

УДК 005.342
<http://doi.org/10.35854/1998-1627-2023-2-213-223>

ESG в контексте стратегического управления бизнесом

Наталия Ильинична Козлова

Санкт-Петербургский государственный экономический университет, Санкт-Петербург, Россия,
nataliya.kozlova@gmail.com

Аннотация

Цель. Предложить концептуальный подход к учету ESG-данных в процессах управления стоимостью компании и обозначить направления дальнейших исследований в аспекте методологической разработки внедрения экологических, социальных и управленческих факторов в общую систему стратегического управления бизнесом.

Задачи. Определить уровень влияния ESG-повестки на принятие решений на рынках капитала, сформировав обзор статистики, ключевых тезисов в информационном поле, актуальных научных исследований в области финансов; выявить степень методологической проработки учета ESG-факторов в управлении бизнесом с точки зрения требований концепции стоимостного управления; охарактеризовать алгоритмы, применяемые со стороны инвестиционного сообщества к оценке активов с учетом ESG-рейтингов, менеджмента компаний — к учету ESG-факторов в процессах управления и передачи сигналов во внешнюю среду; сформулировать предложения по учету ESG-данных на базе последних разработок в области стратегического управления бизнесом и задачи, требующие методологической проработки и дальнейших исследований.

Методология. Среди ключевых методов исследования можно выделить анализ и синтез, сравнение, обобщение, системный анализ, методы индукции и дедукции.

Результаты. Автором выявлен недостаточный уровень методологической проработки внедрения ESG-факторов в процессы управления бизнесом со стороны научного сообщества и консалтинговых компаний на фоне растущего интереса инвесторов к ESG-активам. Вопрос релевантного учета ESG-факторов в управлении остается открытым, требующим методологической проработки. Предложен подход к рассмотрению ESG-факторов в качестве драйверов рыночной стоимости активов, что представляется возможным на базе модифицированного подхода к управлению стоимостью компании с учетом ожиданий.

Выводы. Несмотря на прогрессирующий интерес к ESG-повестке на рынках капитала, наблюдается низкая степень методологической проработки не только методик оценки и внедрения ESG-факторов в бизнес-процессы компаний, но и недостаточная обоснованность их учета в компаниях в растущих масштабах в целом. С одной стороны, учитывая значительные инвестиции, направляемые в ESG-фонды, а также объемы капитальных вложений компаний в ESG-активы, выявлена необходимость проведения исследования ESG-факторов в качестве потенциальных драйверов стоимости в рамках стоимостного управления, их роли и значения. С другой стороны, согласно позиции автора, модифицированный подход к управлению стоимостью компании с учетом ожиданий уже сегодня можно использовать для учета ESG-факторов и принятия оперативных мер по снижению уровня шума, связанного со значительным наблюдаемым разбросом оценок ESG-статуса компаний, функционирующих в различных регионах и отраслях, а также для внедрения алгоритмов взаимодействия с внешней средой в аспекте ожиданий относительно ESG-результатов деятельности бизнеса.

Ключевые слова: стоимостное управление, менеджмент, устойчивое развитие, ESG, эффективность бизнеса, стратегические финансы, управление стоимостью с учетом ожиданий

Для цитирования: Козлова Н. И. ESG в контексте стратегического управления бизнесом // Экономика и управление. 2023. Т. 29. № 2. С. 213–223. <http://doi.org/10.35854/1998-1627-2023-2-213-223>

© Козлова Н. И., 2023

ESG in the context of strategic business management

Nataliya I. Kozlova

St. Petersburg State University of Economics, St. Petersburg, Russia, nataliya.kozlova@gmail.com

Abstract

Aim. The presented study aims to propose a conceptual approach to ESG reporting in company value management and to identify areas for further research regarding the methodological development of the introduction of environmental, social, and managerial factors into the overall system of strategic business management.

Tasks. The author determines the level of influence of the ESG agenda on decision-making in capital markets by creating an overview of statistics, key theses in the information field, and relevant scientific research in the field of finance; determines the degree of methodological development of ESG factors in business management from the perspective of the requirements of the value management concept; describes algorithms used by the investment community to evaluate assets with allowance for ESG rankings and by company management to take into account ESG factors in managerial processes and transmission of signals to the external environment; formulates proposals for taking into account ESG data based on the latest developments in the field of strategic business management and tasks requiring methodological elaboration and further research.

Methods. The key methods used in the study include analysis and synthesis, comparison, generalization, system analysis, induction and deduction.

Results. It is found that the introduction of ESG factors into business management processes is underdeveloped methodologically by the scientific community and consulting companies against the backdrop of growing investor interest in ESG assets. The issue of making allowance for ESG factors in management remains open and requires further methodological development. An approach to considering ESG factors as drivers of the market value of assets is proposed, which is achievable using a modified approach to company value management based on expectations.

Conclusions. Despite the growing interest in the ESG agenda in capital markets, methods for assessing and implementing ESG factors in companies' business processes are underdeveloped, and these factors are insufficiently justified in companies on a growing scale as a whole. On the one hand, considering the significant investment directed to ESG funds and the volume of capital investment of companies in ESG assets, the need to investigate ESG factors as potential drivers of value within the framework of cost management is determined, their role and significance are substantiated. On the other hand, the author believes that a modified approach to company value management based on expectations can already be used today to make allowance for ESG factors and take prompt measures to reduce the noise associated with significant observed variations in the estimates of the ESG status of companies operating in different regions and industries, as well as to implement algorithms for the interaction with the external environment in terms of expectations regarding ESG business performance.

