оценивается как наименее эффективная в ПАО КБ «Центр-инвест» и как вторая наименее эффективная в ПАО Банк ПСБ. Данное обстоятельство подчеркивает важность этих функций в банковском секторе, а также необходимость их оптимизации и совершенствования.

В российской нормативно-правовой базе все больше внимания уделяется соблюдению требований ESG, а Центральный банк России (ЦБ РФ) выпустил рекомендации по устойчивому финансированию (например, таксономию «зеленых» проектов). Однако только последовательное соблюдение требований ESG во всех секторах российской экономики обеспечит внедрение показателей ESG в основной поток¹⁶⁶. Однако геополитическая ситуация и санкции ограничивают ПАО «Банк ПСБ» и ПАО КБ «Центр-инвест» доступ к некоторым внешним рынкам капитала. Таким образом, повышение показателей ESG не гарантирует приток иностранного капитала в краткосрочной перспективе ввиду существующих геополитических рисков, однако в долгосрочной перспективе следует ожидать привлечения как отечественных, так и зарубежных инвестиций. Следует отметить, что ПАО КБ «Центр-инвест» уже установило значимые партнерские связи с международными организациями, такими как Global Alliance for Banking on Values (GABV), которые могут оказаться под угрозой в условиях нарастающей геополитической напряженности¹⁶⁷.

¹⁶⁶ Рекомендации по устойчивому финансированию // Центральный банк Российской Федерации. – 2023. – URL: https://cbr.ru/sustainable_development/ (дата обращения: 24.06.2025).

¹⁶⁷ Банк «Центр-инвест» получил ESG-рейтинг ESG-2 (AA) со стабильным прогнозом //

Повышение ключевой ставки до уровня 20 % к июню 2025 года способствует удорожанию заимствований банков у Центрального банка, что потенциально может отрицательно сказаться на их доходности. В сложившихся условиях российским кредитным учреждениям представляется целесообразным предпринимать комплексные меры, направленные на минимизацию негативных последствий, несмотря на усложнившуюся геополитическую обстановку¹⁶⁸.

Рост общественной осведомленности в России относительно вопросов ESG стимулирует банки к внедрению ответственных практик. Активное вовлечение заинтересованных сторон способствует реализации социальных инициатив, включающих поддержку местных сообществ, охрану окружающей среды и мотивацию сотрудников. Улучшение данных аспектов, по всей видимости, будет способствовать повышению ESG-показателей. Кроме того, пандемия создала предпосылки для широкого внедрения удаленной работы, что, в свою очередь, способно изменить ожидания сотрудников в сторону большей гибкости рабочего графика. Согласно данным рейтингового агентства НРА, ПАО «Банк ПСБ» характеризуется высоким социальным рейтингом, что обусловлено комплексной социальной поддержкой и обеспечением безопасности сотрудников¹⁶⁹.

ПАО КБ «Центр-инвест», ориентируясь на южные регионы России, реализует проекты, направленные на решение социальных задач, включая образование и развитие сельских территорий, что открывает перспективы для сотрудничества с учебными заведениями. Инициативы, направленные на подготовку молодых специалистов и поддержку локальных сообществ, способны положительно отразиться на ESG-показателях банка.

Формирование «зеленого» кредитного портфеля выступает одной из

Аргументы и факты. – URL: <https://rostov.aif.ru/money/bank-centr-invest-poluchil-esg-reyting-esg-2-aa-so-stabilnym-prognozom> (дата обращения: 26.06.2025).

¹⁶⁸ Банк России снизил ключевую ставку на 100 б.п. до 20,00% годовых // Центральный банк Российской Федерации. – URL: <https://www.cbr.ru/eng/press/keupr/> (дата обращения: 24.06.2025).

¹⁶⁹НРА присвоило ESG-рейтинг ПАО «Промсвязьбанк» // Национальное рейтинговое агентство. – URL: <https://www.ra-national.ru> (дата обращения: 26.06.2025).

эффективных возможностей для повышения ESG-показателей и укрепления корпоративного имиджа в глазах заинтересованных сторон. Так, ПАО «Банк ПСБ» пользуется государственной поддержкой, что обеспечивает доступ к ресурсам для реализации ESG-инициатив, включая выпуск «зеленых» облигаций. ПАО КБ «Центр-инвест» реализует целенаправленную стратегию устойчивого развития, подтверждённую такими проектами, как депозит «Зеленый вклад» с доходностью 15,5 %¹⁷⁰, а также инвестициями в ESG-сегмент на сумму 217 млрд рублей в 2021 году, что свидетельствует о лидерстве банка в области «зеленого» финансирования¹⁷¹.

Обе корпорации обладают потенциалом для совершенствования ESG-отчетности, что позволит повысить уровень доверия со стороны различных групп стейкхолдеров, а следовательно, улучшить инвестиционную привлекательность, укрепить положительный имидж, повысить рыночную оценку и привлечь квалифицированные кадры благодаря улучшенным ESG-показателям. На июнь 2025 года ПАО «Банк ПСБ» не публикует отчёты об устойчивом развитии в открытом доступе. Тем не менее, учитывая положительный рейтинг НРА, можно предположить наличие у банка ряда положительных показателей, которые целесообразно отражать в ежегодных отчетах по устойчивому развитию для повышения прозрачности и улучшения взаимодействия с заинтересованными сторонами.

В отличие от него, ПАО КБ «Центр-инвест» располагает библиотекой ESG-данных¹⁷², однако отсутствие годовых отчетов по устойчивому развитию свидетельствует о некотором отставании от лидеров рынка, таких как ПАО «Сбербанк», годовые отчёты которого содержат подробную информацию по таким показателям, как энергопотребление, уровень выбросов углерода,

¹⁷⁰ Банк «Центр-инвест». Зелёные вклады. – URL: <https://www.centrinvest.ru/for-individuals/deposits/green> (дата обращения: 26.06.2025).

¹⁷¹ Смирнов А. Ю. Опыт работы банка «Центр-инвест» с ESG рейтинговыми агентствами // Ассоциация российских банков. – URL: https://asros.ru/upload/iblock/1d6/Smirnov-ESG_ratings.pdf (дата обращения: 26.06.2025).

¹⁷² Банк «Центр-инвест». ESG-библиотека. – URL: <https://www.centrinvest.ru/esg/esg-library> (дата обращения: 26.06.2025).

безопасность труда и прочие.

ESG-отчетность в банке ведется плохо, из-за отсутствия годовых отчетов по устойчивому развитию за все годы (отчеты за 2023-2024 гг. отсутствуют в открытом доступе. Такие отчеты содержат показатели ESG, которые могут повысить имидж банка в глазах инвесторов, что приведет к росту стоимости корпорации. Оба банка имеют возможность использовать искусственный интеллект и интерфейсы прикладного программирования (API), а также собирать данные об устойчивом развитии. Таким образом, банку необходимо внедрить надежную стратегию ESG и стратегию управления данными ESG, чтобы быть на одном уровне с глобальными игроками в отрасли.

ПАО КБ «Центр-инвест» имеет возможность возглавить инициативу по развитию региона, а также улучшить имидж банка как регионального лидера. Несмотря на жесткую конкуренцию со стороны крупных банков, таких как ВБТ и СБЕР, фокусировка на юге России обеспечивает уникальную нишу, которая может быть выгодной.

Также необходимо сравнить, как работают банки в сравнении с ведущими банками России. По сравнению с такими аналогами, как Сбербанк (рейтинг ESG: BB по версии MSCI и AAA по версии Raex Europe)¹⁷³ и ВТБ (рейтинг ESG: B). ESG-рейтинг банка не входит в топ-10 российских банков (по данным RAEX, 2023 год)¹⁷⁴, для сравнения, отечественный агент НРА, Агентство Банк ПСБ имеет рейтинг BBB. esg, при этом наилучшие показатели были получены по социальному рейтингу¹⁷⁵.

ПАО КБ «Центр-инвест», с другой стороны, на протяжении многих лет имеет благоприятные рейтинги ESG, такие как ESG-рэнкинг от VigeoEiris (17/76) и рейтинг АКРА присвоило А (Ru) (прогноз «Стабильный»), хотя

¹⁷³ RAEX-Europe. ESG Corporate Ranking. – URL: https://raexpert.eu/esg_corporate_ranking/ (accessed: 26.06.2025).

¹⁷⁴ RAEX. ESG-рейтинги компаний. – 2025. – URL: https://raex-rr.com/ESG/ESG_companies/ESG_rating_companies/2025.1/ (дата обращения: 26.06.2025).

¹⁷⁵ НРА присвоило ESG-рейтинг ПАО «Промсвязьбанк» // Национальное рейтинговое агентство. – URL: <https://www.ra-national.ru> (дата обращения: 26.06.2025).

данные рейтинги относятся к 2018 году¹⁷⁶. Согласно последним рейтингам, общий рейтинг банка находится на уровне В, ССС по экологическому аспекту, В по социальному аспекту и ССС по правительственному аспекту¹⁷⁷.

Общий рейтинг ESG выше среднего в основном обусловлен социальным аспектом, что подтверждается участием банка во многих региональных инициативах, а также поддержкой молодых талантов в сотрудничестве с университетами. Банк реализует такие инициативы, как проверка заявок клиентов на экологические риски, мониторинг климатических рисков, Выпуск «зелёных» облигаций и продуктов (ипотека, вклады), а также активно участвует в сообществах ESG, таких как GABV, UNEP FI, ESG форум 2024¹⁷⁸.

Другой функцией, которую необходимо проанализировать, является стратегия управления человеческим капиталом. Хотя экспертный балл превышает подмножество нормальных состояний организации S^N организации, улучшение показателя отражает более эффективное приобретение, удержание и обучение талантов, а также более высокую вовлеченность сотрудников. Однако, как и в случае со стратегией ESG, отсутствие отчета об устойчивом развитии не позволяет оценить эффективность КРІ управления человеческим капиталом, таких как разнообразие персонала по возрасту и полу, средства, потраченные на обучение и развитие, текучесть кадров, средняя зарплата.

НРА Агентство присваивает ПАО Банк ПСБ высокую оценку в социальной составляющей ESG, отмечая, что банк демонстрирует: достаточно сильный уровень социальной поддержки сотрудников и членов их семей; существенные инвестиции в человеческий капитал; эффективную систему охраны труда, обеспечивающую низкий уровень травматизма среди работников. Однако столь высокие показатели важно раскрывать публично —

¹⁷⁶ Банк «Центр-инвест». ESG в СМИ: публикации и аналитика. – URL: <https://www.centrinvest.ru/files/smi/pdf/ESG.pdf> (дата обращения: 26.06.2025).

¹⁷⁷ Там же

¹⁷⁸ Банк «Центр-инвест» получил ESG-рейтинг ESG-2 (AA) со стабильным прогнозом // Аргументы и факты. – URL: <https://rostov.aif.ru/money/bank-centr-invest-poluchil-esg-reyting-esg-2-aa-so-stabilnym-prognozom> (дата обращения: 26.06.2025).

это не только может улучшить рейтинг, но и усилить имидж бренда, что в конечном итоге повысит стоимость корпорации.

Для ПАО КБ «Центр-инвест» несколько рейтинговых агентств оценивают банк как достаточно успешный в социальной составляющей ESG:(рейтинг В от RAEX Europe, ESG-рейтинг ESG-AA, уровень ESG-2 от агентства АКРА)¹⁷⁹. Без надлежащего раскрытия такой информации, как текучесть кадров, расходы на обучение сотрудников, часы обучения, средняя заработная плата, разнообразие персонала и безопасность на рабочем месте, трудно получить доступ и сравниться с банками, раскрывающими такую информацию. Тем не менее, банкам необходимо улучшить раскрытие информации о ESG, чтобы повысить прозрачность. Интеграция показателей ESG и HCM в годовые отчеты для повышения прозрачности является полезной для отношений с инвесторами, чтобы улучшить восприятие рынка.

Этап 2: Разработка рекомендаций по совершенствованию выявленных функций

Анализ текущего состояния функций, проведенный с помощью экспертного опроса, позволяет дать рекомендации по совершенствованию их функционирования. Анализ позволяет выявить слабые стороны, улучшение которых может привести к повышению эффективности работы организации

Рекомендации по совершенствованию ESG-стратегии ПАО Банк ПСБ

1. Разработать официальную стратегию ESG:

- Создание 5-летней дорожной карты ESG, согласованной со стандартами GRI, с измеримыми KPI (например, снижение энергопотребления на 5%) Это обеспечит согласование бизнес-процессов с целями ESG.

¹⁷⁹ АКРА присвоило банку «Центр-инвест» ESG-рейтинг ESG-AA // РБК : официальный сайт. – URL: <https://nn.plus.rbc.ru/pressrelease/661ca4b57a8aa9e12058ac66> (дата обращения: 15.06.2025).

- у банка есть возможность использовать искусственный интеллект и интерфейсы прикладного программирования (API) для сбора данных об устойчивом развитии и улучшения отчетности.

2. Расширение отчетности в области ESG:

- Публиковать ежегодный отчет об устойчивом развитии с количественными показателями (например, углеродный след, гендерное разнообразие). Веб-сайт фирмы в основном содержит финансовые отчеты, в то время как отчеты об устойчивом развитии отсутствуют.

- Привлечение сторонних аудиторов для проверки данных ESG, в настоящее время не реализовано.

3. Расширение «зеленого» финансирования:

По примеру конкурентов в своей отрасли необходимо запустить инициативы ESG, такие как зеленого кредитного портфеля. Банк должен поставить цель иметь 10 % «зеленых» кредитов в кредитном портфеле

4. Взаимодействие с заинтересованными сторонами:

- Проведение ежеквартальных ESG-форумов с участием инвесторов и НПО, как это делают такие корпорации, как Сбербанк.¹⁸⁰

- Запустить общественные программы (например, по финансовой грамотности), не отраженные на официальном сайте ПАО Банк ПСБ¹⁸¹.

Рекомендации по совершенствованию стратегии ESG в ПАО КБ «Центр-инвест»

1. Расширение отчетности в области ESG

Как отмечают исследователи, отчетность ESG укрепляет доверие инвесторов, что в конечном итоге улучшает имидж бренда корпорации среди инвесторов. Это повышает прозрачность и привлекает инвесторов, ориентированных на ESG. Несмотря на то, что ПАО КБ «Центр-инвест»

¹⁸⁰ Sberbank. Stakeholder Engagement. – 2024. – URL: <https://www.sberbank.com/esg> (accessed: 26.06.2025).

¹⁸¹ ПАО Банк ПСБ. Официальный сайт. – URL: <https://www.psbank.ru/> (дата обращения: 26.06.2025).

проводит значительную работу в области ESG, годовые отчеты об устойчивом развитии за некоторые годы отсутствуют, в частности, за 2023 и 2024 годы. Данные отчеты должны включать такие KPI, как углеродный след, % кредитов «зелёного портфеля», использование воды, энергоэффективность.

2. Расширение «зеленого» финансирования:

Хотя банк уже хорошо справляется с запуском инициатив в области ESG, таких как «зеленый» кредит и «зеленая» ипотека, стабилизация или улучшение таких инициатив приведет к улучшению имиджа и, следовательно, повышению стоимости корпорации.

3. Взаимодействие с заинтересованными сторонами:

Проведение ежеквартальных ESG-форумов с участием инвесторов и НПО, как это делают такие корпорации, как Сбербанк.

Рекомендации по совершенствованию управления человеческим капиталом (F5) в ПАО «Банк ПСБ» и ПАО «Центр-инвест»

1. Разработать комплексную программу управления талантами.

Банк уже сотрудничает с университетами, такими как Южный федеральный университет, для обучения и развития талантов. Строгий карьерный рост и наставничество, постоянное обучение будут способствовать продвижению банка как отличного работодателя. Это привлечет таланты и снизит затраты на подбор персонала.

2. Определить и отслеживать KPI. Данные показатели позволяют увязать управление человеческим капиталом со стратегическими целями и дают количественное представление о развитии и моральном состоянии персонала.

3. Проводить два раза в год анонимные опросы по вовлеченности сотрудников. Вовлеченные сотрудники более продуктивны, лояльны и инновационны. Опросы помогают выявить области, требующие улучшения, и демонстрируют, что руководство ценит вклад

сотрудников.

4. Установить конкретные годовые бюджетные средства (например, 2-4% от фонда оплаты труда) для инициатив по обучению и развитию, включающих сертификационные программы, цифровые учебные платформы, очные тренинги и семинары. Инвестиции в развитие навыков повышают компетентность сотрудников и снижают затраты на подбор персонала в долгосрочной перспективе.
5. Разработать и довести до сведения сотрудников четкие схемы карьерного роста для различных групп должностей. Четко прописанные пути развития помогают удерживать высокопотенциальных сотрудников и способствуют внутренней мобильности, снижая текучесть кадров и затраты на найм.
6. Программа признания, привязанная к результатам работы: дифференцированные поощрения (премии, публичное признание и т.д.) для сотрудников, которые превышают KPI или демонстрируют сильный лидерский потенциал.

В корпорации должна существовать объективная система вознаграждения и мотивации, основанная на KPI, которая, с одной стороны, помогает сотрудникам в достижении их карьерных целей, а с другой стороны, обеспечивает достижение целей корпорации.

Этап 3: Постановка целевых показателей, поддающихся измерению, и постоянная оценка совершенствования организационных функций

Достижение поставленных целей можно проанализировать с помощью различных показателей, в частности, представленных в таблице 3.10.