Keywords: value management, management, sustainable development, ESG, business efficiency, strategic finance, value management based on expectations

For citation: Kozlova N.I. ESG in the context of strategic business management // *Ekonomika i upravlenie = Economics and Management*. 2023;29(2):213-223. (In Russ.). <http://doi.org/10.35854/1998-1627-2023-2-213-223>

Введение

В последнее десятилетие на мировых рынках капитала наблюдается «экспоненциальный» рост интереса инвесторов к повестке устойчивого развития активов как объектов инвестирования [1], который обрел форму многочисленных ESG-рейтингов и про- странских списков ESG-факторов в отче-

тах об устойчивом развитии корпораций. В этой сфере даже наблюдается некоторый «перегрев». В ведущих университетах США и Великобритании появилось мнение о том, что как критерий оценки инвестиционной привлекательности «ESG достиг пика», и именно сегодня требуется значительная переоценка его роли и значимости в инвестиционной и управленческой деятель-

ности, в том числе со стороны государства [2; 3; 4]. Данное мнение опирается на ряд существенных методологических оснований, которые будут рассмотрены в статье через призму стратегического управления бизнесом, а также может являться следствием наблюдаемой на рынке низкой доходности ESG-стратегий [2; 5].

Материалы и методы

Масштаб интереса инвестиционного сообщества к теме ESG очевиден. Так, по данным *Financial Times*, в 2022 г. 65 % совокупных чистых вложений в европейские биржевые фонды (*exchange traded funds, ETF*) составили вложения в фонды, ориентированные на экологические, социальные и управленческие результаты (*ETF ESG*), что составляет 51 млрд евро. Несмотря на то, что в абсолютном значении общая сумма вложений в европейские *ETF* снизилась более чем в два раза относительно 2021 г., в их структуре доля вложений в ESG значительно возросла. На рынке США при этом наблюдается меньший интерес к ESG-фондам: согласно данным «Морнингстар» (*Morningstar*), «в то время как в Европе более 20 % *ETF* составляют ESG-фонды, в США к ним относится только 1 %» [5], что, с точки зрения аналитиков, может объясняться недавними скандалами, связанными с «гринвошингом» (*greenwashing*) [6].

К концу 2021 г. уже 4 375 инвесторов, в совокупности управляющих более 121 трлн долл., поставили свои подписи под постулатами «Принципов ответственного инвестирования» (*Principles of Responsible Investment, PRI*) (в 2006 г. принципов *PRI* придерживались официально 63 инвестора с портфелем стоимостью около 6,5 трлн долл.) [1; 3]. В конце 2022 г. CEO инвестиционной компании «БлэкРок» (*BlackRock*), крупнейшей в мире по размеру управляемых активов (10 трлн долл. [7]), Лоуренс Финк (*Lawrence Fink*), традиционно обращаясь к CEO компаний, отметил: «Инвестиции в устойчивое развитие достигли 4 трлн долл. ... Рынки капитала позволили компаниям и странам процветать. Но доступ к капиталу не является правом. Это привилегия. И Ваш долг — привлечение этого капитала ответственным и устойчивым образом» [8].

Масштабное продвижение повестки ESG со стороны инвестиционного сообщества и государственных регуляторов [6] спо-

собствует тому, что в крупных корпорациях ежегодно расширяется перечень ESG-факторов в составе мотивационных схем менеджмента. Так, согласно свежему исследованию компании «Прайсвотерхаус-Куперс» (*PricewaterhouseCoopers*), 92 % крупнейших компаний США и 72 % крупнейших компаний Великобритании используют в мотивационных планах менеджмента ESG-метрики [9]. Можно указать и то, что ежегодно наблюдается расширение состава индикаторов устойчивого развития в отчетах компаний. В списке неизменно присутствуют следующие:

- уровень выбросов углеродов (*carbon emissions*) в различных охватах (*scopes*);
- установленные мощности возобновляемых источников энергии (ВИЭ) (*renewable energy installed capacity*);
- объемы утилизации отходов (*waste disposal volumes*);
- степень инклюзивности персонала (*diversity*);
- уровень независимости директоров (*independent directors*);
- соблюдение прав человека (*human rights*);
- степень дискриминации (*discrimination*).

При этом отсутствуют как единые, сопоставимые методики количественной и качественной оценки данных факторов [2], так и концептуальные основы, которые были бы сформированы на базе прочного методологического фундамента. В рамках ESG-повестки происходит значительное, глобальное расширение стратегических целей бизнеса, если на менеджмент компаний возлагают обязанности удовлетворения потребностей множества стейкхолдеров.

Результаты и обсуждение

Несмотря на активное присутствие тематики ESG в информационном пространстве и множество различных эмпирических исследований, наименее освещенной в настоящее время в научном поле и рекомендациях стратегических консультантов является проблема оценки значимости и роли ESG-данных с точки зрения стратегического управления, в частности с точки зрения концепции стоимостного управления (*value-based management, VBM*). Под ESG-данными понимают «набор исходных данных о компании, охватывающих экологические, социальные

и управленческие темы (как количественные, так и качественные)», к числу которых относятся «ESG-рейтинги (ранговые списки организаций) и ESG-индексы (группы организаций, чьи количественные оценки устойчивого развития находятся в определенных диапазонах)» [6].

По запросу, содержащему термин «ESG», в популярных базах данных научных исследований, таких как *RePec*, *JStore*, *Science Direct* и др., можно изучить по теме множество актуальных эмпирических исследований таких всемирно известных научных центров, как MIT (США), *Harvard Business School* (США), *Harvard Law School* (США), *UCLA* (США), *Stanford* (США), *Yale* (США), *New York Stern Business School* (США), *LSE* (Великобритания). Однако практически все подобные исследования нацелены на проверку гипотез в части уровня корреляции ESG-рейтинга компании с уровнем доходности ее акций и не исследуют взаимосвязи ESG с маркерами операционной эффективности бизнеса [2; 3; 10; 11; 12; 13; 14].

Концептуально ESG отвечает критике ключевой цели создания стоимости для акционеров (*shareholder value maximization*), утвердившейся в корпоративном мире с конца XX в. Повестка ESG предполагает, что в своей деятельности и развитии компании должны удовлетворять не только требованиям акционеров, но и общества в целом, будущих поколений в аспекте экологических, социальных и управленческих направлений [15]. Данная идея не столько отличается новизной, сколько возросшим вниманием к ней со стороны инвестиционного сообщества, а также степенью повышения уровня транзакционных издержек и рисков для компаний, определяемых рейтинговыми агентствами как «плохие» относительно ESG (в научной литературе упоминается и термин «грешные акции», «*sin*» *stocks*).

В рамках подхода Системы сбалансированных показателей (*Balanced Scorecard*, *BSC*) Роберта Каплана (*Robert Kaplan*) и Дэвида Нортон (*David Norton*), предложенного в 90-е гг. XX в. [16], финансовые индикаторы эффективности деятельности бизнеса предлагается учитывать одновременно с показателями эффективности таких направлений, как «отношения с клиентами», «внутренние бизнес-процессы», «развитие и рост». В этой связи ESG-факторы при первом приближении в настоящее время включаются компаниями в миссию деятель-

ности и, как следствие, в стратегические планы, дополняя перечень направлений развития бизнеса, что отражено на рисунке 1, а также внедряются в существующие направления, соответственно, имея определенное закрепление в мотивационных схемах топ-менеджмента компании.

Однако возникает ряд значимых методологических проблем. Во-первых, отсутствует методика оценки ESG-факторов, которая отличалась бы единообразием, сопоставимостью и релевантностью [2; 3; 4; 6], что, как следствие, способствует и широкому разнообразию ESG-рейтингов на мировом уровне. Варьируются даже оценки общего количества мировых ESG-рейтингов. Так, на сайте организации Института устойчивого развития говорится о наличии более чем 600 мировых ESG-рейтингов по состоянию на конец 2018 г., отмечается их ежегодный значительный прирост [17]. Аналитические базы данных компании «Блумберг» (*Bloomberg*) покрывают более 120 индикаторов [2], «Морнингстар» (*Morningstar*) — около 300 [18]. Множатся как ESG-индикаторы и рейтинги на их основе, так и научные статьи, посвященные поиску решения проблемы их согласования, конвергенции [6; 10; 19; 20; 21].

Несопоставимость индикаторов, которые обозначаются компаниями как существенные для принятия управленческих решений, не позволяет проводить сравнительный анализ компаний, их эффективности и с точки зрения устойчивого развития, а значит, «зашумляет» информационное поле для всех участников рынка капитала. Логично предположить, что, несмотря на высокий интерес к ESG-повестке, наибольшее внимание инвесторов, аналитиков, иных заинтересованных лиц в ближайшее время будет приковано к традиционным метрикам, поскольку они не требуют дополнительной экспертизы [2; 4] и базируются на широко признанных методиках и регулятивных документах. Среди них, например, — данные финансовой отчетности, сформированной согласно МСФО (*IFRS*). Эти данные для оценки в большой степени основаны на лучших практиках и признанном методологическом научном фундаменте [22; 23; 24], а значит, при иных равных условиях обладают такими качествами, как релевантность и достоверность.

Во-вторых, и в бизнес-, и в научном сообществе отсутствует оценка степени кор-



Рис. 1. ESG в общей схеме учета стратегии в операциях компании в рамках BSC

Fig. 1. ESG in the general scheme of accounting strategy in company operations within the framework of BSC

реляции, оценка взаимосвязей между ESG-факторами и другими факторами, фиксируемыми как факторы создания стоимости компании (*value drivers*). Профессор Лондонской школы экономики (LSE) Алекс Эдманс (Alex Edmans) предлагает при принятии решений, и с точки зрения инвесторов, и с позиции менеджмента компании, смотреть на факторы ESG как на драйверы стоимости (например, в составе нематериальных активов) и, опираясь на данный вектор мышления, оценивать необходимость учета того или иного индикатора, его отражения в публично доступной отчетности, обоснованность его использования в качестве меры эффективности при формировании мотивационных схем топ-менеджмента [3]. Он пишет: «Существенным условием для отражения КПЭ (*key performance indicator, KPI*) является его вклад в эффективность деятельности бизнеса — неважно, ESG это фактор или нет».