Таблица 3.10 – Система показателей для повышения стоимости корпорации, основанная на различных ключевых измерениях¹⁸²

Показатель	Значение	Рекомендуемые возможные действия
Рентабельность собственного капитала EVA	ROE рассчитывается как чистая прибыль в процентах от собственного капитала	Более высокий балл указывает на то, что капитал используется более эффективно
Добавленная экономическая стоимость	$EVA = NOPAT - \text{стоимость капитала} \times \text{Инвестированный капитал}$	Положительный показатель EVA указывает на создание стоимости
Среднее количество часов обучения на одного сотрудника в год	Постоянное обучение показывает улучшение навыков и производительности	Всегда поддерживать или увеличивать количество учебных часов
Рыночная капитализация	Рассчитывается как произведение текущей рыночной цены акции на общее количество выпущенных акций корпорации	Более высокая рыночная капитализация обычно указывает на большую стабильность и доверие инвесторов
Индекс внутренней устойчивости. (CIS)	Указывает на способность корпорации поддерживать текущие темпы роста и выполнять все текущие экономические обязательства без ущерба для будущего роста	Высокий показатель CIS свидетельствует о способности корпорации устойчиво формировать рыночную стоимость и выполнять свои текущие экономические обязательства.

Предлагаемый трехэтапный процесс формулирования рыночной стоимости корпорации основан на ключевых экономических теориях, включая VBM и теорию заинтересованных сторон. Таким образом, необходимо оценивать формулирование рыночной стоимости с использованием различных КРІ, отражающих интересы различных групп стейкхолдеров. Например, рыночная капитализация отражает оценку инвесторами управленческих решений, а среднее количество часов обучения на одного сотрудника демонстрирует усилия по повышению производительности при одновременном содействии профессиональному росту сотрудников. Таким образом, для определения рыночной стоимости корпорации необходимо учитывать различные показатели, а не опираться на единственный показатель.

¹⁸² Составлено автором.

3.3 Ожидаемые результаты реализации предлагаемых рекомендаций по совершенствованию инструментария управления рыночной стоимостью корпорации

Ожидается, что принятие лучших стратегий ESG и управление человеческим капиталом улучшат результаты деятельности корпорации. ПАО «Банк ПСБ», вероятно, получит преимущества, которые будут получены благодаря лучшему раскрытию информации о ESG. Нежелание публиковать отчет об устойчивом развитии и предоставлять комплексные показатели в открытом доступе ставит банк в жесткую конкуренцию с такими аналогами, как Сбербанк. Наличие хороших рейтингов ESG от НРА, Агентство, которое отмечает очень хорошие показатели, особенно в социальной сфере, позволяет предположить, что в ПАО Банк ПСБ существует очень хорошая практика ESG, но информация недоступна в открытом доступе.

Аналогичным образом, ПАО КБ «Центр-инвест» не публикует периодически отчет об устойчивом развитии, несмотря на то что имеет очень хорошие инициативы в области ESG, такие как сотрудничество с университетами для подготовки талантливых специалистов и «зеленый» кредитный портфель. Таким образом, принятие рассмотренных рекомендаций приведет к следующим результатам;

Ожидается, что рыночная капитализация будет расти благодаря улучшению имиджа бренда ESG. Инвесторы воспринимают корпорации с лучшими показателями ESG как менее рискованные, высокоэтичные и с надлежащим корпоративным управлением. Хотя рыночная капитализация не раскрывается публично, финансовые показатели, такие как EBIT, выручка, относительно стабильны для обоих банков. В данной диссертации предполагается, что улучшение показателей ESG повысит рыночную капитализацию на 20 % в результате повышения производительности (лучше обученные и мотивированные сотрудники работают лучше) и улучшения отношений с заинтересованными сторонами.

Рейтинги ESG, предположительно, будут демонстрировать положительную динамику на фоне повышения прозрачности и регулярности раскрытия информации. В частности, представляется вероятным включение ПАО «Банк ПСБ» в рейтинги международных и региональных агентств, таких как RAEX Europe. Недостаток общедоступных данных существенно ограничивает доступ к полноценным показателям ESG, однако прогнозируется улучшение рейтинга банка с уровня BBB (по данным рейтингового агентства НРА) до категории А. В отношении ПАО КБ «Центр-инвест» ожидается повышение оценок в экологической и управленческой сферах с уровня CCC до В, что должно способствовать росту общего рейтинга с позиции В до А.

В совокупности, совершенствование практик раскрытия информации, как по содержательной части отчетности, так и по частоте ее предоставления, представляется ключевым фактором, способствующим позитивным сдвигам в ESG-рейтингах.

Дополнительно прогнозируется улучшение финансовых показателей, таких как чистая прибыль и экономическая добавленная стоимость (EVA), благодаря внедрению ESG-ориентированных продуктов и укреплению взаимодействия с заинтересованными сторонами. В частности, потребители, ориентированные на экологическую устойчивость, вероятнее всего, будут активнее использовать «зеленые» облигации и иные «зеленые» продукты, предлагаемые ПАО КБ «Центр-инвест», что, в свою очередь, окажет благоприятное влияние на уровень прибыли банка. По предварительным оценкам, EVA может возрасти приблизительно на 10 %.

Для того чтобы проанализировать изменение показателей и оценить вероятные результаты после принятия предложенных мер, помимо рыночной капитализации необходимо использовать показатели EVA, которые указывают на умеренное создание стоимости. Расчет EVA производится с помощью формулы 1.1, рассмотренной в первой главе.

Таким образом, необходимо рассчитать WACC для каждой фирмы, который рассчитывается по следующей формуле

$$(E/V) * R_E + (D/V) * R_d * (1 - T_c) \quad (3.1)$$

Где

E — собственного капитала,

D — рыночная (или балансовая) стоимость долга,

$V = E + D$ — общая сумма капитала,

R_e — стоимость собственного капитала (пример: по модели CAPM),

R_d — средняя эффективная ставка по долгам, (процентные расходы / итого долг)

T_c — ставка налога на прибыль (в РФ $\approx 20\%$). ($1 - 0.2 = 0.8$)

R_e оценивается с помощью CAPM следующим образом

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (3.2)$$

Где

R_e = ожидаемая доходность инвестиций

R_f = безрисковая ставка

β = бета

$(R_m - R_f)$ = премия за рыночный риск

Используемый в расчетах показатель R_f в 15,09% взят с сайта Центрального банка России, как доходность 10-летней государственной облигации¹⁸³. В таблице 3.11 представлен расчет WACC.

Таблица 3.11 – Расчет WACC¹⁸⁴

	ПАО Банк ПСБ	ПАО КБ "Центр-инвест"	Сбербанк	Московский кредитный банк	Банк ВТБ	Совкомбанк	Росбанк
E	480694	22306.387	7175700	349301	2689300	389991	226250
D	8575317	119312.153	52118500	4597413	33380900	3656276	1874044
$V = E + D$	9056011	141618.54	59294200	4946714	31542200	4046267	1797652
R_f	15.09%	15.09%	15.09%	15.09%	15.09%	15.09%	15.09%
β	0.35666667	0.35666667	0.71	0.2	0.16	0.35666667	0.35666667
$(R_m - R_f)$	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
R_e	18.83500%	18.83500%	22.54500%	17.19000%	16.77000%	18.83500%	18.83500%

¹⁸³ Параметры кривой доходности бескупонных облигаций // Центральный банк Российской Федерации. – URL: https://www.cbr.ru/hd_base/zcyc_params/zcyc/ (дата обращения: 26.06.2025).

¹⁸⁴ Составлен автором с использованием данных: 1. Параметры кривой доходности бескупонных облигаций // Центральный банк Российской Федерации. – URL: https://www.cbr.ru/hd_base/zcyc_params/zcyc/ (дата обращения: 26.06.2025).

Продолжение таблицы 3.11

процентные расходы	653777	10894.863	4504700	547,091	3555100	437934	96334
Rd	0.0762394	0.09131394	0.08643188	0.1189997	0.10650102	0.11977597	0.05140434
Tc	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
WACC	7%	9%	9%	10%	10%	10%	7%

Для исследования точности показателей WACC рассчитанные цифры были сравнены с данными, представленными на сайте Finbox¹⁸⁵ (SBER 8,3%, ВТБ 8,8%, Совкомбанк 9,8%), что означает, что погрешность незначительна, чтобы повлиять на результаты расчета EVA. Таким образом, расчет EVA представлен в таблице 3.12

Таблица 3.12 – Показатель EVA для ведущих корпораций финансового сектора¹⁸⁶

	ПАО Банк ПСБ	ПАО КБ "Центр-инвест"	Сбербанк	Московский кредитный банк	Банк ВТБ	Совкомбанк	Росбанк
ЕБИТ	82400	2512,601	2034600	20743,64	552600	79708	35746
НОРАТ	65920	2010,0808	1627680	16594,912	442080	63766,4	28596,8
WACC	7%	9%	9%	10%	10%	10%	7%
EVA	33352,1551	-24,5275	995972,6	-18550,279	161140,597	22919,1283	13533,8657

Две корпорации, ПАО КБ «Центр-инвест» и Московский кредитный банк, имеют отрицательное значение EVA, что указывает на то, что корпорация не генерирует стоимость выше стоимости капитала. Анализируя финансовую отчетность корпорации, можно отметить, что чистая прибыль ПАО КБ «Центр-инвест» снизилась на 45% с 3459,3756 млн рублей в 2023 году до 3459. 3756 млн. рублей в 2024 году, в то время как для Московского кредитного банка снижение составило 65% с 59778 млн. рублей в 2023 году до 20887 в 2024 году. Однако на снижение EVA могли повлиять и другие факторы.

Ожидается, что принятие более эффективных стратегий ESG и

¹⁸⁵Sberbank – WACC Explorer // Finbox. – URL: <https://finbox.com/MISX:SBER/explorer/wacc/> (дата обращения: 26.06.2025).

¹⁸⁶ Составлено автором.

управление человеческим капиталом улучшат результаты деятельности корпорации. ПАО Банк ПСБ и ПАО КБ «Центр-инвест», как ожидается, приведет к росту рыночной стоимости, о чем свидетельствуют следующие метрики. Следует отметить, что ожидаемая стоимость является справедливой оценкой автора, указывающей на то, что, по мнению автора, может быть разумным улучшением указанных показателей.

Для сравнения также рассчитано среднее значение по пяти ведущим российским банкам по рейтингу рейтингового агентства RAEX¹⁸⁷, однако из-за разницы в размере и объеме рынка оно может быть выше ожидаемого значения в соответствующих корпорациях. Также некоторые показатели недоступны: рыночная капитализация для ПАО КБ "Центр-инвест" недоступна, а для ПАО Банк ПСБ доступна только за 2017 год¹⁸⁸. В таблице 3.13 представлено сравнение различных показателей со средним значением пяти высокорейтинговых банков.

Таблица 3.13 – Показатели пяти ведущих российских банков в сравнении с ПАО КБ «Центр-инвест» и ПАО Банк ПСБ

	ПАО Банк ПСБ	ПАО КБ «Центр инвест»	Сбербанк	Московский кредитный банк	Банк ВТБ	Совкомбанк	Росбанк	Средний
Рыночная капитализация			6305000	338400	949300	320100	157900	1614140
ЕВИТ	82400	2512,60 1	2034600	20743,64	552600	79708	35746	544679,5 28
Чистая прибыль	65296	1910,19 9	1580300	20887	551400	77234	28813	451726,8
Акционерный капитал	480694	22306,3 87	7175700	349301	2689300	389991	226250	2166108, 4
Итого активы	480694	22306,3 87	7173500	349301	2689300	389991	226250	2165668, 4
EVA	33352,1 55	- 24,5275	995972, 6	-18550.279	161140,5 97	22919,128 3	13533,86 57	33352,15 51

¹⁸⁷ ESG-рейтинги российских банков // Рейтинговое агентство RAEX. – 2025. – URL: https://raex-rr.com/ESG/ESG_companies/banks/2025/ (дата обращения: 26.06.2025).

¹⁸⁸ Smart-Lab. Market capitalization of PJSC Promsvyazbank (IFRS). – URL: https://smart-lab.ru/q/PSBR/MSFO/market_cap/en/ (accessed: June 26, 2025).

Данное сравнение позволяет сделать вывод, что ПАО Банк ПСБ и ПАО КБ «Центр инвест» имеют большой потенциал для роста, так как различные показатели более чем на 50% ниже банков, лидирующих по внедрению ESG. В частности, средний показатель EBIT составляет 544679,528 млн рублей, что на 85% выше показателя ПАО «Банк ПСБ» в 82400 млн рублей. Таким образом, внедрение данных рекомендаций, скорее всего, улучшит показатели банка.

Выбор показателей, используемых для оценки ожидаемых результатов в рамках предлагаемого интегрированного процессно-функционального подхода, основан на четких теоретических и эмпирических соображениях. Рыночная капитализация используется, поскольку она напрямую отражает совокупную оценку инвесторами всех факторов, влияющих на стоимость, включая ожидания роста, восприятие рисков и показатели ESG. Прибыль до вычета процентов и налогов (ЕВІТ) и чистая прибыль служат прокси-показателями операционного денежного потока и базовой рентабельности, абстрагируясь от структуры капитала и налоговых эффектов, и тем самым отражая способность корпорации генерировать масштабируемую экономическую прибыль. Эти показатели рентабельности тесно связаны с рентабельностью инвестиций (ROI) и рентабельностью собственного капитала (ROE), причем эмпирические данные показывают, что корпорации с более высоким ROE, как правило, получают премии к оценке и Чистая прибыль также влияет на оценку через свое воздействие на коэффициент цены к прибыли (P/E) и способность выплачивать дивиденды, которые являются ключевыми показателями при формировании рыночной стоимости. Итоговые активы включаются в качестве показателя размера корпорации, масштаба операционной деятельности и производственных мощностей; таким образом, рост активов может сигнализировать о стратегических инвестициях, направленных на создание будущей стоимости. Рейтинги ESG включаются с целью отражения стратегии устойчивого развития корпорации и оценки её нефинансовых показателей, что обусловлено результатами многочисленных

эмпирических исследований, демонстрирующих значительное влияние данных показателей на уровень подверженности рискам и долгосрочную устойчивость на рынках капитала.

Особое значение придается показателям человеческого капитала, включающим коэффициенты удержания и текучести кадров, средний уровень заработной платы, а также индексы удовлетворенности сотрудников, которые служат индикаторами качества организационной среды и стабильности трудового коллектива. Данные параметры отражают мотивацию персонала, уровень его морального состояния и способность корпорации эффективно мобилизовать человеческий капитал для достижения стратегически значимых целей. Удержание квалифицированных и высокопродуктивных сотрудников является одним из ключевых факторов, способствующих развитию инновационного потенциала, повышению операционной эффективности и, как правило, коррелирующим с ростом рыночной стоимости корпорации. В совокупности эти показатели обеспечивают многомерную и теоретически последовательную основу для оценки процесса формирования рыночной стоимости корпорации. Оценки ожидаемых результатов с указанными выше показателями представлены в таблице 3.14.

Таблица 3.14 – Ожидаемые результаты реализации предлагаемых рекомендаций по совершенствованию системе управления стоимостью корпорации ¹⁸⁹

Показатель	ПАО Банк ПСБ			ПАО КБ «Центр-инвест		
	Текущий уровень	После	изменение	Текущий уровень	После	изменение
Рыночная капитализация	неизвестно	+20 %	+20 %	неизвестно	+20 %	+20 %
EVA в мил руб	33352,15506		+10 %	-24,5275		+10 %
Чистая прибыль в мил руб	65296		+10 %	1910,199		+10 %

¹⁸⁹ Составлен автором

Продолжение таблицы 3.14

Показатель	ПАО Банк ПСБ			ПАО КБ «Центр-инвест»		
	Текущий уровень	После	изменение	Текущий уровень	После	изменение
Рентабельность собственного капитала (ROE)	14%	15%	+1–2 п.п.	9%	10%	+1–2 п.п.
ESG-рейтинг	ESG (BBB) НРА, Агентство	повышение (A) Включение в большее количество рейтинговых агентств, таких как RAEX Europe	повышение (BBB) – (A)	ESG-2 (AA+) АКРА ESG (B) Raex Europe	Удержание/повышение (AA+) Улучшение показателей функций E и G с CCC до B	повышение (CCC) – (B)
Доля зелёного финансирования	неизвестно	+10 % ежегодно	+10 %	неизвестно	+10 % ежегодно	+10 %
Текущая текучесть персонала	неизвестно (~12–15 %)	≤ 10 %	≤ 10 %	неизвестно (~12–15 %)	≤ 10 %	≤ 10 %
Доля женщин в управлении	возможно <30 %	≥ 40 %		возможно <30 %	≥ 40 %	
Средняя зарплата vs регион	+/- региональный уровень	+15 %		+/- региональный уровень	+15 %	
Позиции в рейтингах работодателей	неизвестно	регионный топ-3		неизвестно	регионный топ-3	
Среднее количество часов обучения на одного сотрудника в год	неизвестно	20 часов/сотрудник/год		неизвестно	20 часов/сотрудник/год	
% сотрудников, завершающих ежегодные планы обучения		Цель: 90%-ный уровень завершения			Цель: 90%-ный уровень завершения	
Уровень удовлетворенности обучением		Измерено с помощью опроса обратной связи после обучения; Цель: 85%+			Измерено с помощью опроса обратной связи после обучения; Цель: 85%+	

Продолжение таблицы 3.14

Оценка удовлетворенности сотрудников		Из ежегодных опросов вовлеченности; Цель: >75% удовлетворенности			Из ежегодных опросов вовлеченности; Цель: >75% удовлетворенности	
Индекс доверия руководителем/Рейтинг лидерства		Средний балл по пунктам «доверие к руководству»			Средний балл по пунктам «доверие к руководству»	
Время заполнения вакансии (в днях)		(Цель зависит от сложности роли; например, <45 дней)			(Цель зависит от сложности роли; например, <45 дней)	
Общий уровень текучести кадров (добровольный)		Цель: <12% или сравните со средним показателем по сектору			Цель: <12% или сравните со средним показателем по сектору	Общий уровень текучести кадров (добровольный)
Средняя зарплата на одного сотрудника (по семейству должностей)		(Отслеживается с течением времени и по сравнению с рыночными показателями)			(Отслеживается с течением времени и по сравнению с рыночными показателями)	
% женщин на руководящих должностях		Цель: 30–50%			Цель: 30–50%	% женщин на руководящих должностях

На рисунке 3.3 представлены научно-практические рекомендации по определению последовательности этапов формирования рыночной стоимости корпорации. Непрерывный характер предлагаемого подхода позволяет систематически выявлять проблемы и изменения как во внутренней, так и во внешней среде посредством диагностической оценки текущего состояния корпорации с последующим внедрением корректирующих мер, направленных на наиболее эффективные организационные функции. Данный подход применим к корпорациям, работающим во всех секторах.

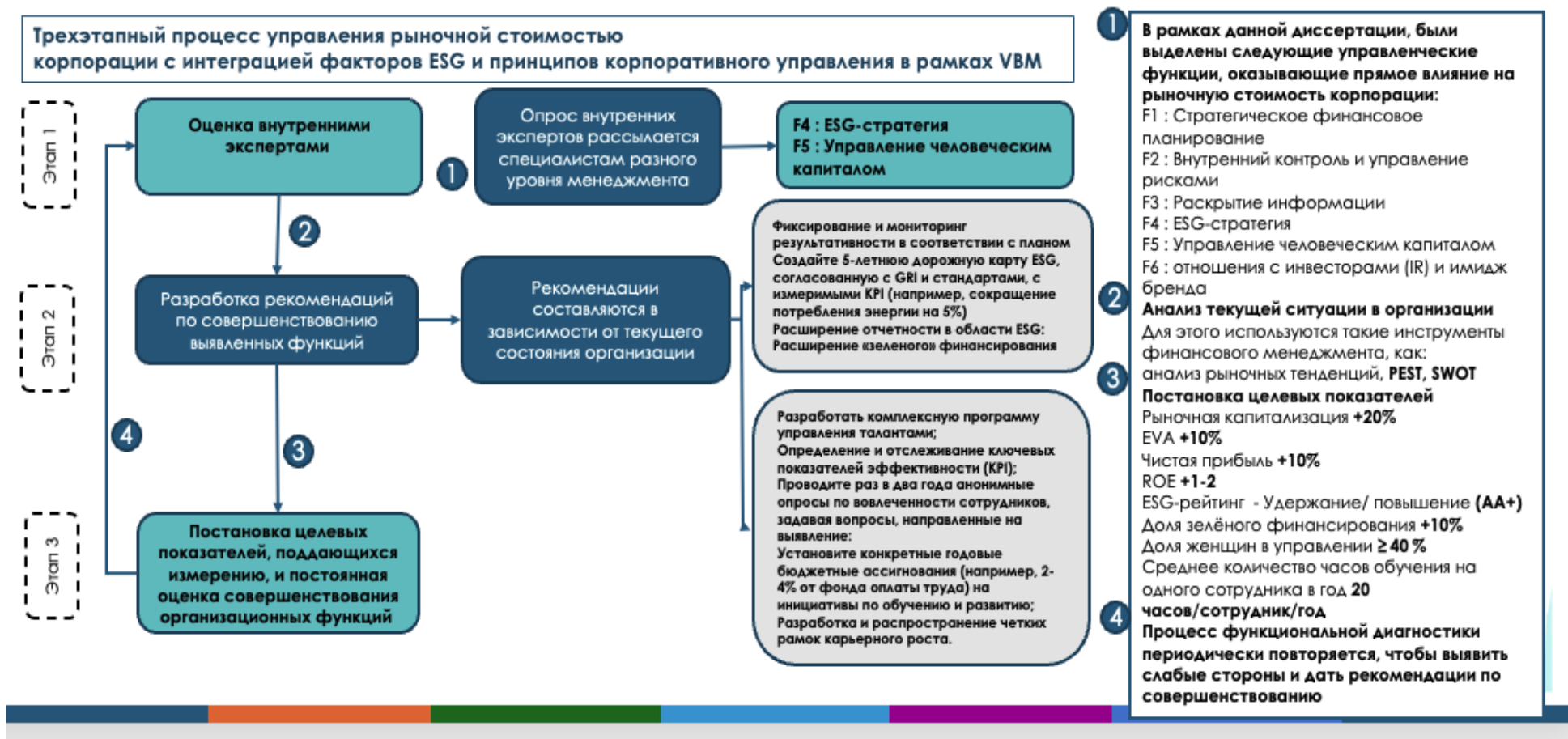


Рисунок 3.3 – Процесс управления рыночной стоимостью корпорации с интеграцией факторов ESG и принципов корпоративного управления в рамках VBM¹⁹⁰

¹⁹⁰ Составлен автором.

Таким образом, процесс управления стоимостью корпорации с интеграцией факторов ESG и принципов корпоративного управления в рамках VBM, состоит из трех инертных этапов: функциональной диагностики организационных функций, разработки рекомендаций по повышению ценности, основанных на всестороннем анализе текущего состояния корпорации, и оценки эффективности с использованием ключевых показателей эффективности (KPI) для мониторинга результатов внедрения. Этот процесс является непрерывным, что позволяет создавать устойчивую стоимость с течением времени. Практическая реализация данного трехэтапного процесса в двух корпорациях - ПАО «Банк ПСБ» и ПАО КБ «Центр инвест» - демонстрирует его применимость и эффективность в реальных корпоративных условиях.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В данной диссертации обосновывается оригинальная концептуальная позиция, которая, в отличие от преобладающих подходов в литературе по менеджменту, делает акцент на систематическом подходе к принятию управленческих решений на основе концепции VBM. Применение VBM в менеджменте повышает эффективность принятия управленческих решений и способствует более рациональному распределению корпоративных ресурсов. Такая концептуальная ориентация позволяет выявить аспекты, требующие улучшения, и одновременно выделить те функции, которые вносят наиболее значительный вклад в процесс формирования рыночной стоимости корпорации. В рамках концепции VBM показано, что принятие управленческих решений в первую очередь ориентировано на рост доходов, оптимизацию налогообложения, сокращение затрат, эффективное управление оборотным капиталом и минимизацию стоимости капитала.

В диссертации выдвигается гипотеза о том, что формирование высокой рыночной стоимости корпорации требует скоординированной интеграции ключевых управленческих функций через использование инструментов интегрированной отчётности как элемента управленческой инфраструктуры и посредством трансформации функций управления (стратегическое финансовое планирование, управление человеческим капиталом, раскрытием информации, внутренний контроль, функционал ESG) во взаимосвязанные управленческие процессы, совокупная реализация которых обеспечивает устойчивое рыночное развитие корпорации.

В диссертации выдвигается гипотеза о том, что корпорации с высоким индексом внутренней устойчивости (обеспечивающие экономический успех без угрозы для будущего успеха) как правило, обеспечивают больший доход, сталкиваются с меньшими фактическими и воспринимаемыми рисками и пользуются повышенным доверием заинтересованных сторон, в том числе инвесторов и сотрудников. В работе операционализирована теоретическая модель, предложенная Гляйснера В. и др., применительно к условиям

российского рынка. Индекс CIS формируется на основе интеграции четырех ключевых параметров: реальный рост чистой прибыли; вероятность выживания корпорации; подверженность риску дохода и доходная способность. Эмпирический анализ подтверждает сильную положительную связь между рейтингами ESG и индексом внутренней устойчивости - важнейшим фактором в управления процессом формирования рыночной стоимости корпорации. ESG-факторы оказывают влияние на стратегические и операционные решения корпорации; при этом их вклад в формирование рыночной стоимости корпорации реализуется только в случае улучшения внутренних экономических условий функционирования корпорации. Повышение уровня ESG-показателей, в свою очередь, способствует укреплению компонентов внутренней устойчивости за счёт развития взаимодействия с заинтересованными сторонами, роста доверия и снижения операционных и управленческих рисков.

В работе представлена регрессионная модель Extra trees может быть впоследствии преобразована в программное обеспечение с интерфейсом, в котором корпорации могут вводить параметры и прогнозировать ранжирования ESG с вероятностью прогнозирования 85,7%, а также рейтинг ESG с вероятностью прогнозирования 83,5%. Представленная модель прогнозирования рейтинга ESG может использоваться корпорациями и инвесторами для доступа к показателям ESG корпораций, не входящих в ключевые рейтинговые агентства - поскольку не все фирмы включены в ESG-рейтинги. Кроме того, в процессе оценки рейтингов ESG корпорации обращают внимание на различные экологические, социальные и управленческие факторы и, следовательно, могут приложить усилия для их улучшения и работать более устойчиво. В целом этот процесс может способствовать устойчивости, и, как было эмпирически доказано в работе, путем комплексного анализ, факторы ESG имеют положительную корреляцию со стоимостью корпорации.

В диссертации были разработаны трехэтапный процесс управления

рыночной стоимостью корпорации с интеграцией факторов ESG и принципов корпоративного управления в рамках VBM, состоит из трех инертных циклов: функциональной диагностики организационных функций, разработки рекомендаций по повышению ценности, основанных на всестороннем анализе текущего состояния корпорации, и оценки эффективности с использованием ключевых показателей эффективности (KPI) для мониторинга результатов внедрения. Этот процесс является непрерывным, что позволяет создавать устойчивую стоимость с течением времени. Практическая реализация данного трехэтапного процесса в двух корпорациях (ПАО «Банк ПСБ» и ПАО КБ «Центр инвест») демонстрирует его применимость и эффективность в реальных корпоративных условиях

Решение поставленных исследовательских задач с использованием комплексного подхода позволяет утверждать, что в основе принятия стратегических финансовых решений, направленных на рост стоимости корпорации, должны лежать тенденции, сформированные в глобальном экономическом пространстве – это ESG-ориентация, раскрытие финансовой информации, формирование интегрированных отчётов, что в совокупности определяет рост не только финансовых показателей, но и рыночной стоимости корпорации в стратегическом периоде. Также комплексный подход к корпоративному управлению, который подразумевает интеграцию организационных функций и организационных процессов, позволяет не только устанавливать целевые показатели эффективности, но и проводить непрерывную оценку и разрабатывать корректирующие меры, что обеспечивает добавление стоимости.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ от 29 июля 1998 года. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст: электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/ (дата обращения: 20.08.2024).
2. Адаменкова С. И., Воронович Е. А. Финансовая устойчивость: основные направления повышения финансовой устойчивости // Инженерная экономика : сб. материалов 81-й студенческой науч.-техн. конф. (Минск, 7–8 мая 2025 г.). – Минск : Белорусский национальный технический университет, 2025. – С. 57–65.
3. АКРА присвоило банку «Центр-инвест» ESG-рейтинг ESG-AA // РБК : официальный сайт. – URL: <https://nn.plus.rbc.ru/pressrelease/661ca4b57a8aa9e12058ae66> (дата обращения: 15.06.2025).
4. Алатырева О. В., Иващенко Н. С. Оценка уровня устойчивости организации // Социально-гуманитарные проблемы образования и профессиональной самореализации «Социальный инженер–2018» : сб. материалов Всерос. конф. молодых исследователей (Москва, 12 декабря 2018 г.). – Т. 3. – М. : Российский государственный университет им. А. Н. Косыгина (Технологии. Дизайн. Искусство), 2018. – С. 4–8.
5. Анкудинов А. Б. Дивидендная политика и структура собственности российских компаний: эмпирический анализ кризисных лет // Управленец. – 2023. – Т. 14, № 3. – С. 71–85.
6. Афендикова Е. Ю., Ксенжук А. Н., Ковалева В. И. Инструменты управления рисками в антикризисном управлении современным предприятием: идентификация и классификация рисков // EurasiaScience : сборник статей LXVI международной научно-практической конференции (Москва, 30–31 декабря 2024 г.). – Москва : Актуальность.РФ, 2024. – С. 453–455.

7. Банк «Центр-инвест» получил ESG-рейтинг ESG-2 (AA) со стабильным прогнозом // Аргументы и факты. – URL: <https://rostov.aif.ru/money/bank-centr-invest-poluchil-esg-reyting-esg-2-aa-so-stabilnym-prognozom> (дата обращения: 26.06.2025).
8. Банк «Центр-инвест». Зелёные вклады. – URL: <https://www.centriinvest.ru/for-individuals/deposits/green> (дата обращения: 26.06.2025).
9. Банк «Центр-инвест». ESG в СМИ: публикации и аналитика. – URL: <https://www.centriinvest.ru/files/smi/pdf/ESG.pdf> (дата обращения: 26.06.2025).
10. Банк «Центр-инвест». ESG-библиотека. – URL: <https://www.centriinvest.ru/esg/esg-library> (дата обращения: 26.06.2025).
11. Банк России снизил ключевую ставку на 100 б.п. до 20,00% годовых // Центральный банк Российской Федерации. – URL: <https://www.cbr.ru/eng/press/keyupr/> (дата обращения: 24.06.2025).
12. Батаева Б. С., Карпов Н. А. Влияние санкций на уровень ESG-прозрачности российских компаний после начала специальной военной операции // Мир новой экономики. – 2024. – Т. 18, № 4. – С. 29-42.
13. Верховцева Е. А., Гребеник В. В. Управление структурой капитала как способ управления стоимостью компании // Интернет-журнал «Наукovedение». – 2016. – Т. 8, № 1. – URL: <http://naukovedenie.ru/PDF/37EVN116.pdf> (дата обращения: 01.07.2025).
14. Гладилин А. В. Формирование учетно-аналитического обеспечения реализации стратегических программ развития организаций // Вестник Института дружбы народов Кавказа (Теория экономики и управления народным хозяйством). Экономические науки. – 2011. – № 4(20). – С. 76–78.
15. Голик И. Т. Основные ESG-принципы и требования к инфраструктурным проектам как методологическая основа для ESG-трансформации // Страховое право. – 2023. – № 3(100). – С. 35–50.

16. Григан А. М. *Управленческая диагностика: теория и практика*. – Ростов-на-Дону: РСЭИ, 2009. – 316 с.
17. Измайлов М. К., Пупенцова С. В. *Корпоративное управление как драйвер экологической ответственности компаний* // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент. – 2026. – № 1. – С. 50–60.
18. Каменева Е. А., Беликова Е. Р. *Внутренние драйверы управления деловой активностью как инструменты роста стоимости компании* // РИСК: Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. – 2015. – № 4. – С. 320–328.
19. Капустина Н. В. *Менеджмент ESG-рисков как фактор устойчивого развития организации* // Экономика строительства. – 2025. – № 12. – С. 102–105.
20. Карпов Н. А. *Факторы формирования системы стейкхолдер-менеджмента в российских публичных компаниях* // Экономические науки. – 2025. – № 250. – С. 366–378.
21. Кетова Н. П., Овчинников В. Н. *Экологический менеджмент – инструментарий развития природосберегающих технологий* // Актуальные проблемы экономики и менеджмента. – 2024. – № 3(43). – С. 67–79.
22. Косорукова И. В., Ксенофонтова О. Д. *Влияние корпоративной социальной ответственности бизнеса на финансовые показатели российских публичных акционерных обществ* // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2024. – № 4(271). – С. 43–55.
23. Куксов А. С. *Социально ответственное инвестирование на российском фондовом рынке* // Review of Business and Economics Studies. – 2022. – Т. 10, № 4. – С. 55–66.
24. Лазарева Е. И., Гаврилова Ю. В., Пекленков Д. В., Ковалев Р. С. *Performance-менеджмент: управление результативностью достижения HRM-целей организации* // Государственное и муниципальное управление. Ученые записки. – 2025. – № 1. – С. 56–64.

- 25.Нджороге П. К. Инструменты финансового менеджмента в системе управления процессом формирования рыночной стоимости компании // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2025. – № 12. – Т. 8. – С. 20–27.
- 26.Нджороге П. К. Управление процессом формирования рыночной стоимости корпорации // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2026. – № 3. – Т. 5. – С. 31.
- 27.НРА присвоило ESG-рейтинг ПАО «Промсвязьбанк» // Национальное рейтинговое агентство. – URL: <https://www.ra-national.ru> (дата обращения: 26.06.2025).
- 28.Овчинников В. Н. Национальная безопасность – основа государственного суверенитета России // Обеспечение национального суверенитета России в новых реалиях : сб. материалов XVII Междунар. науч.-практ. конф. (Ставрополь, 02–04 февраля 2023 г.). – Ставрополь : Институт дружбы народов Кавказа, 2023. – С. 8–10.
- 29.Овчинников В. Н., Кетова Н. П. Воздействие рыночных механизмов и мер государственного регулирования развития региона в условиях внешнеэкономической неопределенности // Феномен рыночного хозяйства: от истоков до наших дней. Партнерство в условиях риска и неопределенности : сб. науч. тр. VIII Междунар. науч.-практ. конф. (Самарканд–Карши, 01–05 апреля 2020 г.). – Самарканд–Карши : Электронные издательские технологии, 2020. – С. 359–369.
- 30.Омельченко И. И. Финансово-экономическая стабильность как составная часть организационно-экономической устойчивости предприятий // Вестник машиностроения. – 2011. – № 13. – С. 65–66.
- 31.ПАО Банк ПСБ. Официальный сайт. – URL: <https://www.psbank.ru/> (дата обращения: 26.06.2025).
- 32.Параметры кривой доходности бескупонных облигаций // Центральный банк Российской Федерации. – URL: https://www.cbr.ru/hd_base/zcyc_params/zcyc/ (дата обращения: 26.06.2025).