Отсутствует и понимание того, каким образом можно четко выявлять, фиксировать и в дальнейшем использовать причинно-следственные связи. У Эдманса возникает вопрос: «Является ли компания, вошедшая, например, в индекс *S&P 500 ESG*, более эффективной благодаря своему курсу устойчивого развития или же общие масштабы деятельности, рентабельность и эффективность основных операций данной компании, а также

перспективы ее развития настолько высоки, что компания не только закладывает в свои цели широкий спектр ESG-индикаторов, но и уже сейчас может позволить себе существенные вложения в активы, отвечающие повестке ESG, при этом не отличающиеся повышенной рентабельностью в краткосрочной и среднесрочной перспективе?» [3].

Эти вопросы оставляют открытыми в своих недавних научных статьях не только А. Эдманс, но и всемирно известные ученые, такие как Асват Дамодаран (Aswath Damodaran) и Брэдфорд Корнелл (Bradford Cornell). Можно поставить и вопрос о том, являются ли компании, обладающие высоким потенциалом развития в долгосрочной перспективе, недооцененными и привлекательными, например, с точки зрения слияний и поглощений, сегодня, в условиях пониженных для них рейтингов ESG.

В-третьих, множество эмпирических исследований, в том числе упомянутых в недавно опубликованных тезисах признанных специалистов в области финансов [2; 3], не подтверждают гипотезу о высокой корреляции ESG с повышенной рыночной доходностью (*positive excessive returns*) фондов ESG. Учитывая, что на рынке периодически могут наблюдаться систематические отклонения внутренней стоимости активов от рыночной, необходимо разделять понятия «изменения в стоимости» и «изменения

рыночной доходности» активов [22; 23; 24; 25]. Кроме того, согласно последним исследованиям и наблюдаемой статистике, *ESG*-проекты, активно поддерживаемые со стороны регуляторов, обладают меньшим уровнем риска и, соответственно, меньшим уровнем доходности, что отражает ключевую дилемму «риск-доходность» в неоклассической теории финансов [2].

В-четвертых, необходимо учитывать горизонт влияния *ESG*-факторов на стоимость компании [2]; согласно ряду исследований, в краткосрочной перспективе *ESG*-активы могут быть менее рентабельны, чем ожидается рынком. В этом случае мотивационные схемы менеджмента компании, привязанные к степени изменения совокупной доходности для акционеров (*total shareholder return, TSR*), могут быть неэффективными с точки зрения стимулирования принятия эффективных решений в области устойчивого развития.

Вместе с тем необходимо фиксировать возможные риски, связанные с постановкой тех или иных целей *ESG*, и на уровне бизнеса, и на макроуровне, которые могут возникнуть при рассмотрении на больших масштабах как результат существующих взаимозависимостей. В частности, Дамодаран подчеркивает, что понижение *ESG*-рейтинга для добывающих компаний может негативно повлиять на уровень инвестирования в эту отрасль. Однако следует учитывать, что «существенная часть мировой экономики, не говоря уже о потребительских нуждах населения, зависит от непрерывной добычи углеводородов» [2].

В-пятых, если обратиться к широко применяемой в крупнейших международных корпорациях концепции *VBM* [22; 23; 24; 25; 26; 27; 28; 29; 30; 31; 32], то ключевыми требованиями к разрабатываемым подходам *VBM* являются:

- наличие результатов эмпирических исследований, не отвергающих гипотезу о высокой корреляции предлагаемой ключевой меры эффективности с динамикой совокупной доходности для акционеров (*total shareholder return, TSR*);

- возможность учета на уровне верхней ключевой меры эффективности бизнес-процессов посредством декомпозиции ключевой финансовой цели на все уровни управления бизнесом;

- возможность учета на уровне верхней ключевой меры эффективности уровня альтернативного риска;

- возможность релевантного перехода от оценки краткосрочной меры эффективности к оценке стоимости бизнеса с учетом долгосрочного прогноза.

Становится очевидным, что на данном этапе развития научной мысли методика внедрения *ESG* в систему алгоритмов управления стоимостью не представляется прозрачной и требует дальнейших исследований и разработок.

Должны ли факторы *ESG* выделяться в отдельный блок процессов, нацеленных на достижение стратегических целей, дополненных с учетом повестки устойчивого развития, как показано на рисунке 1, или все процессы в аспекте *ESG*-повестки следует подчинить цели достижения финансовой эффективности посредством встраивания соответствующих *ESG*-индикаторов в общую систему декомпозиции *VBM*? Например, компания Шелл (*Shell*) объявила 30 января 2023 г. о проведении реструктуризации бизнеса [33]. В частности, стратегическое подразделение, подразделения развития нового бизнеса и устойчивого развития будут объединены и подчинены напрямую финансовому директору (*CFO*) с целью обеспечения более упорядоченного планирования и более эффективных решений о распределении капитала.

Нами сформулированы наблюдаемые особенности учета *ESG*-факторов в оценке стоимости компаний со стороны инвестиционного сообщества, которые должны быть учтены менеджментом при выстраивании процессов финансового моделирования бизнеса и общения с внешней средой. Основные аспекты текущего наблюдаемого внедрения *ESG* и предложения по развитию подходов к управлению стоимостью бизнеса с учетом тренда *ESG* представлены в таблице 1.