33. Рекомендации по устойчивому финансированию // Центральный банк Российской Федерации. – 2023. – URL: https://cbr.ru/sustainable_development/ (дата обращения: 24.06.2025).
34. Рудковская О. Г. Стратегическое финансовое планирование в системе финансового планирования организации // Стратегия развития экономики Беларуси: вызовы, инструменты реализации и перспективы : сб. науч. ст. : в 4 ч. – Минск : Институт системных исследований в АПК НАН Беларуси, 2017. – С. 77–79.
35. Смирнов А. Ю. Опыт работы банка «Центр-инвест» с ESG рейтинговыми агентствами // Ассоциация российских банков. – URL: https://asros.ru/upload/iblock/1d6/Smirnov-ESG_ratings.pdf (дата обращения: 26.06.2025).
36. Суздалева Н. Н., Островская Н. В., Кобылецкий В. Р. Финансовый менеджмент : учебное пособие. – Санкт-Петербург : Скифия-принт, 2022. – 96 с.
37. Тен А. В. Инструменты управления устойчивостью функционирования коммерческой организации // Вестник Челябинского государственного университета. – 2010. – № 27 (208). – С. 96–97.
38. Теплова Т. В. Реакция цен акций на объявления денежных дивидендов: сигнализирование на российском рынке до и после кризиса // Финансовый менеджмент. – 2011. – № 1. – С. 458–463.
39. Усенко Л. Н., Макаренко Е. Н., Гузей В. А. Анализ индексов, критериев и рейтингов в сфере устойчивого развития // Учет и статистика. – 2025. – Т. 22, № 1. – С. 11–19.
40. Франк Е. В. Решение агентской проблемы в российских корпорациях // Экономика, предпринимательство и право. – 2011. – № 7. – С. 29–36.
41. Фролова В. Б. Критериальные понятия финансовой устойчивости // Журнал экономических исследований. – 2016. – Т. 2, № 11. – С. 13.

42. Фролова В. Б., Войцеховская И. С. Учет ESG-принципов и влияния рисков в оценке финансовой устойчивости компаний // Менеджмент и бизнес-администрирование. – 2022. – № 4. – С. 130–136.
43. Халин В. Г., Чернова Г. В., Юрков А. В. Методологические аспекты создания и функционирования систем поддержки принятия решений // Экономический анализ: теория и практика. – 2015. – № 7(406). – С. 20–33.
44. Харчилава Х. П. Современные тенденции российской практики корпоративного управления // Вестник евразийской науки. – 2025. – Т. 17, № 4. – С. 1–13.
45. Чараева М. В. Инвестиционная стратегия. – Москва : Научно-издательский центр ИНФРА-М, 2024. – 256 с.
46. Щербакова О. Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости // Финансовый менеджмент. – 2003. – № 3. – С. 56–69.
47. Якупова Н. М., Левачкова С. Ю., Сайфеева Е. Б. Измерение стоимости в системе управления компанией // Modern Economy Success. – 2022. – № 6. – С. 192–198.
48. Янова С. Ю., Клочкова Е. Н. Финансовый рынок: новая парадигма развития в условиях трансформации экономики / под общ. ред. С. Ю. Яновой, Е. Н. Клочковой. – Санкт-Петербург : Издательство Санкт-Петербургского государственного экономического университета, 2022. – 211 с.
49. ESG-рейтинги российских банков // Рейтинговое агентство RAEX. – 2025. – URL: https://raex-rr.com/ESG/ESG_companies/banks/2025/ (дата обращения: 26.06.2025).
50. Asquith P., Mullins D. W. Equity issues and offering dilution // Journal of Financial Economics. – 1986. – Vol. 15, No. 1–2. – P. 61–89.
51. Awan A. G., Siddique K., Sarwar G. The Effect of Economic Value Added On Stock Return: Evidence From Selected Companies of Karachi Stock Exchange // Research Journal of Financial Accounting. – 2014. – Vol. 5, No. 23. – P. 140–152.

52. Baumann M. N., Njoroge P. K., Shevchenko D. A., Baumann M. Does Reporting under IFRS Improve Market Efficiency (A Case Study from the Moscow Stock Exchange)? // *Digital Ecosystem of the Economy: a collection of articles on the results of the VIII International Scientific and Practical Video Conference.* – Rostov-on-Don: Southern Federal University, 2021. – P. 38–42.
53. Berezinets I. V., Bulatova L. A., Ilina Y. B. Stock Market Reaction to Dividend Surprises: Evidence from Russia. – St. Petersburg: Graduate School of Management, St. Petersburg State University, 2015. – P. 1–25.
54. Breiman L. Randomizing outputs to increase prediction accuracy // *Machine Learning.* – 2000. – Vol. 40, No. 3. – P. 229–242.
55. Brigham E. F., Houston J. F. *Fundamentals of Financial Management* / ed. by J. W. Calhoun. – 12th ed. – Mason, Ohio: South-Western Cengage Learning, 2019. – P. 11.
56. Bulkley G., Herrerias R. Does the Precision of News Affect Market Underreaction? Evidence from Returns Following Two Classes of Profit Warnings // *European Financial Management.* – 2005. – Vol. 11, No. 5. – P. 603–624.
57. Carmine de F., Geissler C. J., Margot V., Monnier B. ESG Investments: Filtering versus Machine Learning Approaches // *Applied Economics and Finance.* – 2021. – Vol. 8, No. 2. – P. 1–16.
58. Chandra P. *Financial Management: Theory and Practice* / ed. by C. Sekhar. – 8th ed. – New Delhi: Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited, 2008. – P. 13–14.
59. Cheng S., Murzin A. D. Constructing corporate environmental strategy from the perspective of sustainable development // *Natural Sciences and Humanities Research.* – 2024. – No. 4(54). – P. 503–508.
60. Choi J., Choi S., Myers L., Ziebart D. Financial Statement Comparability and the Informativeness of Stock Prices About Future Earnings // *Contemporary Accounting Research.* – 2018. – Vol. 36, No. 1. – P. 389–417.

61. D'Amato V., D'Ecclesia R., Levantesi S. Fundamental ratios as predictors of ESG scores: a machine learning approach // *Decisions in Economics and Finance*. – 2021. – Vol. 44. – P. 1087–1110.
62. Dann L. Y. Common stock repurchases: An analysis of returns to stockholders and bondholders // *Journal of Financial Economics*. – 1981. – Vol. 9, No. 2. – P. 113–138.
63. Diamond D. The role of a stock market in a general equilibrium model with technological uncertainty // *American Economic Review*. – 1967. – Vol. 57, No. 4. – P. 759–776.
64. Diamond D., Verrecchia R. Information aggregation in a noisy rational expectations model // *Journal of Financial Economics*. – 1981. – Vol. 9. – P. 221–235.
65. DJSI Index Family // S&P Global: official site. – URL: <https://www.spglobal.com/esg/performance/indices/djsi-index-family> (accessed: 15.02.2025).
66. Dudney D., Jirasakuldech B., Zorn T. Return Predictability and the P/E Ratio: Reading the Entrails // *The Journal of Investing*. – 2008. – Vol. 17, No. 3. – P. 75–82.
67. ESG Corporate Rankings // RAEX Europe: Official Website. – URL: https://raexpert.eu/esg_corporate_ranking/ (accessed: April 4, 2023).
68. Evstafyeva E. M., Charaeva M. V., Kroklicheva G. E., Paleev A. V. Business processes' reengineering in the context of increasing the firm's value // *European Research Studies Journal*. – 2018. – Vol. 21, No. 1. – P. 125–135.
69. Faezinia V., Ohadi F., Janani M. The Quantitative Study of Effective Factors on Price-Earning Ratio in Capital Market of Iran // *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. – 2012. – Vol. 3, No. 10. – P. 550–559.
70. Fama E. F. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? // *Journal of Financial Economics*. – 2001. – Vol. 60, No. 1. – P. 3–43.

71. Fama E. F., Fisher L., Jensen M., Roll R. The Adjustment of stock prices to new information // *International Economic Review*. – 1969. – No. 1. – P. 1–21.
72. Freeman R. E., McVea J. A Stakeholder Approach to Strategic Management // *SSRN Electronic Journal*. – 2001. – P. 10–15.
73. Friedman J. On bias, variance, 0/1-loss, and the curse-of-dimensionality // *Data Mining and Knowledge Discovery*. – 1997. – Vol. 1. – P. 55–77.
74. Fu T., Li J. An empirical analysis of the impact of ESG on financial performance: the moderating role of digital transformation // *Frontiers in Environmental Science*. – 2023. – P. 1–11.
75. Geron A. *Hands-On Machine Learning with Scikit-Learn & TensorFlow* / ed. by N. Tache. – 2nd ed. – Sebastopol: O’Reilly Media, Inc., 2017. – P. 63.
76. Geurts P., Wehenkel L. Investigation and reduction of discretization variance in decision tree induction // *Proceedings of the 11th European Conference on Machine Learning*. – 2000. – No. 1810. – P. 162–170.
77. Gleißner W., Günther T., Walkshäusl C. Financial sustainability: measurement and empirical evidence // *Journal of Business Economics*. – 2022. – Vol. 92, No. 3. – P. 467–516.
78. Glostén L., Milgrom P. Bid ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneous informed traders // *Journal of Financial Economics*. – 1985. – Vol. 14, No. 1. – P. 71–100.
79. Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. Are dividend changes a sign of firm maturity // *Journal of Business*. – 2002. – Vol. 75, No. 3. – P. 387–424.
80. Gunasekarage A., Power M. The post-announcement performance of dividend-changing companies: The dividend-signalling hypothesis revisited // *Accounting and Finance*. – 2002. – Vol. 42, No. 2. – P. 131–151.
81. Holmstrom B., Tirole J. Market Liquidity and Performance Monitoring // *The Journal of Political Economy*. – 1993. – Vol. 101, No. 4. – P. 678–709.
82. Identifying and Managing Key Value Drivers // LEK Consulting: official website. – URL: <https://www.lek.com/sites/default/files/insights/pdf->

- attachments/1936_Identifying_and_Managing_Key_Value_Drivers_LEK_Executive_Insights.pdf (accessed: 21.11.2021).
83. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // *Journal of Financial Economics*. – 1976. – Vol. 3, No. 4. – P. 305–360.
84. Jones N., Bacon F. Surprise earning announcements: A test of market efficiency // *Proceedings of the Academy of Accounting and Finance Studies*. – 2007. – Vol. 12, No. 1. – P. 43–48.
85. Kartikasari D., Ahyani F., Zulfikar Z. Influence of capital on firm value through enterprise risk management in banking // *Journal of Economics and Business*. – 2022. – Vol. 5, No. 2. – P. 1–12.
86. Khanal A. R., Mishra A. K. Stock price reactions to stock dividend announcements: A case from a sluggish economic period // *North American Journal of Economics and Finance*. – 2017. – Vol. 42. – P. 338–345.
87. Khel F., Shah A., Bangash R. The Role of Human Talent Capital in Shaping Firm Value: Evidence from Non-Financial Sector of Pakistan Stock Exchange (PSX) // *Journal of Innovative Research in Management Sciences*. – 2024. – Vol. 5, No. 2. – P. 41–60.
88. Kim S., Li Z. Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance // *Sustainability*. – 2021. – Vol. 13, No. 7. – P. 1–15.
89. Kumar R. Perspectives on strategic finance // *Perspectives on Strategic Finance*. – London: Academic Press, 2017. – P. 1–29.
90. Kyläheiko K., Puumalainen K., Sjögrén H., Syrjä P., Fellnhofer K. Strategic planning and firm performance: a comparison across countries and sectors // *International Journal of Entrepreneurial Venturing*. – 2016. – Vol. 8. – P. 280–295.
91. Lambert R.A., Leuz C., Verrecchia R.E. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital // *Journal of Accounting Research*. – 2007. – Vol. 45, No. 2. – P. 385–420.

92. Lazonick W., Mazzucato M., Tulum O. Apple's changing business model: What should the world's richest company do with all those profits // *Accounting Forum*. – 2013. – Vol. 37. – P. 249–267.
93. Lazonick W., O'Sullivan M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance // *Economy and Society*. – 2000. – Vol. 29. – P. 13–35.
94. Lee C. I., Ejara D. D., Gleason K. C. An empirical analysis of European stock repurchases // *Journal of Multinational Financial Management*. – 2010. – Vol. 20, No. 2. – P. 114–125.
95. Lee C., Chen R., Hung S., Yang C. Corporate Social Responsibility and Firm Value: The Mediating Role of Investor Recognition // *Emerging Markets Finance and Trade*. – 2018. – Vol. 56. – P. 1043–1054.
96. Li J. Research on Theory and Methods of Corporate Valuation // *Advances in Economics, Management and Political Sciences*. – 2023. – Vol. 34, No. 1. – P. 105–113.
97. Liu J., Xie J. The Effect of ESG Performance on Bank Liquidity Risk // *Sustainability*. – 2024. – Vol. 16, No. 12. – P. 1–23.
98. Margot V., Geissler C., De Franco C. ESG Investments: Filtering Versus Machine Learning Approaches // *Applied Economics and Finance*. – 2021. – Vol. 8, No. 2. – P. 1–15.
99. Marx K. *Capital: A Critique of Political Economy*. Vol. I. – Hamburg: Otto Meissner, 1867. – P. 150–152.
100. Methodology For Assigning Environmental, Social and Governance Ratings to Corporates // RAEX Europe: official website. – URL: https://www.raexpert.eu/files/Methodology_ESG_Corporates_V3.pdf (accessed: 04.03.2023).
101. Modigliani F., Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // *The American Economic Review*. – 1958. – Vol. 48, No. 3. – P. 261–297.

102. Moura-Leite R., Padgett R. Historical background of corporate social responsibility // *Social Responsibility Journal*. – 2011. – Vol. 7, No. 4. – P. 528–539.
103. Myers J. H., Bakay A. J. Influence of Stock Split-Ups on Market Price // *Harvard Business Review*. – 1948. – Vol. 26, No. 2. – P. 251–255.
104. Naser K., Nuseibeh R. Quality of financial reporting: evidence from the listed Saudi nonfinancial companies // *The International Journal of Accounting*. – 2003. – Vol. 38. – P. 41–69.
105. Njoroge P. K., Baumann M., Baumann M. H., Shevchenko D. A. Stock Price Reactions to Publications of Financial Statements: Evidence from the Moscow Stock Exchange // *Journal of Corporate Finance Research*. – 2021. – No. 1. – P. 19–36.
106. Nugroho M. N. The Effect of Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Refined Economic Value Added (REVA) on Stock Prices and Returns Stock at Manufacturing Industries Who Listed on Indonesia Stock Exchange (BEI) // *Archives of Business Research*. – 2018. – Vol. 6, No. 12. – P. 173–188.
107. Our Common Future (Brundtland Report). – Oxford: Oxford University Press. – URL: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf> (accessed: 20.02.2025).
108. Our History // Stern Value Management: official website. – URL: <https://sternvaluemanagement.com/about-us/our-history> (accessed: 08.01.2023).
109. Parmenas N., Szczygiel N., Shevchenko D. A., Abramyan G. A. Impact of Unethical Behaviour on the Value of Firms in the Real Sector // *Innovative Trends in International Business and Sustainable Management*. – 2023. – P. 391–400.
110. Porter M., Kramer M. Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility // *Harvard Business Review*. – 2006. – Vol. 84, No. 12. – P. 78–92.

111. Pukthuanthong K. Why should we like firms that voluntarily disclose? Evidence from profit warning firms // *The Journal of Investing*. – 2010. – Vol. 19, No. 4. – P. 66–83.
112. RAEX-Europe. ESG Corporate Ranking. – URL: https://raexpert.eu/esg_corporate_ranking/ (accessed: 26.06.2025).
113. RAEX. ESG-рейтинги компаний. – 2025. – URL: https://raexpert.com/ESG/ESG_companies/ESG_rating_companies/2025.1/ (дата обращения: 26.06.2025).
114. Rappaport A. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. – New York: Free Press, 1986. – 224 p.
115. Sberbank – WACC Explorer // Finbox. – URL: <https://finbox.com/MISX:SBER/explorer/wacc/> (дата обращения: 26.06.2025).
116. Sberbank. Stakeholder Engagement. – 2024. – URL: <https://www.sberbank.com/esg> (accessed: 26.06.2025).
117. Scholz C., Stein V. *Human Capital Measurement: Linking Accountability to Variety*. – Universität des Saarlandes, 2010. – P. 28–29.
118. Sharma U., Gupta A., Gupta S. K. The pertinence of incorporating ESG ratings to make investment decisions: a quantitative analysis using machine learning // *Journal of Sustainable Finance and Investment*. – 2022. – P. 1–7.
119. Shevchenko D. A., Njoroge P. K. Effects of People’s IPO on the Russian Financial Market and Corporate Governance Praxis // *Corporate Governance Models and Applications in Developing Economies*. – 2020. – P. 83–101.
120. Sichigea N., Vasilescu L. Economic Value Added and Market Value Added: Modern Indicators for Assessment the Firm’s Value // *Annals Economy Series – Constantin Brancusi University, Faculty of Economics*. – 2015. – P. 488–494.
121. Smart-Lab. Market capitalization of PJSC Promsvyazbank (IFRS). – URL: https://smart-lab.ru/q/PSBR/MSFO/market_cap/en/ (accessed: June 26, 2025).
122. Some infinity theory for predictor ensembles // University of California, Department of Statistics. – URL:

- https://www.stat.berkeley.edu/users/breiman/some_theory2000.pdf (accessed: 15.11.2024).
123. Stewart B. EVA Momentum: The One Ratio that Tells the Whole Story // *Journal of Applied Corporate Finance*. – 2009. – Vol. 21, No. 2. – P. 1–15.
124. Stewart G. B. EVA: Fact and Fantasy // *Journal of Applied Corporate Finance*. – 1994. – Vol. 7, No. 2. – P. 71–84.
125. Townsend B. From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing // *The Journal of Impact and ESG Investing*. – 2020. – Vol. 1. – P. 10–25.
126. Who Cares Wins // United Nations, World Bank. – URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/pt/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf> (accessed: 15.02.2025).
127. Yu X., Xiao K. Does ESG Performance Affect Firm Value? Evidence from a New ESG-Scoring Approach for Chinese Enterprises // *Sustainability*. – 2022. – Vol. 14, No. 24. – P. 1–40.
128. Zhou G., Liu L., Luo S. Sustainable development, ESG performance, and company market value: Mediating effect of financial performance // *Business Strategy and the Environment*. – 2022. – Vol. 31, No. 7. – P. 3371–3387.