Выводы

Текущая повестка *ESG*, получившая в последнее десятилетие особенное внимание со стороны заинтересованных лиц, имеет в научных кругах как последователей, так и противников. В основном эмпирические исследования относительно значимости *ESG*-факторов посвящены выявлению взаимосвязей и корреляций между заявляемыми со стороны бизнеса *ESG*-факторами (событиями, новостями) с неожиданным приростом цен акций на рынках капитала и не затрагивают вопросы корреляции *ESG*

ESG в контексте передовых подходов VBM

Table 1. ESG in the context of advanced VBM approaches

Подход VBM	Текущее наблюдаемое внедрение ESG	Предложения по развитию подходов к управлению стоимостью с учетом тренда ESG
<i>EVATM</i> [29; 31] <i>CFROITM</i> [30] <i>CVATM</i> [32] <i>EBM</i> [28]	Предпринимаются попытки со стороны инвестиционных банков при оценке активов учесть премию за риски ESG на уровне ставки дисконтирования путем прибавления премии (3–5 процентных пунктов в 2021 г.) к закладываемой в модели оценке WACC — без предоставления эмпирического обоснования данного повышения уровня риска [34; 35; 36; 37] («гибридным» методом CAPM с “bottom-up”). Данное повышение применяется к компаниям, которые, по мнению инвестиционных аналитиков, не удовлетворяют требованиям ESG-повестки в полной мере или обладают низким уровнем выбранного ими ESG-рейтинга. При оценке стоимости компании методом мультипликаторов аналитики могут применять скорректированные на премию мультипликаторы с учетом эффективности ESG-мер [34; 35; 36; 37]. Менеджмент компаний отражает в Отчетах об устойчивом развитии и Годовых отчетах ряд ESG-метрик в качестве КПЭ. Однако, по данным научных исследований, в настоящее время не наблюдается ясности относительно возможности внедрения данных КПЭ в общую декомпозицию драйверов стоимости компаний с учетом всех возможных эмпирически доказанных взаимосвязей между ними. Отсутствуют эмпирические результаты, не отвергающие гипотезу о высокой корреляции ESG-мер с повышением эффективности компании с точки зрения концепции VBM, способствующие повышению внутренней стоимости компании [2]. Наблюдается «размытие» ключевой цели бизнеса: наряду с целью повышения стоимости для акционеров (VBM) компании должны учитывать повышение эффективности с точки зрения устойчивого развития для будущих поколений и общества — задач, обычно возлагаемых на регуляторов на государственном уровне [2; 3]	Рассматривать повестку ESG как определенные ожидания заинтересованных лиц относительно индикаторов, которые заявляют компании в Отчетах об устойчивом развитии. Рассматривать ожидания относительно ESG со стороны рыночных участников как один из драйверов рыночной стоимости компании, который может иметь относительно низкую корреляцию с прогнозом прироста внутренней стоимости бизнеса. Выстраивать инструменты управления рыночной стоимостью с учетом ключевых инструментов подхода EBM [28], а также инструментов, нацеленных на снижение уровня шума, оцениваемого как коэффициент сигнал/шум (<i>signal-to-noise ratio</i>): $SNR = (\text{изменения в ожиданиях рынка капитала}) / (\text{стандартное отклонение ожиданий рынка капитала})$ [10; 23; 25; 28]. Выстраивать систематическое общение с аналитиками, покрывающими компанию, таким образом, чтобы снижать уровень неопределенности относительно целей и мероприятий ESG-повестки, нацеленное как на снижение экспертных оценок премий к WACC компании, так и уровня шума, приводящего к систематическим отклонениям оценок рынка от фундаментальных внутренних оценок [23; 24; 25; 26; 27; 28]. При построении системы управления стоимостью компании рассматривать и отбирать ESG-факторы с точки зрения их влияния на стоимость бизнеса [3; 28; 29]. При управлении стоимостью с учетом ESG учитывать различные состояния рынков капитала, отличные по своим характеристикам от состояния эффективности, в том числе при определении интенсивности и типа передаваемых менеджментом сигналов рынку в аспекте ESG [23; 24; 25; 28]

с приростом фундаментальной стоимости бизнеса (которая, согласно неоклассической экономической теории, равна рыночной стоимости). В настоящей статье нами отражено актуальное состояние научной мысли в аспекте возможности применения ESG-факторов в области стратегических финансов, а также приведена текущая статистика относительно финансового интереса стейкхолдеров, проявляемого к ESG-активам на рынках капитала. Проблематика, рас-

сматриваемая ведущими специалистами в области корпоративных финансов, нами раскрыта сквозь призму передовых подходов VBM и ключевых требований к ним.

С учетом изложенного выше можно утверждать, что открыты широкие возможности для рассмотрения факторов ESG в контексте подхода к управлению стоимостью с учетом ожиданий (*expectations-based model, EBM*), ввиду предположения о том, что во внешней среде бизнеса определенным

образом, с учетом регуляторного контекста, у участников рынка формируются ожидания относительно состава и уровня ключевых показателей эффективности в области *ESG*, в том числе тех, о которых заявляют компании. Это обуславливает необходимость внедрения в компании процессов, нацеленных на минимизацию шума, связанного со множеством ограничений текущего состояния *ESG*-рейтингов и информационного поля в аспекте *ESG*-повестки, а также на выстраивание четко очерченных алгоритмов взаимодействия бизнеса с внешней средой по вопросам *ESG*.

Наблюдается высокая потребность в дальнейших эмпирических исследованиях взаимосвязей *ESG*-факторов с факторами, от-

ражающими успешность бизнеса, а также в пересмотре и фиксации термина «эффективность бизнеса» в складывающихся условиях с учетом полученных результатов. Особую значимость имеет проработка методологических алгоритмов внедрения *ESG*-факторов с четкой релевантной методикой их расчета в общее «дерево» декомпозиции стоимостных драйверов бизнеса с выходом на ключевую меру верхнего уровня, закрепляемую в мотивационных схемах менеджеров, если эмпирические исследования будут свидетельствовать о долгосрочном влиянии *ESG*-факторов на стоимость компаний, в том числе с учетом региональной специфики и иного фундаментального контекста.