Приложение А

(информационное)

Код Python

```

import numpy as np
import pandas as pd
from sklearn.linear_model import HuberRegressor, LinearRegression, Ridge, Lasso
from sklearn.ensemble import GradientBoostingRegressor
from sklearn.kernel_ridge import KernelRidge
from sklearn.neural_network import MLPRegressor
from sklearn.svm import SVR
from sklearn.ensemble import ExtraTreesRegressor, RandomForestRegressor
from sklearn.tree import DecisionTreeRegressor
from sklearn.cluster import KMeans
from sklearn.model_selection import cross_val_predict, KFold, cross_val_score
from sklearn.metrics import r2_score, mean_absolute_error, mean_squared_error
from sklearn.decomposition import TruncatedSVD, PCA
from sklearn.model_selection import GridSearchCV
from sklearn.linear_model import LassoCV
from sklearn.linear_model import ElasticNet
%matplotlib inline
from sklearn.linear_model import PassiveAggressiveClassifier
from sklearn.gaussian_process.kernels import RBF
import matplotlib.pyplot as plt
import seaborn as sns
from sklearn.preprocessing import PolynomialFeatures
import warnings
def scatter_hist_plot(y_true, y_pred, fname=None):
    def scatter_hist(x, y):
        ax.scatter(x, y, color='b', edgecolor='k', alpha=0.65)
        bins = 100

    left, width = 0.1, 0.8
    bottom, height = 0.1, 0.8
    spacing = 0.005

    rect_scatter = [left, bottom, width, height]
    #rect_histx = [left, bottom + height + spacing, width, 0.2]
    #rect_histy = [left + width + spacing, bottom, 0.2, height]

    r2_value = r2_score(y_true, y_pred)
    rmse_value = np.sqrt(mean_squared_error(y_true, y_pred))

    # start with a square Figure
    fig = plt.figure(figsize=(5, 5))
    ax = fig.add_axes(rect_scatter)
    #ax_histx = fig.add_axes(rect_histx, sharex=ax)
    #ax_histy = fig.add_axes(rect_histy, sharey=ax)
    # use the previously defined function
    scatter_hist(y_true, y_pred)

```

```

ax.plot([y_true.min(), y_true.max()], [y_true.min(), y_true.max()], 'r--')
ax.set_xlabel('True values',)
ax.set_ylabel('Predicted values')
#a = r'$R^2$ = ' + str(round(r2_value,5)) + '\nMSE = ' + str(round(mse_value,5))
#print(a)
ax.set(title=r'$R^2$ = ' + str(round(r2_value,5)) + '\nRMSE = ' + str(round(rmse_value,5)))
#print(a)
#ax.title('$R^2$ = ' + str(round(r2_value,5)) + '\nMSE = ' + str(round(mse_value,5)),
fontsize='x-large')
#ax.title(fontsize='x-large')
if fname is not None:
    fig.savefig(fname, bbox_inches='tight', dpi=300)

```

```

def average(list):
    list1 = list.astype('float')
    return sum(list1)/len(list1)

```

```

def combs(a):
    if len(a) == 0:
        return [[]]
    cs = []
    for c in combs(a[1:]):
        cs += [c, c+[a[0]]]
    return cs

```

ESG prediction by 1 descriptor

```

database = pd.read_table('database_5.txt')
names = database.columns
names = list(names)
print(names)
for i in range(7,len(names)):
    #if names != 'abbreviation'
    column_name = database.columns[i]
    print(column_name)
    #print(database[column_name])
    database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=[column_name])
    x = database[column_name].astype('float')
    y = database['ESG Rank'].astype('float')
    x = np.array(x).reshape(( len(x),1))
    cross_validation = KFold(n_splits=10, shuffle=True, random_state=0)
    model = GradientBoostingRegressor()
    CV_prediction = cross_val_predict(model, x, y, cv=cross_validation)
    scatter_hist_plot(y, CV_prediction,fname = 'results/database_5/' + column_name+'.png')

    y = np.array(y).reshape(( len(y),1))
    res = np.concatenate((y,np.reshape(CV_prediction , (len(CV_prediction),1))), axis = 1)
    np.savetxt('results/database_5/' + column_name+'.txt', res)
    #np.savetxt(column_name+'feature_importance.txt',          np.reshape(importance
(len(importance),1)))
    #print('Extra Trees = ',cv_score)
    #plt.savefig(column+'.png', dpi = 300)

```

```
plt.show()
```

ESG prediction by all parameters

```
database = pd.read_table('database_5.txt')
#database.drop(columns=database.columns[11:], axis=0, inplace=True)
database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[11:])
#print(database)
column_names = database.columns[7:]
#print(database[column_name])
#database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[12:])
x = database.iloc[:,7:].astype('float64')
#x = x.dropna()
for j in range(len(column_names)): print(column_names[j])
y = database['ESG Rank'].astype('float64')
#x = np.array(x).reshape(( len(x),1))
cross_validation = KFold(n_splits=10, shuffle=True, random_state=0)
model = ExtraTreesRegressor(n_estimators=20)
CV_prediction = cross_val_predict(model, x, y, cv=cross_validation)
scatter_hist_plot(y, CV_prediction, fname = 'results/database_5/all_parameters.png')
model.fit(x, y)
importance = model.feature_importances_
importance = importance/importance.max()
y = np.array(y).reshape(( len(y),1))
res = np.concatenate((y,np.reshape(CV_prediction , (len(CV_prediction),1))), axis = 1)
np.savetxt('results/database_5/all_parameters.txt', res)
np.savetxt('results/database_5/all_parameters_feature_importance.txt', np.reshape(importance ,
(len(importance),1)))
#print('ExtraTrees = ',cv_score)
#plt.savefig(column+'.png', dpi = 300)
plt.show()
```

#Rating band (N)

```
database = pd.read_table('database_5_R_band_N.txt')
#database.drop(columns=database.columns[11:], axis=0, inplace=True)
database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[1:])
print(database)
column_names = database.columns[1:]
#print(database[column_name])
#database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[12:])
x = database.iloc[:,1:].astype('float64')
for i in range(len(column_names)):
    #print(x.iloc[:,i])
    x.iloc[:,i]/=np.max(x.iloc[:,i])
#x = x.dropna()
for j in range(len(column_names)): print(column_names[j])
y = database['Rating band (N)'].astype('float64')
#x = np.array(x).reshape(( len(x),1))
cross_validation = KFold(n_splits=10, shuffle=True, random_state=0)
model = ExtraTreesRegressor(n_estimators=20)
CV_prediction = cross_val_predict(model, x, y, cv=cross_validation)
scatter_hist_plot(y, CV_prediction, fname = 'results/database_5/R_band_N_all_parameters.png')
model.fit(x, y)
```

```

importance = model.feature_importances_
importance = importance/importance.max()
y = np.array(y).reshape(( len(y),1))
res = np.concatenate((y,np.reshape(CV_prediction , (len(CV_prediction),1))), axis = 1)
np.savetxt('results/database_5/R_band_N_all_parameters.txt', res)
np.savetxt('results/database_5/R_band_N_all_parameters_feature_importance.txt',
np.reshape(importance , (len(importance),1)))
#print('ExtraTrees = ',cv_score)
#plt.savefig(column+'.png', dpi = 300)
plt.show()

```

```

database = pd.read_table('database_5_R_band_N.txt')
#database.drop(columns=database.columns[11:], axis= 0 , inplace= True)
database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[1:])
print(database)
column_names = database.columns[1:]
#print(database[column_name])
#database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[12:])
x = database.iloc[:,1:].astype('float64')
for i in range(len(column_names)):
    #print(x.iloc[:,i])
    x.iloc[:,i]/=np.max(x.iloc[:,i])
#x = x.dropna()
for j in range(len(column_names)): print(column_names[j])
y = database['Rating band (N)'].astype('float64')
#x = np.array(x).reshape(( len(x),1))
cross_validation = KFold(n_splits=10, shuffle=True, random_state=0)
model = ExtraTreesClassifier(n_estimators=20)
CV_prediction = cross_val_predict(model, x, y, cv=cross_validation)
scatter_hist_plot(y, CV_prediction,fname
'results/database_5/R_band_N_all_parameters_Classifier.png')
model.fit(x, y)
importance = model.feature_importances_
importance = importance/importance.max()
y = np.array(y).reshape(( len(y),1))
res = np.concatenate((y,np.reshape(CV_prediction , (len(CV_prediction),1))), axis = 1)
np.savetxt('results/database_5/R_band_N_all_parameters_Classifier.txt', res)
np.savetxt('results/database_5/R_band_N_all_parameters_feature_importance_Classifier.txt',
np.reshape(importance , (len(importance),1)))
#print('ExtraTrees = ',cv_score)
#plt.savefig(column+'.png', dpi = 300)
plt.show()

```

Prediction by major parameters¶

```

database = pd.read_table('database_5.txt')
#database.drop(columns=database.columns[11:], axis= 0 , inplace= True)
database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[7:])
column_names = database.columns[7:]
#print(database[column_name])

```

```

#database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[12:])
#x = database.iloc[:,10:].astype('float64')
y = database['ESG Rank'].astype('float64')
#x = x.dropna()
for j in range(len(column_names)-1,-1,-1):

    if column_names[j]=='E Rank'or column_names[j]=='S Rank'or column_names[j]=='G Rank':
        print(column_names[j])
    else:
        #print(column_names[j])
        database.pop(column_names[j])
x = database.iloc[:,7:].astype('float64')
#x = np.array(x).reshape(( len(x),1))
cross_validation = KFold(n_splits=10, shuffle=True, random_state=0)
model = ExtraTreesRegressor(n_estimators=20)
CV_prediction = cross_val_predict(model, x, y, cv=cross_validation)
scatter_hist_plot(y, CV_prediction,fname = 'results/database_5/___major_parameters.png')
model.fit(x, y)
importance = model.feature_importances_
importance = importance/importance.max()
y = np.array(y).reshape(( len(y),1))
res = np.concatenate((y,np.reshape(CV_prediction , (len(CV_prediction),1))), axis = 1)
np.savetxt('results/database_5/___major_parameters.txt', res)
np.savetxt('results/database_5/___major_parameters_feature_importance.txt',
np.reshape(importance , (len(importance),1)))
#print('ExtraTrees = ',cv_score)
#plt.savefig(column+'.png', dpi = 300)
plt.show()

```

Different ML algorithms

Random forest

```

database = pd.read_table('database_5.txt')
#database.drop(columns=database.columns[11:], axis= 0 , inplace= True)
database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[7:])
print(database)
column_names = database.columns[7:]
#print(database[column_name])
#database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[12:])
x = database.iloc[:,7:].astype('float64')
#x = x.dropna()
for j in range(len(column_names)): print(column_names[j])
y = database['ESG Rank'].astype('float64')
#x = np.array(x).reshape(( len(x),1))
cross_validation = KFold(n_splits=10, shuffle=True, random_state=0)
model = RandomForestRegressor(n_estimators=20)
CV_prediction = cross_val_predict(model, x, y, cv=cross_validation)
scatter_hist_plot(y, CV_prediction,fname = 'results/database_5/_Algo_test_RandomForest.png')
model.fit(x, y)
importance = model.feature_importances_
importance = importance/importance.max()
y = np.array(y).reshape(( len(y),1))
res = np.concatenate((y,np.reshape(CV_prediction , (len(CV_prediction),1))), axis = 1)

```

```

np.savetxt('results/database_5/_Algo_test_RandomForest.txt', res)
np.savetxt('results/database_5/_Algo_test_RandomForest_feature_importance.txt',
np.reshape(importance , (len(importance),1)))
#print('ExtraTrees = ',cv_score)
#plt.savefig(column+'.png', dpi = 300)
plt.show()
# Linear regression
database = pd.read_table('database_5.txt')
#database.drop(columns=database.columns[11:], axis= 0 , inplace= True)
database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[7:])
#print(database)
column_names = database.columns[7:]
#print(database[column_name])
#database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[12:])
x = database.iloc[:,7:].astype('float64')
#x = x.dropna()
for j in range(len(column_names)): print(column_names[j])
y = database['ESG Rank'].astype('float64')
#x = np.array(x).reshape(( len(x),1))
cross_validation = KFold(n_splits=10, shuffle=True, random_state=0)
model = LinearRegression()
CV_prediction = cross_val_predict(model, x, y, cv=cross_validation)
scatter_hist_plot(y, CV_prediction, fname
'results/database_5/_Algo_test_LinearRegression.png')
model.fit(x, y)
#importance = model.feature_importances_
#importance = importance/importance.max()
y = np.array(y).reshape(( len(y),1))
res = np.concatenate((y,np.reshape(CV_prediction , (len(CV_prediction),1))), axis = 1)
np.savetxt('results/database_5/_Algo_test_LinearRegression.txt', res)
#np.savetxt('results/database_4/_Algo_test_LinearRegression_feature_importance.txt',
np.reshape(importance , (len(importance),1)))
#print('ExtraTrees = ',cv_score)
#plt.savefig(column+'.png', dpi = 300)
plt.show()
# Gradient Boosting
database = pd.read_table('database_5.txt')
#database.drop(columns=database.columns[11:], axis= 0 , inplace= True)
database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[11:])
#print(database)
column_names = database.columns[7:]
#print(database[column_name])
#database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[12:])
x = database.iloc[:,7:].astype('float64')
#x = x.dropna()
for j in range(len(column_names)): print(column_names[j])
y = database['ESG Rank'].astype('float64')
#x = np.array(x).reshape(( len(x),1))
cross_validation = KFold(n_splits=10, shuffle=True, random_state=0)
model = GradientBoostingRegressor()
CV_prediction = cross_val_predict(model, x, y, cv=cross_validation)

```

```

scatter_hist_plot(y, CV_prediction, fname
'results/database_5/_Algo_test_GradientBoostingRegressor.png')
model.fit(x, y)
importance = model.feature_importances_
importance = importance/importance.max()
y = np.array(y).reshape(( len(y),1))
res = np.concatenate((y,np.reshape(CV_prediction , (len(CV_prediction),1))), axis = 1)
np.savetxt('results/database_5/_Algo_test_GradientBoostingRegressor.txt', res)
np.savetxt('results/database_5/_Algo_test_GradientBoostingRegressor_feature_importance.txt',
np.reshape(importance , (len(importance),1)))
#print('Extra Trees = ',cv_score)
#plt.savefig(column+'.png', dpi = 300)
plt.show()

# Ridge
database = pd.read_table('database_5.txt')
#database.drop(columns=database.columns[11:], axis= 0 , inplace= True)
database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[7:])
#print(database)
column_names = database.columns[7:]
#print(database[column_name])
#database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[12:])
x = database.iloc[:,7:].astype('float64')
#x = x.dropna()
for j in range(len(column_names)): print(column_names[j])
y = database['ESG Rank'].astype('float64')
#x = np.array(x).reshape(( len(x),1))
cross_validation = KFold(n_splits=10, shuffle=True, random_state=0)
model = Ridge()
CV_prediction = cross_val_predict(model, x, y, cv=cross_validation)
scatter_hist_plot(y, CV_prediction, fname = 'results/database_5/_Algo_test_Ridge.png')
model.fit(x, y)
#importance = model.feature_importances_
#importance = importance/importance.max()
y = np.array(y).reshape(( len(y),1))
res = np.concatenate((y,np.reshape(CV_prediction , (len(CV_prediction),1))), axis = 1)
np.savetxt('results/database_5/_Algo_test_Ridge.txt', res)
#np.savetxt('results/database_4/_Algo_test_Ridge_feature_importance.txt',
np.reshape(importance , (len(importance),1)))
#print('Extra Tree = ',cv_score)
#plt.savefig(column+'.png', dpi = 300)
plt.show()

# LassoCV
database = pd.read_table('database_5.txt')
#database.drop(columns=database.columns[11:], axis= 0 , inplace= True)
database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[7:])
#print(database)
column_names = database.columns[7:]
#print(database[column_name])
#database = database.dropna(axis='index', how='any', subset=database.columns[12:])
x = database.iloc[:,7:].astype('float64')

```

```
#x = x.dropna()
for j in range(len(column_names)): print(column_names[j])
y = database['ESG Rank'].astype('float64')
#x = np.array(x).reshape(( len(x),1))
cross_validation = KFold(n_splits=10, shuffle=True, random_state=0)
model = LassoCV()
CV_prediction = cross_val_predict(model, x, y, cv=cross_validation)
scatter_hist_plot(y, CV_prediction, fname = 'results/database_5/_Algo_test_LassoCV.png')
model.fit(x, y)
#importance = model.feature_importances_
#importance = importance/importance.max()
y = np.array(y).reshape(( len(y),1))
res = np.concatenate((y,np.reshape(CV_prediction , (len(CV_prediction),1))), axis = 1)
np.savetxt('results/database_5/_Algo_test_LassoCV.txt', res)
#np.savetxt('results/database_4/_Algo_test_Ridge_feature_importance.txt',
np.reshape(importance , (len(importance),1)))
#print('Extra Trees = ',cv_score)
#plt.savefig(column+'.png', dpi = 300)
plt.show
```

Приложение Б

(информационное)

Таблица Б.1 - Финансовые и нефинансовые факторы

Корпорация	Промышленность	Рейтинг ESG	E	S	G	Range	Диапазон рейтинга (N)	Оценка за последний отчетный	водопотребление	биоразнообразие	Энергосбережение	Природные ресурсы	Управление отходами и	Введение загрязняющих	Загрязнение	выбросы	Возобновляемая энергия	Изменение климата	Общий риск (управление)	E
НЛМК	Металлургия и горнодобывающая промышленность	1	2	2	25	AA	2	2021	3	2,5	3	8,5	0,5	3	3,5	3	0	3	2	17
«Полюс»	Металлургия и горнодобывающая промышленность	2	1	12	32	AA	2	2021	3	2,75	2,75	8,5	2,25	2,75	5	3	1,5	4,5	1,5	19,5
ПАО «Уралкалий»	Химикалии	3	6	1	6	A	3	2021	3	1,5	1	5,5	2,25	2,75	5	3	2	5	3	18,5
EL5-Energo (ex. ПАО «Энел Россия»)	Энергия	4	9	7	2	A	3	2021	2,25	1	3	6,25	3	2,75	5,75	2,75	3	5,8	3	20,75
Полиметалл	Металлургия и горнодобывающая промышленность	5	4	4	15	A	3	2021	2,75	1,5	1,5	5,75	2	2	4	2	1,5	3,5	3	16,25
Фосагро	Химикалии	6	8	9	5	A	3	2021	2,25	2,25	2	6,5	2,25	2,25	4,5	3	1,5	4,5	3	18,5
«Норникель»	Металлургия и горнодобывающая промышленность	8	12	16	4	A	3	2021	2	1,5	2,25	5,75	2	3	5	3	2,5	5,5	0,5	16,75
«Северсталь»	Металлургия и горнодобывающая промышленность	9	7	8	24	A	3	2021	3	2,5	2	7,5	2	3	5	3	1	4	3	19,5
ЛУКОЙЛ	Нефть и газ	10	11	11	13	A	3	2021	2	1,5	2,75	6,25	2	2	4	2	2,75	4,8	3	18
МТС	Телекоммуникации	11	40	3	3	A	3	2021	2,75	2,75	2,25	7,75	2	3	5	3	2	5	1,5	19,25
Татнефть	Нефть и газ	13	17	10	8	A	3	2021	3	2	2,25	7,25	2	2	4	2	3	5	2,5	18,75
РУСАЛ	Металлургия и горнодобывающая промышленность	16	23	15	23	BВВ	4	2021	2,25	1,5	2	5,75	2	2	4	2	0,5	2,5	3	15,25
НОВАТЭК	Нефть и газ	17	18	6	66	BВВ	4	2021	1,5	2,25	1	4,75	2,25	2,25	4,5	2,25	1	3,3	3	15,5

Продолжение таблицы Б.1

ПАО «НК «Роснефть»	Нефть и газ	18	13	28	34	ВВВ	4	2021	2,75	2,25	2	7	2	3	5	3	1	4	0,5	16,5
ММК	Металлургия и горнодобывающая промышленность	19	28	21	####	ВВВ	4	2020	2	2	2	6	2	4	2	0	2	3	15	
Ростелеком	Телекоммуникации	20	19	24	52	ВВВ	4	2020	2	1	2	5	2	2,25	4,25	2,25	2,25	4,5	1,5	15,25
ЕВРАЗ	Металлургия и горнодобывающая промышленность	21	22	38	17	ВВВ	4	2021	2,25	1,75	2,75	6,75	2	2	4	2	0,5	2,5	1,5	14,75
Газпромнефть	Нефть и газ	23	29	20	31	ВВВ	4	2020	3	1,5	2	6,5	2	2	4	2	1,5	3,5	2,5	16,5
Сбер	Финансы	24	38	25	29	ВВВ	4	2020	3	2	3	8	2	2,75	4,75	2,75	2	4,8	2	19,5
Группа «УРАЛХИМ»	Химикалии	25	26	18	58	ВВВ	4	2021	2	2	2,25	6,25	2,25	2,25	4,5	2,25	0	2,3	3	16
Segezha Group	Бумага и лесная продукция	26	21	46	44	ВВВ	4	2020	2	2	2	6	3	0	3	0	1	1	2	12
«Сахалин Энерджи»	Нефть и газ	27	25	22	61	ВВВ	4	2021	2	2,25	1,5	5,75	3	2	5	2	1	3	2,5	16,25
РусГидро	Энергия	28	10	52	53-54	ВВВ	4	2021	2,25	2,25	2,75	7,25	2	2	4	2	3	5	0	16,25
Юнипро	Энергия	30	47	41	7	ВВВ	4	2020	2	1	3	6	2	2	4	2	1	3	2,5	15,5
АЛРОСА (АЛРОСА)	Металлургия и горнодобывающая промышленность	32	41	27	35	ВВВ	4	2021	2	1	2,25	5,25	2	3	5	3	2	5	1,5	16,75
Группа Газпром	Нефть и газ	35	15	45	80	ВВВ	4		2	3	2	7	2	3	5	3	1,5	4,5	3	19,5
Пао «Россети»	Энергия	36	27	37	47	ВВВ	4	2021	2	2	2	6	2	2,25	4,25	2	0	2	3	15,25
«ВымпелКом»	Телекоммуникации	37	45	17	71	ВВВ	4	2021	3	1	2	6	2,25	2,75	5	2,75	1	3,8	2,5	17,25
«Группа ЛСР»	Строительство	38	54	33	27	Вв	5	2021	1	1	1,75	3,75	1,5	1,5	3	1,5	0	1,5	0	8,25
Группа ВТБ	Финансы	40	57	40	33	Вв	5	2020	2,25	1	1,5	4,75	1,5	2	3,5	2	0	2	0	10,25
X5 Retail Group	Розничный	41	30	55	43	Вв	5	2021	2	0,5	2	4,5	2	2,25	4,25	2,25	2,25	4,5	2,5	15,75
Группа компаний «Эн+»	Металлургия и горнодобывающая промышленность	42	33	49	38	Вв	5	2021	2	0,5	2,75	5,25	2	2	4	2	2	4	2,5	15,75
Аэрофлот	Транспорт	43	49	23	81	Вв	5	2021	2	1	2	5	2,75	2,25	5	2,25	0	2,3	2,5	14,75
Магнит	Розничный	44	52	32	72	Вв	5	2021	2,75	0,5	2	5,25	2,25	2,75	5	2,75	0	2,8	2	15
Шины Nokian	Химический	46	43	42	59	Вв	5	2020	1	1	2	4	2	2	4	2	1	3	2,5	13,5
Камаз	Промышленность	47	48	44	63	Вв	5	2020	2	1	2,25	5,25	2	2	4	2	0	2	2,5	13,75

Продолжение таблицы Б.1

Металлоинвест	Металлургия и горнодобывающая промышленность	48	37	29	102	Вв	5	2021	2,75	3	2	7,75	2,75	2	4,75	2	1,5	3,5	2,5	18,5
ТМК	Металлургия и горнодобывающая промышленность	51	56	61	30	Вв	5	2020	2,75	1	2	5,75	2,75	2,75	5,5	2,75	0	2,8	0	14
Росатом	Энергия	52	36	34	107	Вв	5	2021	2,75	2,25	2	7	2,75	2	4,75	2	3	5	2,5	19,25
Селигдар	Металлургия и горнодобывающая промышленность	53	74	48	22	Вв	5	2021	2	1	1	4	1	2	3	2	1	3	1	11
Детский мир	Розничный	54	58	62	51	Вв	5	2020	2	1	2,25	5,25	1,5	2	3,5	2	0	2	0	10,75
ПАО «ТрансКонтейнер»	Транспорт	55	96	43	42	Вв	5	2020	2,25	1	2,75	6	2	2	4	2	0	2	0	12
Газпромбанк	Финансы	56	53	68	67	Вв	5	2020	2	0,5	2	4,5	2	2,75	4,75	2,75	1	3,8	2	15
Nordgold	Металлургия и горнодобывающая промышленность	57	61	57	46	Вв	5	2020	1,5	1	2	4,5	2	2	4	2	1	3	0	11,5
Банк «Открытие ФК»	Финансы	59	63	66	65	Вв	5	2021	1,5	0	2	3,5	2	2	4	2	1	3	0	10,5
Совкомбанк	Финансы	60	83	39	85	Вв	5	2021	2,25	1	2	5,25	2	2,75	4,75	2,75	1	3,8	1	14,75
Акрон	Химикалии	61	71	56	49	Вв	5	2020	2,25	1	2	5,25	2	2	4	2	1	3	1	13,25
Свеза	Бумага и лесная продукция	62	59	30	109	Вв	5	2020	2	1	2	5	1,5	2	3,5	2	0	2	0	10,5
АО «Зарубежнефть»	Нефть и газ	63	46	72	83	Вв	5	2020	2	1	3	6	2	2,75	4,75	2,75	1,5	4,3	2,5	17,5
Глобалтранс	Транспорт	64	84	97	20	Вв	5	2020	2	1	2	5	2	2	4	2	0	2	1	12
Группа компаний ПИК	Строительство	65	62	78	69	Вв	5	2020	2	0	2	4	2	2,75	4,75	2,75	1	3,8	2,5	15
Кинросс Голд (Россия)	Металлургия и горнодобывающая промышленность	67	51	81	82	В	6	2020	2	2,75	2	6,75	2,75	2,25	5	2,25	2	4,3	2,5	18,5
М Видео	Розничный	69	82	100	28	В	6	2020	2,25	1	2,25	5,5	2	2,25	4,25	2,25	0	2,3	2	14
Мегафон	Телекоммуникации	71	108	75	60	В	6	2020	1	1	2,25	4,25	2	0,5	2,5	0,5	1	1,5	1	9,25
ВКонтакте (Mail.ru)	Информационные технологии	72	65	76	90	В	6	2020	2	0	2	4	2,75	2	4,75	2	1	3	1	12,75
Проктер энд Гэмбл	Химикалии	73	72	74	62	В	6	2020	2	2	2,75	6,75	2	2,75	4,75	2,75	0	2,8	1	15,25
ЮПМ Чудово	Бумага и лесная продукция	74	89	91	26	В	6	2020	2	3	2	7	3	2	5	2	1	3	2	17
УК «Кузбассразрезуголь»	Металлургия и горнодобывающая промышленность	76	35	82	115	В	6	2020	3	2	2	7	2	3	5	3	0	3	0	15

Продолжение таблицы Б.1

ЮниКредит Банк	Финансы	78	116	101	64	В	6	2020	0,5	0,5	1	2	1	1	2	1	1	2	1	7
ПАО «Совкомфлот»	Транспорт	79	69	63	105	В	6	2020	0	0	2,25	2,25	1,5	3	4,5	3	0	3	1	10,75
Сургутнефтегаз	Нефть и газ	81	32	116	108	В	6	2020	2	2	2	6	2	3	5	3	2	5	2	18
«Русагро»	Продукты питания	82	68	83	89	В	6	2021	2	0	2	4	2,25	2,25	4,5	2,25	0	2,3	1	11,75
Росбанк	Финансы	83	99	121	41	В	6	2020	2	2	2	6	2	2	4	2	0	2	0	12
Глобальные порты	Транспорт	84	129	79	53-54	В	6	2020	1	0	2	3	1	0	1	0	0	0	0	4
Тинькофф Банк	Финансы	87	92	93	76	В	6	2020	1	0	2	3	2	2	4	2	1	3	2	12
Лента	Розничный	88	95	99	70	В	6	2020	2	0	2	4	2	0	2	0	1	1	1	8
Райффайзенбанк	Финансы	89	75	77	112	В	6	2021	2,75	0	2	4,75	2	2,75	4,75	2,75	0	2,8	0	12,25
Хенкель	Химикалии	90	93	117	45	В	6	2020	1	0	2	3	2	2	4	3	2,25	5,3	2	14,25
ТНС Энерго	Энергия	91	115	111	36	В	6	2020	0,5	0,5	1	2	2	1	3	1	1	2	1	8
Илим	Бумажная и лесная продукция	93	91	87	84	В	6	2020	2	2	2	6	2	2	4	2	0	2	2	14
Россельхозбанк	Финансы	96	105	106	74	В	6	2020	1	1	2,25	4,25	2	0,5	2,5	0,5	1	1,5	1	9,25
СИБУР Холдинг	Химикалии	98	80	103	97	В	6	2021	2,25	2	2,25	6,5	2	2,25	4,25	2,25	0	2,3	2,25	15,25
FESCO	Транспорт	99	130	109	68	В	6	2020	1	0	2	3	1	1	2	1	0	1	0,5	6,5
Тольяттиазот	Химикалии	102	98	58	130	ССС	7	2020	2	1	3	6	2	1,75	3,75	1,75	0	1,8	1	12,5
Ситибанк	Финансы	103	125	104	92	ССС	7	2020	1	1	2	4	2	2	4	2	1	3	0	11
Хайленд Голд Майнинг	Металлургия и горнодобывающая промышленность	107	109	102	91	ССС	7	2020	1	0	0	1	2	1	3	1	1	2	2	8
Каустик	Химикалии	108	121	95	96	ССС	7	2020	2	1	1	4	2,25	2	4,25	2	0	2	1	11,25
Группа компаний «О'Кей»	Розничный	110	158	60	129	ССС	7	2021	0,5	0,5	0,5	1,5	0,5	0,5	1	0,5	0	0,5	0	3
ОАО «Иркутская нефтяная компания»	Нефть и газ	112	76	85	136	ССС	7	2020	2,25	2	2	6,25	1	0	1	0	1	1	2	10,25
Ютэйр	Транспорт	113	113	128	86	ССС	7	2020	0	0	2	2	2	1	3	1	0	1	0	6
Башкирская содовая компания	Химикалии	114	111	80	121	ССС	7	2020	2	1	1	4	2	2	4	2	1	3	1	12
АМЕТ	Металлургия и горнодобывающая промышленность	116	117	118	99	ССС	7	2020	0	0	1,5	1,5	2	1	3	1	0	1	0	5,5
Quadra – Энергетика	Энергия	118	133	119	94	ССС	7	2020	1	0	2	3	1	2	3	2	0	2	0,5	8,5

Продолжение таблицы Б.1

РуссНефть	Нефть и газ	120	135	130	101	ССС	7	2020	1	0	0	1	1	1	2	1	0	1	0	4
«Мечел»	Металлургия и горнодобывающая промышленность	121	155	133	87	ССС	7	2020	2	2	2	6	2	2	4	2	0	2	0	12
«Казаньоргсинтез»	Химикалии	122	103	141	117	ССС	7	2020	2	0	2,25	4,25	2	2	4	2	0	2	0	10,25
ОАК	Диверсифицированные отрасли промышленности	125	151	108	128	КУБОВЫЙ	8	2020	1	0	1	2	0	2,5	2,5	2,25	0	2,3	0	6,75
Ямал СПГ	Нефть и газ	127	123	142	116	КУБОВЫЙ	8	2020	1	1	1	3	1	2	3	2	0	2	1	9
РусВинил	Химикалии	129	114	124	133	КУБОВЫЙ	8	2020	0,5	1	1	2,5	1	1	2	1	0	1	0,5	6
Т Плюс	Энергия	131	128	136	123	КУБОВЫЙ	8	2020	2,25	1	1	4,25	0	2,75	2,75	2	1	3	0	10
ТГК-2	Энергия	134	141	132	122	КУБОВЫЙ	8	2020	1	0	1	2	1	1	2	1	0	1	0	5
ОАО «НГК «Славнефть»	Нефть и газ	135	143	154	113	КУБОВЫЙ	8	2020	1	0	1	2	1	1	2	1	0	1	0	5
ООО «Стройсервис»	Металлургия и горнодобывающая промышленность	139	107	113	149	КУБОВЫЙ	8	2020	1	1	0	2	2	1	3	1	1	2	1	8
Прийск Соловьевский	Металлургия и горнодобывающая промышленность	142	134	151	131	КУБОВЫЙ	8	2020	0	1	1	2	1	0	1	0	0	0	0	3
АО «Южуралзолото Группа Компаний»	Металлургия и горнодобывающая промышленность	148	138	147	146	КУБОВЫЙ	8	2020	1	0	0	1	0	1	1	1	0	1	0	3
Группа Полипластик	Химикалии	152	144	137	154-156	КУБОВЫЙ	8	2020	1	0	1	2	1	1	2	1	0	1	0	5
«Щекиноазот»	Химикалии	155	154	149	148	С	9	2020	1	1	1	3	1,5	1,5	3	1	0	1	0	7
ЧАО «КОКК»	Металлургия и горнодобывающая промышленность	158	159	152	152	С	9	2020	0	0,5	0,5	1	0,5	0,5	1	0,5	0	0,5	0	2,5
Группа компаний «Титан»	Бумага и лесная продукция	159	152	156	154-156	С	9	2020	0	1	1	2	0	0	0	0	0	0	0	2
Минудобрения	Химикалии	160	160	160	160	С	9	2021	0,5	0	0	0,5	0,5	0,5	1	0	0	0	0	1,5