Список источников

1. What is the PRI? // PRI: Principles for Responsible Investment. URL: <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri> (дата обращения: 01.02.2023).
2. Cornell B., Damodaran A. Valuing ESG: Doing good or sounding good? // The Journal of Impact and ESG Investing. 2020. Vol. 1. No. 1. P. 76–93. DOI: 10.3905/jesg.2020.1.1.076
3. Edmans A. The End of ESG // Financial Management. 2022. P. 1–15. DOI: 10.1111/fima.12413
4. Freiberg D., Rogers J., Serafeim G. How ESG issues become financially material to corporations and their investors // Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper. 2020. Working Paper 20-056. URL: https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/20-056_1c21f28a-12c1-4be6-94eb-020f0bc32971.pdf (дата обращения: 01.02.2023).
5. Boyde E. ESG accounts for 65% of all flows into European ETFs in 2022 // Financial Times. 13 Jan. 2023. URL: <https://www.ft.com/content/a3e9d87f-fa6f-4e5e-be6e-e95b42af2fec> (дата обращения: 01.02.2023).
6. Модельная методология ESG-рейтингов: доклад для общественных консультаций. М.: Банк России. 2023. 44 с. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/144085/Consultation_Paper_17012023.pdf (дата обращения: 01.02.2023).
7. 2022 Proxy statement: Notice of annual meeting. New York, NY: BlackRock, Inc., 2022. 116 p. URL: https://s24.q4cdn.com/856567660/files/doc_financials/2022/ar/2022-Proxy-Statement_vF.pdf (дата обращения: 01.02.2023).
8. The power of capitalism: Larry Fink's 2022 letter to CEOs // BlackRock. 2022. URL: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter> (дата обращения: 01.02.2023).
9. Gosling T., O'Connor P., Hawthorne D., Savage A. Paying for good for all: Global research into ESG and reward beyond the boardroom. London: PwC Report, 2022. 48 p. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/services/paying-for-good-for-all/Paying-for-good-for-all.pdf> (дата обращения: 01.02.2023).
10. Berg F., Koelbel J., Pavlova A., Rigobon R. ESG confusion and stock returns: Tackling the problem of noise // NBER Working Paper. 2022. Article 30562. URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w30562/w30562.pdf (дата обращения: 01.02.2023).
11. Cornell B. ESG Preferences, Risk and Return // European Financial Management. 2021. Vol. 27. No. 1. P. 12–19. DOI: 10.1111/eufm.12295
12. In S. Y., Park K. Y., Monk A. Is “being green” rewarded in the market? An empirical investigation of decarbonization and stock returns // Stanford Global Project Center Working Paper. 2019. URL: <https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSRN-id3020304.pdf> (дата обращения: 01.02.2023).
13. Pedersen L. H., Fitzgibbons S., Pomorski L. Responsible investing: The ESG-efficient frontier // Journal of Financial Economics. 2021. Vol. 142. No. 2. P. 572–597. DOI: 10.1016/j.jfineco.2020.11.001
14. Serafeim G., Yoon A. Stock price reactions to ESG news: The role of ESG ratings and disagreement // Review of Accounting Studies. 2022. DOI: 10.1007/s11142-022-09675-3