Таблица Б.2 – Финансовые и нефинансовые факторы

Корпорация	Трудовая производительность	Охрана труда	Привлечение и удержание	Разнообразие	HRM	Социальные льготы	Инвестиции в месяце	Права человека	KCO	C	Разнообразие доходов	структура управления	Структура персонала	Деловая этика	G	количество акций в обращении	цена акции	валют	Рыночная капитализация	Выручка	ЕБИТ	АТА	Чистые денежные средства	АТС	ДПС	EPS	Рентабельность прибыли	рентабельности активов	FL	
НЛМК	3	3	3	3	12	3	2	3	8	20	1	2	3	6,5	3	9,5	5993227,000	215,440	\$	1291,181	16196,000	6334,000	11011,500	5541,000	5591,500	0,566	0,840	0,391	0,575	1,969
«Полнос»	2,25	3	2	3	10,25	3	2	3	8	18,25	1	2	3	6,5	3	9,5	135537300,000	13,082	₽	17730,990	364,216	269,512	567007,000	163,717	220318,000	162,980	1237,000	0,740	0,000	2,574
ПАО «Уралкалий»	1	3	3	3	10	2	3	3	8	18	1,5	3	2	6,5	3	9,5	106000000,000	199,000	\$	210940,000	305275,000	156798,000	259307,950	52130,000	100736,500	0,000	64,150	0,514	0,060	25,741
EL5-Energo	2	3	2,25	2,25	9,75	0,5	1,75	3	5,25	15	2	3	0,5	5,5	3	8,5	35371898370,000	0,862	₽	30476,428	48248,900	3290,600	84128,750	10218,300	41729,950	0,000	0,074	0,068	0,039	2,016
Полиметалл	2	3	3	3	11	0,5	2	3	5,5	16,5	2,5	3	2,25	7,5	3	10,75	473626239,000	1311,000	\$	620923,999	2890,000	1161,000	4771,000	417,000	2081,500	0,510	1,910	0,402	0,243	2,292
Фосагро	3	3	2	1,5	19,5	3	2,75	2,5	8,5	27,75	3	3	3	9	3	12	129500000,000	131,053	₽	16971,364	420488,000	16005,000	362732,500	21710,000	136129,500	390,000	1002,000	0,381	0,441	2,665
«Норникель»	2	2	2	1	7	3	2	3	8	15	3	3	3	9	3	12	155502830,000	2138,2460	\$	332503,3042	17103,000	9285,000	22071,500	55547,000	25771,500	20,180	41,900	0,543	0,421	0,856
«Северсталь»	1	3	3	2	9	2,25	2,75	3	8,5	17,5	2	3	3	8	3	11	834000000,000	1599,200	\$	133373,2800	11364,000	5027,000	8032,000	3476,500	0,540	4,880	0,442	0,626	2,310	
ЛУКОЙЛ	2,25	3	2	2	9,25	2,25	2,5	2,5	6,75	16	2	3	2	7	3	10	650344000,000	89,800	₽	58400,891	943551,43,000	99669,64,000	642816,4,000	667748,2,000	432697,5,000	340,000	11855,600	0,106	1,551	1,486
МТС	2,5	3	3	3	11,5	3	2	3	8	19,5	2	3	0,5	5,5	2	7,5	1701785,000	298,000	₽	507,132	534403,000	79202,000	967555,500	-116432,000	170647,000	37,060	32,710	0,148	0,082	5,670
Татнефть	3	3	0,5	3	9,5	2,75	1,5	3	7,25	16,75	3	3	3	9	3	12	1998381575,000	298,600	₽	596716,738	373326,442,000	71643,120,000	893281,182,500	22443,000	101924,036,000	28,000	30,000	0,192	0,080	8,764
РУСАЛ	2,5	2	3	3	10,5	2	2,5	2,5	6,5	17	3	3	2,5	8,5	3	11,5	15193014862,000	3,900	\$	59252,758	13974,000	2166,000	22768,500	3193,000	58915,500	0,020	0,118	0,155	0,095	0,386
НОВАТЭК	3	2	3	3	11	2,25	2,25	3	7,25	18,25	0	2,5	0,5	3	1,5	4,5	10593682000,000	1652,340	₽	175043,64,516	113520,6,000	50120,4,000	225842,1,000	45920,000	177494,8,000	51,410	144,200	0,442	0,222	1,272

Продолжение таблицы Б.2

ПАО «НК «Роснефть»	2	2	2	3	9	2	2	2	6,5	15,5	0,5	2,5	1	4	3	7	95000000,000	598,800	₽	568860,000	8761,000	1252,000	15905,000	659,000	5980,500	18,070	92,950	0,143	0,079	2,659
ММК	3	3	2	3	11	2,25	2,75	2,55	7,5	18,5	2,25	3,5	7,5	1,25	8,75	1117433000,000	11,670	₽	130404,431	11869,000	3985,000	8603,500	-1423,000	5465,500	2663,000	0,279	0,036	0,043	1,574	
Ростелеком	3	3	2	3	11	2,25	2,25	2,25	6,75	17,75	0,55	3,5	1,45	1,25	5,75	3344706954,000	86,840	₽	290454,352	580092,000	40816,000	105150,050	49570,000	222575,500	5,020	8,500	0,070	0,039	4,724	
ЕВРАЗ	1,5	2	3	3	9,5	0,5	1,5	2,5	4,5	14,5	0,5	1,5	1,5	2,5	3,5	1,465	66,020	₽	0,000	13224,000	4371,000	9282,000	1027,000	1577,000	1,250	2,080	0,031	0,047	5,886	
Газпромнефть	2,5	3	3	3	11,5	3	2	2	7	18,5	1,5	3,5	3,5	7,5	3	10,5	474100000,000	544,800	₽	2582896,800	3068442,000	663296,700	4609823,500	573421,000	221636,000	40,000	106,710	0,021	0,014	2,080
Сбер	2,5	1,5	3	3	10	2,25	1,5	2,5	6,25	16,25	2,5	3,5	2,7	3	10	215000000,000	293,500	₽	631025,000	1759,400	564,700	21310,350		5729,650	19,660	57,000	0,032	0,026	3,719	
Группа «УРАЛХИМ»	1,5	2,25	3	2,5	9,25	2	2	2	5,5	15,75	1,5	0,5	2,5	3,5	2,5	106000000,000	119,000	₽	126140,000	3401,842	2135,743	46696,849	701678,000	1360,801	0,000	0,890	0,068	0,046	34,316	
Segezha Group	1,5	3	0,5	0,5	5,5	2	1,5	2,5	6	11,5	3	1,5	2,5	6,5	3,5	152702200,000	11,090	₽	169346,740	92442,267	20351,332	149363,383	12633,670	27529,840	0,432	1,090	0,020	0,013	5,426	
«Сахалин Энерджи»	1,5	1,5	3	0,5	6,5	2	2,75	3	7,75	14,25	1	0,3	4	2	6	74329200,000	3,650	₽	2713,016	10886,000	257,000	35473,500	30551,000	6258,000	0,000	-0,003	0,024	0,007	5,669	
РусГидро	3	2,25	3	3	11,25	2	1	0,5	3,5	14,75	3	1,2	6	2	8	43543700000,000	0,741	₽	322658,817	406033,000	54904,000	936261,000	59806,000	619146,500	0,053	0,095	0,013	0,005	1,512	
Юнипро	3	2	3	0,5	8,5	2	3	1	6	14,5	3	2	3	8	1	9	63048706145,000	2,612	₽	164683,220	88129,314	10292,496	131359,609	29,737	114598,755	0,127	0,130	0,011	0,007	1,146
АЛРОСА (АЛРОСА)	2,5	2,75	3	3	11,25	1	2,25	2,25	5,25	16,5	1,25	2,5	3,5	6,5	3,5	7211092734,000	122,720	₽	884945,300	326973,000	116663,000	2806302,000	29534,000	244286,500	8,790	12,610	0,037	0,042	11,488	
Газпром	2,5	2,5	2,5	0,5	7,5	2,5	2,75	1,5	7	14,5	0,5	0,5	3,5	3,5	1,4	32519400000,000	342,470	₽	111369189,180	10241353,000	270472,300	25199707,500	1473,249	15835655,500	12,550	88,070	0,026	0,011	1,591	
Пао «Россети»	2,25	2,75	3	3	11,75	2,75	2,75	2,55	8	19	3	1,2	6	2	8	95785923138,000	1,116	₽	106897,090	550351,512	-882,801	1606,216	55082,653	6439,804	0,000	Пао «Россети»	2,25	2,75	3	
«Вымпел Ком»	2	3	3	3	11	2	3	2	7	18	1	0,5	1,5	1,5	3	51281022000,000	103,460	₽	5305534,536	286237,218	39663,658	440115,899	267,592	59725,442	58,760	0,085	0,013	0,009	7,369	
«Группа ЛСР»	1	1,5	2,75	3	8,25	2,75	2,75	2,55	8	16,25	2,25	2,2	6	2	8	95217530,000	609,000	₽	57987,476	130515,000	23276,000	14294715,500	55472,000	92367,500	39,090	170,830	0,017	0,002	154,759	
Группа ВТБ	2	2	3	0,5	7,5	2	3	1	6	13,5	1,25	2,3	6,5	2	8,5	1491584347,000	0,037	₽	55,189	112860,000	39790,000	22641650,000	1228800000,000	187660,000	0,001	0,023	0,035	0,018	12,065	

Продолжение таблицы Б.2																														
X5 Retail Group	3	2	3	3	11	1,5	3	0,5	5	16	2	1	3	6	3	9	67888116,000	1957,000	₽	132857,043	2204819,000	60742,000	1229988,500	26062,000	91235,500	294,600	629,550	0,028	0,049	13,481
Группа компаний «Эн+»	2	2,75	2,75	3	10,5	2	1,5	2,5	6	16,5	2	2	3	7	3	10	5502337774,000	878,000	\$	4831052,566	14126,000	4138,000	24359,000	2328,000	8188,000	0,000	4,264	0,293	0,170	2,975
Аэрофлот	2	2	3	3	10	2	2	3	7	17	0,5	0	3	3,5	2	5,5	23966670000,000	58,980	₽	14135541,966	491733,000	-42494,000	5011094,000	74180,000	-790892,000	0,000	-14,200	-0,086	-0,008	-6,336
Магнит	2	2,75	2,75	3	10,5	2	2	2,5	6,5	17	1	0	2	3	2,5	5,5	97838000,000	443,500	₽	43391,153	18566078,955	62599,719	1077417,919	73398,661	986372,052	294,370	491,690	0,003	0,058	1,092
Шины Nokian	3	2	1	3	9	0,5	1	3	4,5	13,5	3	1,5	3	7,5	2	9,5	138224000,000	33,230	€	4593,184	1714,100	258,200	2360,125	385,900	8574,450	1,320	1,490	0,151	0,109	0,275
Камаз	3	2	2,5	0,5	8	2	2,75	2,5	6,75	14,5	1	2	3	6	2	8	707230000,000	104,600	₽	73976,258	213341,000	2919,000	1147257,000	10899,000	294492,000	0,000	4,666	0,014	0,003	3,896
Металлонвест	3	2	3	3	11	2,25	2	2	6,5	17,5	0,5	0	2,5	3	3	6	74917060000,000	0,050	\$	3745,853	10046,795	5079,659	5961,319	409,780	1307,672	0,049	0,055	0,506	0,852	4,559
ТМК	2,75	2	2	0	6,75	0,5	2	0,5	3	9,75	3	2	1	6	2	8	1033135000,000	72,560	₽	74964,276	428981,000	11609,000	556871,500	-85904,000	60828,000	9,670	6,750	0,027	0,021	9,155
Росатом	2	2,75	2,75	0,5	8	2	2	2,5	6,5	14,5	0,5	1,5	3	2	5	1231721000,000	1198,000	₽	1475601,758	1083492,000	279413,000	3902117,000	214651,000	2596013,500	6,050	0,037	0,258	0,072	1,503	
Селигдар	2	2	2,75	3	9,75	2,75	1,5	2,5	6,75	16,5	3	2	2	7	2	9	846053000,000	58,210	₽	49248,745	35615,505	11664,286	48656,896	650,406	27280,742	0,427	11,910	0,328	0,240	1,784
Детский мир	2,75	3	2	0	7,75	3	2	0	5	12,75	3	3	1	7	1	8	734561783,000	124,980	₽	91805,532	142882,000	8058,000	94827,500	1826,000	-2149,500	5,080	9,190	0,056	0,085	-44,116
ПАО «Трансконтейнер»	3	2,75	1	0	6,75	2	1	1	4	10,75	3	1	3	7	3	10	13894778,000	8595,000	₽	119425,617	103497,000	16220,000	475497,000	8592,000	35472,000	78,400	911,000	0,157	0,034	13,405
Газпромбанк	3	2	2	2	9	1	2	1	4	13	1	2	2	5	1,5	6,5	40600000000,000	1037,750	₽	4213265000,000	69200,000	5600,000	7056,450	943,400	730,750	0,000	14,310	0,081	0,079	9,656
Nordgold	2	2	3	3	10	1	1,5	1	3,5	13,5	3	1,5	3	7,5	2	9,5	336264000,000	3200,000	\$	1076044,800	1861,410	657,932	2973,538		1512,865	551,900	1,690	0,353	0,221	1,966
Банк «Открытие ФК»	3	2	2	2	9	1	2	1	4	13	0	2	1,5	3,5	1,5	5	184500000,000	1514,000	₽	279333,000	121882,000	83259,000	3790996,000	190750,000	534674,500	0,000	19,500	0,683	0,022	7,090
Совкомбанк	2	2	3	2,5	9,5	2	2	1	5	14,5	3	1	2,5	6,5	2	8,5	190000000000,000	73,210	₽	1390990000,000	116093,000	61062,000	8474608,000		215620,500	0,350	2,255	0,526	0,007	39,303
Акрон	2	2	3	3	10	2	1,5	1	4,5	14,5	3	2,5	3	8,5	2	10,5	37739124,000	1226,220	₽	462765,441	119864,000	5410,000	210222,000	15537,000	75384,000	793,980	87,710	0,045	0,026	2,789

Продолжение таблицы Б.2

Свеза	2	2,75	2,75	3	10,5	2	2	2,5	6,5	17	0	1	1	2	2	4	0,000	0,000	Р	0,000	3381,869	346,944	34984,569	128,899	28593,002	0,000	0,000	0,103	0,010	1,224
АО «Зарубежнефть»	2	2	2	2	8	2	2	1	5	13	3	0	2,5	5,5	2	7,5	50729067,000	1000,000	Р	50729,067	24119,165	12105,498	177183,218	14302,773	148194,893	0,000	0,000	0,502	0,068	1,196
Глобалтранс	2	1	1,25	1	5,25	0	1	1	2	7,25	1,5	1,5	2	5	2	7	178700000,000	445,200	Р	79557,240	22327,855	2295,694	47836,570	2225,518	45586,855	46,550	59,200	0,103	0,048	1,049
Группа компаний ПИК	2	2	2,75	2	8,75	2,25	2	2	6,25	15	3	2	2	7	1	8	660497344,000	570,300	Р	376681,635	380161,000	10527,500	560405,500	96527,000	146299,500	22,710	130,780	0,277	0,188	3,831
Кинросс Голд (Россия)	2	2,75	2	2,5	9,25	0,5	2	2	4,5	13,75	0,5	0,5	3	3,5	3	6,5	126000000,000	6,200	\$	7812,000	380161,000	10527,500	82358,000	1960,000	146299,500	0,000	83,550	0,028	0,128	0,563
М Видео	2	2,25	2,25	0	6,5	0	2	1	3	9,5	1,5	2,5	3	6,5	3	9,5	177790000,000	437,700	Р	77818,683	417857,000	8217,000	373166,000	7445,000	32883,000	33,370	36,790	0,020	0,022	11,384
Мегафон	2	2	2	2	8	2	2	1	5	13	1	2	3	6	2	8	1006200000,000	651,000	Р	65503620,000	332159,000	35281,000	3733361,000	346614,000	168836,500	0,000		0,106	0,009	22,112
ВКонтакте (Mail.ru)	2	1	2,25	3	8,25	2	2,75	1	5,75	14	2	1	3	6	2	8	1167883211678,000	328,800	Р	384000000,000	31316,000	5476,000	273063,000	39297,000	183727,500	-95,000	0,175	0,020	1,486	
Проктер энд Гэмбл	2	2	2	2	8	2	1	1	4	12	1	0	3	4	2	6	2487100000,000	153,380	\$	381471,398	70950,000	15834,000	117897,500	16181,000	47228,500	3,028	5,130	0,223	0,134	2,496
ЮПМ Чудово	2	2,75	2	2	8,75	0,5	0	2	2,5	11,25	3,5	2,5	3	8,5	2	10,5	533324000,000	0,010	€	5,333	2673,000	420,000	19941,500	1460,000	11992,500	1,500	0,660	0,157	0,021	1,663
УК «Кузбассерезуголь»	2	2	2	0	6	2	2,25	2	6,25	12,25	0	1	2	3	2	5	611400000,000	0,000	Р	0,000	127468,599	8546,774	128777,363	2268,219	45108,031	4,900	19,900	0,067	0,066	2,855
ЮниКредит Банк	2	2,25	0	2	6,25	2	2	1	5	11,25	1,5	1,5	3	6	2	8	812132300,000	625,840	Р	5082648,786	90515,556	10943,546	125419,0203	28949,714	213873,800	3378,000	1,340	0,121	0,009	5,864
ПАО «Совкомфлот»	2	3	2	0	7	1	2	1	4	11	2	0	2	4	2	6	2053711259,000	84,080	\$	172676,043	13550,622	295,451	7539,514	849,466	3796,978	3,650	0,133	0,022	0,039	1,986
Сургутнефтегаз	2	2	2	2	8	1	1	1	3	11	2	1	1	4	2	6	35724896,000	35,610	Р	1272,164	107522,000	88930,000	901422,500	178811,000	480489,300	0,650	19,350	0,827	0,099	1,876
«Русагро»	1	2	3	1	7	2	0,5	0,5	3	10	2	3	3	8	2	10	29906270,000	1173,000	Р	35080,055	222932,439	44955,998	182280,022	466462,179	136954,797	0,691	15541,500	0,202	0,247	1,331
Росбанк	1	1	1	0	3	1	2	0	3	6	3	3	3	9	2	11	15551310878,000	77,800	Р	1209891,986	86284,000	18309,000	746101,500	301655,000	179187,000	2,900	10,010	0,212	0,025	4,164

Продолжение таблицы Б.2

Глобальн ые порты	2	1	2	2	7	1	2	1	1	4	21	3	1	2	6	2	8	57317100 0,000	101, 750	\$	58320,1 49	384,43 6	64,617	1390,7 24	206,968	378,73 1	0,000	0,080	0, 16 8	0, 04 6	3,6 72
Тинькофф Банк	2	1	2, 7 5	2	7, 75	2	2	2	6	13 , 7 5	0 , 5	1	3	4, 5	2	6, 5	19930554 92,000	2369 ,870	₽	472328 2,419	17954, 000	17789, 000	372298 ,500	777,000	370300 ,500	0,800	115,9 00	0, 99 1	0, 04 8	1,0 05	
Лента	1	2	1, 5	2	6, 5	0, 5	2	0	2, 5	9	1	2	3	6	2	8	96667538 6,000	164, 240	₽	158766, 765	445554 3,829		310874 ,602	21808,8 74	100721 ,136	0,000	0,129	0, 00 0	0, 00 0	3,0 86	
Райффайз енбанк	2	0, 5	2	3	7, 5	2, 2 5	2	1	5, 2 5	12 , 7 5	0	1	2	3	2	5	36565000, 000	1004 ,000	€	36711,2 60	84073, 339	47709, 086	789701 9,916	131094, 403	168464 ,193	0,000	0,000	0, 56 7	0, 00 6	46, 877	
Хенкель	2	2	1	2	7	1	0, 5	2	3, 5	10 , 5	3	2	3	8	2	10	46946564 8,855	78,8 00	€	36993,8 93	192550 ,000	2019,0 00	30829, 500	1727,00 0	18245, 000	1,830	3,230	0, 01 0	0, 06 5	1,6 90	
ТНС Энерго	2	1	2	2	7	1	1	1	3	10	2	2	2	6, 5	2	8, 5	13668239, 000	2550 0,00 0	₽	348540, 095	236320 ,796	- 4587,7 46	437953 ,714	- 563,263	2252,7 03	0,000	- 295,7 10	- 0, 01 9	- 0, 01 0	194 ,41 3	
Илим	2	2	2	1	7	2	2	1	5	12	3	0	2, 5	5, 5	2	7, 5	55107836 52,000	0,01 9	₽	104,705	123461 ,852	1222,9 33	222900 ,280	15723,3 24	168095 2,848	3,400	0,150	0, 01 0	0, 00 5	0,1 33	
Россельхо збанк	1	1	1	2	5	1	2	1	4	9	1	1	3	5	2	7	40806300 0000,000	2,22 0	₽	905899, 860	224282 ,000	17855, 000	351776 8,500	378303, 000	217038 ,000	0,000	0,043	0, 08 0	0, 00 5	16, 208	
СИБУР Холдинг	2	2, 2 5	0	2, 5	6, 75	2, 2 5	2	1	5, 2 5	12	2	2	2	6	2	8	21784790 00,000	0,00 0	₽	0,000	24942, 921	17918, 900	850947 0,000	26901,0 00	635616 ,000	18,16 0	9,050	0, 71 8	0, 00 2	13, 388	
FESCO	2	0, 5	2	3	7, 5	2	1	1	4	11 , 5	3	2	2, 5	7, 5	2	9, 5	29500000 00,000	10,8 80	₽	32096,0 00	62168, 000	12200, 000	58016, 000	4140,00 0	5236,0 00	0,000	2,720	0, 19 6	0, 21 0	11, 080	
Тольятти зот	2	1	3	2, 5	8, 5	2, 5	1, 5	1	5	13 , 5	0	0	2	2	1	3	431,000	0,00 0	₽	0,000	53579, 660	2652,0 73	106267 ,410	10654,3 81	797550 ,948	0,000	29060 00,00 0	0, 04 9	0, 02 5	0,1 33	
Ситибанк	1	1	1	3	6	1	1	2	4	10	2	1 , 5	2	5, 5	2	7, 5	1000,000	0,00 0	₽	0,000	26941, 468	11894, 284	623583 ,340	770506 310	70462, 644	91000 00,00 0	26000 00,00 0	0, 44 1	0, 01 9	8,8 50	
Хайленд Голд Майнинг	2	2	0	2	6	2	3	1	6	12	2	2	2	6	2	8	36387400 0,000	299, 500	\$	108980, 263	395,38 6	158,73 1	1350,5 52	42,919	891,43 9	0,135	0,487	0, 40 1	0, 11 8	1,5 15	
Каустик	2	1	2	3	8	2	0	2	4	12	0 , 5	1	2	3, 5	2	5, 5	19871784 00,000	0,00 0	₽	0,000	21805, 092	1511,9 50	18603, 357	2000,17 3	52347, 997	0,000	0,580	0, 06 9	0, 08 1	0,3 55	
Группа компаний «ОКей»	2	1	0	0	3	0, 5	2	0	3	6	0	0	2	2	1	3	26907400 0,000	51,8 80	₽	13959,5 59	187097 ,352	3988,3 47	104150 ,231	9447,99 8	13665, 530	0,000	0,800	0, 02 1	0, 03 8	7,6 21	

ОАО «Иркутская нефтяная компания»	2	2	2	2	8	2,75	0	0	2,75	10,75	2	1	1	4	0,5	4,5	30000,000	0,000	Р	0,000	215143,000	73239,000	537982,000	27398,000	2953929,500	261433,333	201000,000	0,340	0,136	0,182
Ютэйр	1	1	1,5	0,5	4	1	0	1	2	6	2	2	2,5	6,5	2	8,5	363491900,000	6,630	Р	24099,513	582554,155	3671,386	81434,514	12678,816	-30629,649	0,000	0,920	0,006	0,045	-2,659
Башкирская содовая компания	2,75	2,5	1,5	2,5	9	2	2	0,5	4,5	13,5	0	0,5	2	2,5	1	3,5	1656648,000	0,000	Р	0,000	645503,000	13849,000	54117,500	3811,606	25151,500	4635,860	9988,240	0,021	0,256	2,152
АМЕТ	1	1,5	2	2	6,5	2	1	0	3	9,5	1,5	2	2	5,5	1	6,5	538578000,000	7,280	Р	3920,848	24587,800	660,694	17389,082	3811,606	8476,997	0,000	1,100	0,027	0,038	2,051
Quadra – Энергетика	2	2	1,75	2	7,75	2	1	0	3	10,75	2	2	2	6	2	8	191249555578,000	0,000	Р	0,000	5082,165	38,625	514993,929	1687,707	43187,984	0,000	0,000	0,008	0,000	11,924
РуссНефть	0,5	1	2	0	3,5	1	1	0	2	5,5	3	1	2	6	1	7	294000000,000	251,000	Р	73794,000	133196,000	-20298,000	277780,000	4231,000	62786,000	0,000	-73,000	-0,152	0,073	4,424
«Мечел»	1	1	1,5	2,5	6	2	1	1	4	10	2	2	2	6	2	8	4125589910,000	99,800	Р	411733,873	265454,000	-37625,000	253172,500	-938,000	-232134,000	3,480	1,960	-0,142	-0,149	-1,091
«Казаньоргсинтез»	1	1	2	0	4	1	1	0	2	6	0	1	2	3	2	5	1785114000,000	105,000	Р	187436,970	62935,000	10700,000	73875,500	7688,000	65393,000	3,360	4,710	0,017	0,145	1,130
ОАК	2	1	2	0,5	5,5	1	2	2	5	10,5	1	1	2	4	2	6	667606000,000	5,460	Р	3645,129	1293,280	262,463	3087,750	173572,570	9033,699	0,200	0,406	0,023	0,085	0,342
Ямал СПГ	1	1	0,5	0	2,5	0	1	1	2	4,5	0	1	2	3	2	5	0,000	0,000	Р	0,000	328640,000	41942,300	249264,000	22812,000	23319,000	0,000	0,000	0,012	0,017	106,893
РусВинил	1	1	1	0	3	0,5	1	0	1,5	4,5	1	1	0,5	2,5	0,5	3	0,000	0,000	Р	0,000	27828,667	22554,894	52024,419	8298,761	30554,775	0,000	0,000	0,081	0,434	1,703
Т Плюс	1	2	2	1	6	0,5	2	1	3,5	9,5	2	1	2	5	2	7	44462846593,000	0,014	Р	609,141	383344,000	23628,000	242258,000	12007,000	204027,000	0,149	0,510	0,062	0,098	1,187
ТГК-2	1	1	1	0	3	1	1	0	2	5	0	0	2	2	1	3	107666680000000,000	0,004	Р	419900,052	43885,940	-1460,472	369777,541	775492,000	22762,930	0,000	0,000	-0,033	-0,004	16,245
ОАО «НГК «Славнефть»	1	1	0,5	0	2,5	1	0	0	1	3,5	1	1	1	3	2	5	475400000,000	276,000	Р	1312104,000	175013,000	1574,000	303096,500	2281,000	1461392,000	0,000	1,000	0,009	0,001	2,074

Продолжение таблицы Б.2

ООО «Стройсер вис»	1	1	1	0	3	1	2	0	3	6	0	1	0,5	1,5	0,5	2	0,000	0,000	₽	0,000	713,32 0	87,24 4	998,62 6	26,53 4	922,71 3	0,00 0	0,00 0	0,1 22	0,0 87	1,0 82
Прииск Соловьевс кий	1	1	0,5	0	2,5	1	0	0	1	3,5	1	1	2	4	0	4	11554022400 0000,000	0,000	₽	0,000	14707, 714	7221, 264	22561, 017	90,10 0	20084, 054	0,00 0	16,0 00	0,4 91	0,3 20	1,1 23
Ао «Южуралз олото Группа Компаний »	0	1	1	0	2	0	0	0	0	2	1	0	0,5	1,5	0,5	2	20010000000 0,000	0,550	₽	110055,0 00	55060, 000	18707 ,000	74913, 000	750,0 00	31919, 000	0,20 0	0,07 6	0,3 40	0,2 50	2,3 47
Группа ПОЛИПЛ АСТИК	1	1	0	0	2	1	1	1	3	5	0	1	0,5	1,5	0,5	2	510000000,00 0	0,000	₽	0,000	15720, 611	774,8 43	18910, 488	82,16 9	18388, 432	0,50 0	1,51 0	0,0 49	0,0 41	1,0 28
«Щекиноз от»	1	1	1	0	3	1	1,5	0	2,5	5,5	0,5	0	0,5	1	0,5	1,5	0,000	0,000	₽	0,000	27224, 618	2115, 295	57159, 549	4676, 318	156890 ,421	0,00 0	0,00 0	0,0 78	0,0 37	0,3 64
ЧАО «КОКК»	0,5	0,5	0,5	0	1,5	0,5	0	0	0,5	2	0	0,5	0,5	1	0,5	1,5	329910000,00 0	0,000	₽	0,000	91919, 000	- 10695 ,000	123519 ,500	6032, 000	26428, 500	0,00 0	43,7 30	- 0,1 16	- 0,0 87	4,6 74
Группа компаний «Титан»	0	1	0	0	1	1,5	1,5	0	3	4	0	1	0,5	1,5	0,5	2	887786160,00 0	155552 ,860	R s	1380976 76,256	210515 ,400	21016 ,500	126325 ,200	275,8 00	63786, 900	62,3 50	16,9 00	0,1 00	0,1 66	1,9 80
Минудобр ения	0,5	0	0,5	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0,5	0,5	0,5	1	103500,000	0,000	₽	0,000	35808, 769	- 622,3 70	168178 ,850	870,5 19	53395, 774	0,00 0	- 21,4 61	- 0,0 17	- 0,0 04	3,1 50

Приложение В

(информационное)

Вопросы экспертного опроса

F1 : Стратегическое финансовое планирование

В какой степени компания выполняет следующее (1 — очень плохо, 7 — отлично):

1. Финансовый план компании согласован с долгосрочными стратегическими целями.
2. Компания имеет четкие, измеримые финансовые цели.
3. Компания прогнозирует и управляет денежными потоками для обеспечения ликвидности.
4. Компания обладает достаточным оборотным капиталом для выполнения своих краткосрочных обязательств.
5. Компания имеет план действий на случай нехватки денежных потоков.
6. Компания оценивает и ранжирует инвестиционные решения (NPV, IRR, ROI).
7. Соотношение заемного и собственного капитала компании находится на управляемом уровне.
8. Компания занимается налоговым планированием для снижения налоговой нагрузки.
9. Компания отдает приоритет долгосрочной устойчивости перед краткосрочным ростом.
10. Капитальная структура компании соответствует отраслевым стандартам

F2 : Внутренний контроль и управление рисками

В какой степени компания выполняет следующее (1 — очень плохо, 7 — отлично):

1. Насколько эффективно компания постоянно выявляет и минимизирует финансовые риски (рыночные, кредитные и операционные риски)?
2. В какой степени в компании существует четко определенная система управления рисками?
3. В какой степени финансовые операции проверяются на точность?
4. Насколько активно компания минимизирует потенциальные риски?
5. Насколько эффективно компания использует финансовые KPI (например, ROI, EBITDA, рентабельность) для установления целей и реагирования на отклонения?
6. Четко ли определены обязанности сотрудников, и соблюдается ли разделение обязанностей?
7. В какой степени руководство компании демонстрирует приверженность системе внутреннего контроля?
8. Насколько хорошо компания соблюдает юридические и регуляторные требования?
9. Насколько хорошо сотрудники обучены вопросам соблюдения нормативных требований и связанных с ними рисков?
10. Насколько эффективны меры IT-безопасности в защите от киберугроз?

F3 : Раскрытие информации

В какой степени компания выполняет следующее (1 — очень плохо, 7 — отлично):

1. Как регулярно компания публикует финансовые отчеты в открытом доступе?
2. Насколько хорошо компания раскрывает нефинансовую информацию?
3. Насколько эффективно организация взаимодействует с инвесторами и акционерами в вопросах рисков и возможностей?
4. Насколько эффективно компания делится внутренними данными о производительности (например, ключевыми показателями эффективности, KPI)?
5. В какой степени компания использует ИТ-технологии для улучшения раскрытия информации?

F4 : ESG-стратегия

В какой степени компания выполняет следующее (1 — очень плохо, 7 — отлично):

1. Насколько эффективно организация внедрила энергоэффективные практики и технологии?
2. Насколько хорошо организация управляет отходами, включая переработку, сокращение и утилизацию опасных материалов?
3. Насколько эффективно организация взаимодействует с сообществами, в которых она работает, и оказывает им поддержку?
4. Насколько хорошо в организации приоритизируется удовлетворенность клиентов?
5. В какой степени компания обеспечивает справедливое отношение к сотрудникам в вопросах заработной платы, льгот и рабочего времени?

F5 : Управление человеческим капиталом

В какой степени компания выполняет следующее (1 — очень плохо, 7 — отлично):

1. Насколько эффективно организация внедрила энергоэффективные практики и технологии?
2. Насколько эффективно компания использует KPI для мотивации и поощрения сотрудников?
3. Насколько эффективно осуществляется развитие, обучение и повышение квалификации сотрудников?
4. Насколько успешно компания использует HR-аналитику для улучшения управления человеческими ресурсами?
5. Насколько эффективна стратегия удержания сотрудников?

F6 : отношения с инвесторами (IR) и имидж бренда

В какой степени компания выполняет следующее (1 — очень плохо, 7 — отлично):

1. Насколько эффективно организация внедрила энергоэффективные практики и технологии?
2. Насколько эффективно организация отчитывается о своих инициативах и показателях в области ESG перед инвесторами?
3. Насколько успешно компания активно взаимодействует с заинтересованными сторонами?

4. Насколько эффективно организация дифференцирует свой бренд от конкурентов?
5. Как клиенты воспринимают качество продуктов или услуг организации?
6. Насколько четко организация сообщает инвесторам о своей долгосрочной стратегии роста и видении?