15. Зеленая экономика и зеленые финансы: учеб. пособие / под ред. Б. Н. Порфирьева. СПб.: Международный банковский институт, 2018. 327 с.
16. Kaplan R., Norton D. The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action. Boston, MA: Harvard Business School Press, 1996. 336 p.
17. Wong C., Petroy E. Rate the raters 2020 // The SustainAbility Institute. URL: <https://www.sustainability.com/thinking/rate-the-raters-2020/> (дата обращения: 01.02.2023).
18. Shain E. Sustainalytics launches ESG risk ratings for fixed income and private equity // ESG Today. 2 Dec. 2022. URL: <https://www.esgtoday.com/sustainalytics-launches-esg-risk-ratings-for-fixed-income-and-private-equity> (дата обращения: 01.02.2023).
19. Berg F., Koelbel J., Rigobon R. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings // Review of Finance. 2022. Vol. 26. No. 6. P. 1315–1344. DOI: 10.1093/rof/rfac033
20. Chatterji A. K., Durand R., Levine D. I., Touboul S. Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers // Strategic Management Journal. 2016. Vol. 37. No. 8. P. 1597–1614. DOI: 10.1002/smj.2407
21. Li F., Polychronopoulos A. What a difference an ESG ratings provider makes! // Research Affiliates. 2020. URL: <https://www.researchaffiliates.com/publications/articles/what-a-difference-an-esg-ratings-provider-makes> (дата обращения: 15.01.2023).
22. Вертакова Ю. В., Пирогова О. Е., Плотников В. А. Оценка и управление стоимостью предприятия: учеб. пособие. Курск: Изд-во Юго-Западного государственного ун-та, 2017. 160 с.
23. Козлова Н. И. Преимущества и ограничения передовых подходов к управлению стоимостью бизнеса // Теория и практика сервиса: экономика, социальная сфера, технологии. 2022. № 1 (51). С. 18–23.
24. Никитушкина И. В., Козлова Н. И. Взгляд на гипотезу эффективных рынков как основу концепции стоимостного управления // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. 2013. № 2. С. 3–11.
25. Козлова Н. И. Управление стоимостью компании с учетом ожиданий на российском рынке капитала // Проблемы теории и практики управления. 2013. № 9. С. 88–93.
26. Пирогова О. Е., Плотников В. А. Чем управляют в экономике: стоимостью или ценностью? К вопросу об отечественной интерпретации концепции «Value Based Management» // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2017. № 6 (108). С. 13–18.
27. Пирогова О. Е., Плотников В. А. Прогнозирование развития предприятия на основе динамической модели роста стоимости // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2017. № 2 (104). С. 101–107.
28. Copeland T., Dolgoff A. Outperform with expectations-based management: A state-of-the-art approach to creating and enhancing shareholder value. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc., 2004. 384 p.
29. Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation: Measuring and managing the value of companies. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc., 2020. 896 p.
30. Madden B. J. CFROI valuation: A total system approach to valuing the firm. Oxford; Woburn, MA: Butterworth-Heinemann, 1999. 356 p.
31. Rappaport A. Creating shareholder value: The new standard for business performance. New York: The Free Press, 1986. 224 p.
32. Stelter D. New perspectives on value creation: A study of the world's top performers. Boston, MA: The Boston Consulting Group, 2000. 64 p. URL: <https://media-publications.bcg.com/pdf/VCR/2000-VCR-New-Perspectives-on-Value-Creation.pdf> (дата обращения: 15.01.2023).
33. Shell plc announces Executive Committee and Directorate changes // Shell Global. 2023. 30 Jan. URL: <https://www.shell.com/media/news-and-media-releases/2023/shell-plc-announces-executive-committee-and-directorate-changes.html> (дата обращения: 01.02.2023).
34. Royal Dutch Shell: Compelling FCF // Barclays Equity Research. 2021. URL: <https://www.cib.barclays/research.html> (дата обращения: 15.01.2023).
35. ENI: Valuing Retail & Renewables // Deutsche Bank Equity Research. 2021. URL: <https://research.db.com> (дата обращения: 15.01.2023).
36. Total: Strong Result, Boosted by Trading Gains // Deutsche Bank Equity Research. 2021. URL: <https://research.db.com> (дата обращения: 15.02.2023).
37. Engie: CMD // J. P. Morgan Equity Research. 2021. URL: <https://www.jpmorgan.com/insights/research> (дата обращения: 15.01.2023).

References

1. What is the PRI? PRI: Principles for Responsible Investment. URL: <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri> (accessed on 01.02.2023).
2. Cornell B., Damodaran A. Valuing ESG: Doing good or sounding good? *The Journal of Impact and ESG Investing*. 2020;1(1):76-93. DOI: 10.3905/jesg.2020.1.1.076

3. Edmans A. The end of ESG. *Financial Management*. 2022;1-15. DOI: 10.1111/fima.12413
4. Freiberg D., Rogers J., Serafeim G. How ESG issues become financially material to corporations and their investors. Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper. 2020;(056). URL: https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/20-056_1c21f28a-12c1-4be6-94eb-020f0bc32971.pdf (accessed on 01.02.2023).
5. Boyde E. ESG accounts for 65% of all flows into European ETFs in 2022. *Financial Times*. Jan. 13, 2023. URL: <https://www.ft.com/content/a3e9d87f-fa6f-4e5e-be6e-e95b42af2fec> (accessed on 01.02.2023).
6. Model methodology for ESG ratings: Report for public consultations. Moscow: Bank of Russia; 2023. 44 p. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/144085/Consultation_Paper_17012023.pdf (accessed on 01.02.2023). (In Russ.).
7. 2022 Proxy statement: Notice of annual meeting. New York, NY: BlackRock, Inc.; 2022. 116 p. URL: https://s24.q4cdn.com/856567660/files/doc_financials/2022/ar/2022-Proxy-Statement_vF.pdf (accessed on 01.02.2023).
8. The power of capitalism: Larry Fink's 2022 letter to CEOs. BlackRock. 2022. URL: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter> (accessed on 01.02.2023).
9. Gosling T., O'Connor P., Hawthorne D., Savage A. Paying for good for all: Global research into ESG and reward beyond the boardroom. London: PwC; 2022. 48 p. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/services/paying-for-good-for-all/Paying-for-good-for-all.pdf> (accessed on 01.02.2023).
10. Berg F., Koelbel J., Pavlova A., Rigobon R. ESG confusion and stock returns: Tackling the problem of noise. NBER Working Paper. 2022;(30562). URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w30562/w30562.pdf (data accessed on 01.02.2023).
11. Cornell B. ESG preferences, risk and return. *European Financial Management*. 2021;27(1):12-19. DOI: 10.1111/eufm.12295
12. In S.Y., Park K.Y., Monk A. Is "being green" rewarded in the market? An empirical investigation of decarbonization and stock returns. Stanford Global Project Center Working Paper. 2019. URL: <https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/SSRN-id3020304.pdf> (accessed on 01.02.2023).
13. Pedersen L.H., Fitzgibbons S., Pomorski L. Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*. 2021;142(2):572-597. DOI: 10.1016/j.jfineco.2020.11.001
14. Serafeim G., Yoon A. Stock price reactions to ESG news: The role of ESG ratings and disagreement. *Review of Accounting Studies*. 2022. DOI: 10.1007/s11142-022-09675-3
15. Porfir'ev B.N., ed. Green economy and green finance. St. Petersburg: International Banking Institute; 2018. 327 p. (In Russ.).
16. Kaplan R.S., Norton D.P. The balanced scorecard: Translating strategy into action. Boston, MA: Harvard Business School Press; 1996. 336 p.
17. Wong C., Petroy E. Rate the raters 2020. The SustainAbility Institute. URL: <https://www.sustainability.com/thinking/rate-the-raters-2020/> (accessed on 01.02.2023).
18. Shain E. Sustainalytics launches ESG risk ratings for fixed income and private equity. *ESG Today*. Dec. 02, 2022. URL: <https://www.esgtoday.com/sustainalytics-launches-esg-risk-ratings-for-fixed-income-and-private-equity> (accessed on 01.02.2023).
19. Berg F., Koelbel J., Rigobon R. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*. 2022;26(6):1315-1344. DOI: 10.1093/rof/rfac033
20. Chatterji A.K., Durand R., Levine D.I., Touboul S. Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*. 2016; 37(8):1597-1614. DOI: 10.1002/smj.2407
21. Li F., Polychronopoulos A. What a difference an ESG ratings provider makes! Research Affiliates. 2020. URL: <https://www.researchaffiliates.com/publications/articles/what-a-difference-an-esg-ratings-provider-makes> (accessed on 15.01.2023).
22. Vertakova Yu.V., Pirogova O.E., Plotnikov V.A. Estimation and management of enterprise value. Kursk: Southwest State University; 2017. 160 p. (In Russ.).
23. Kozlova N.I. Concerning the advanced value-based management approaches' benefits and drawbacks. *Teoriya i praktika servisa: ekonomika, sotsial'naya sfera, tekhnologii*. 2022;(1):18-23. (In Russ.).
24. Nikitushkina I.V., Kozlova N.I. The point of view on the efficient market hypothesis forming the value-based management concept. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6: Ekonomika = Moscow University Economics Bulletin*. 2013;(2):3-11. (In Russ.).
25. Kozlova N. Managing the value of companies with consideration for expectations on the Russian financial market. *Problemy teorii i praktiki upravleniya = Theoretical and Practical Aspects of Management*. 2013;(9):88-93. (In Russ.).
26. Pirogova O.E., Plotnikov V.A. What is the object of management in the economy: Cost or value? To the question of the domestic interpretation of the concept "value based management". *Izvestiya Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta*. 2017;(6):13-18. (In Russ.).

27. Pirogova O.E., Plotnikov V.A. Forecasting development of enterprise on the basis of a dynamic model of value growth. *Izvestiya Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta*. 2017;(2):101-107. (In Russ.).
28. Copeland T., Dolgoff A. Outperform with expectations-based management: A state-of-the-art approach to creating and enhancing shareholder value. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.; 2004. 384 p.
29. Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation: Measuring and managing the value of companies. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.; 2020. 896 p.
30. Madden B.J. CFROI valuation: A total system approach to valuing the firm. Oxford; Woburn, MA: Butterworth-Heinemann; 1999. 356 p.
31. Rappaport A. Creating shareholder value: The new standard for business performance. New York, NY: The Free Press; 1986. 224 p.
32. Stelter D. New perspectives on value creation: A study of the world’s top performers. Boston, MA: The Boston Consulting Group; 2000. 64 p. URL: <https://media-publications.bcg.com/pdf/VCR/2000-VCR-New-Perspectives-on-Value-Creation.pdf> (accessed on 15.01.2023).
33. Shell plc announces executive committee and directorate changes. Shell Global. Jan. 30, 2023. URL: <https://www.shell.com/media/news-and-media-releases/2023/shell-plc-announces-executive-committee-and-directorate-changes.html> (accessed on 01.02.2023).
34. Royal Dutch Shell: Compelling FCF. Binghamton University Finance Society. 2021. URL: <https://www.cib.barclays/research.html> (accessed on 15.01.2023).
35. ENI: Valuing retail & renewables. Deutsche Bank Equity Research. 2021. URL: <https://research.db.com> (accessed on 15.02.2023).
36. Total: Strong result, boosted by trading gains. Deutsche Bank Equity Research. 2021. URL: <https://research.db.com> (accessed on 15.02.2023).
37. Engie: CMD. J.P. Morgan. 2021. URL: <https://www.jpmorgan.com/insights/research> (accessed on 15.01.2023).

Сведения об авторе

Наталья Ильинична Козлова

аспирант кафедры общей экономической теории
и истории экономической мысли
Санкт-Петербургский государственный
экономический университет
191023, Санкт-Петербург, наб. канала Грибоедова,
д. 30-32А

Поступила в редакцию 03.02.2023
Прошла рецензирование 20.02.2023
Подписана в печать 28.02.2023

Information about Author

Nataliya I. Kozlova

postgraduate student at the Department of General
Economic Theory and History of Economic Thought
St. Petersburg State University of Economics
30-32 Griboedov Canal Emb., St. Petersburg 191023,
Russia

Received 03.02.2023
Revised 20.02.2023
Accepted 28.02.2023

Конфликт интересов: автор декларирует отсутствие конфликта интересов,
связанных с публикацией данной статьи.
Conflict of interest: the author declares no conflict of interest
related to the publication of this article.