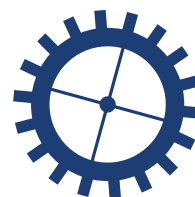


КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В КОНТЕКСТЕ ESG:

НОВОЕ ПОНИМАНИЕ
УСТОЙЧИВОСТИ





ОГЛАВЛЕНИЕ

+ ВВЕДЕНИЕ	3
1. УСТОЙЧИВОЕ КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ: ОТ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ К УСТОЙЧИВОСТИ	5
2. ОЦЕНКА УСТОЙЧИВОСТИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ	11
3. УСТОЙЧИВОЕ КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ	15
4. ВЛИЯЕТ ЛИ УСТОЙЧИВОЕ КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ НА СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА?	24
+ ЗАКЛЮЧЕНИЕ	26
+ ССЫЛКИ	27
+ ОРГАНИЗАТОРЫ ИССЛЕДОВАНИЯ	28
+ КОНТАКТЫ АВТОРОВ	29
+ ПРИЛОЖЕНИЕ 1. РЕЗУЛЬТАТЫ РЕЙТИНГА 202	30
+ ПРИЛОЖЕНИЕ 2. РЕЗУЛЬТАТЫ РЕЙТИНГА 2020	31

ВВЕДЕНИЕ

Значение ESG-повестки признано во всем мире и является предметом активных дискуссий. Государства, инвесторы, бизнес и общественность разрабатывают меры по работе с экологическими, социальными и экономическими вызовами современности, такими как¹:

- + Повышение средней температуры поверхности Земли на 2-4-6 °C в 2081-2100 годы по сравнению с 1986-2005 годами.
- + Стихийные бедствия и последствия изменения климата, которые приводят к вынужденному перемещению около 14 миллионов человек ежегодно.
- + Бедность: примерно 700 миллионов человек живут менее чем на 2 доллара США в день, в общей сложности 1,3 млрд человек являются бедными, в числе которых непропорционально большое количество женщин и людей с ограниченными возможностями. 80% человечества живет менее чем на 10 долларов США в день.
- + Увеличение количества конфликтов и межконфессиональных войн, а также возрастание политической нестабильности, что вынуждает 1,6 млрд человек находиться в нестабильных или затронутых конфликтом условиях. Общество переосмысляет свои приоритеты развития: вместо концентрации внимания только на экономическом росте и прибыльности, начинают появляться новые критерии благополучия и процветания.

Под влиянием таких изменений, требования к деятельности компаний также пересматриваются. Ожидается, что, помимо формирования прибыли, бизнес должен включить ESG аспекты в свою деятельность и управлять своим воздействием на окружающую среду и социум. Однако, не столь большое внимание уделяется управленческим аспектам, или G из ESG, которые являются определяющими в работе компании с ESG повесткой и в эффективности экологических и социальных проектов. Сегодня имеются отдельные исследования в этом направлении за рубежом (например,

инициатива ЕС «*Sustainable Corporate Governance Initiative*»), но эта тема все еще мало изучена в контексте возможностей ее реализации в России.

Учитывая высокую значимость ESG повестки и недостаточную изученность управленческого компонента, авторы провели исследование, объектом которого стало корпоративное управление в контексте ESG, или устойчивое корпоративное управление. Целью данной работы является ознакомление с концепцией устойчивого корпоративного управления и практикой ее реализации в России, а также определение значимости концепции для эффективного ведения бизнеса.

В исследовании описана концепция устойчивого корпоративного управления, его компоненты и метрики, а также представлена оценка около 500 российских компаний по уровню устойчивости корпоративного управления и анализ его влияния на рыночную стоимость компаний.

Аналитика основывается на научных результатах профессоров и аспирантов университета Перуджи и эмпирических данных ESG-рейтинга устойчивого корпоративного управления (далее – Рейтинга), разработанного совместно АКР «Да-Стратегия» и Университетом Перуджи. Научная литература и исследования, лежащие в основе данной работы, находятся в разделе «Ссылки», а подробное описание Рейтинга и истории его создания находится по ссылке: <http://corptransparency.ru/attach>.

Текст настоящего исследования состоит из четырех блоков. Сначала авторы описывают изменения, произошедшие в понимании корпоративного управления, его целей, задач и принципов, и представляют концепцию устойчивого корпоративного управления, иллюстрируя переход от посткризисного понимания корпоративного управления к корпоративному управлению в контексте ESG. Во второй части раскрываются компоненты устойчивого корпоративного управления и представлены существующие метрики на примере показателей, предложенных в документе Всемирного экономическо-

¹ International Renewable Energy Agency, Bloomberg New Energy Finance; UNDP analytics; UNCTAD report.

го форума «Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation». Далее, в третьей части, авторы проводят оценку устойчивого корпоративного управления российских компаний, беря за основу результаты ESG-Рейтинга устойчивого корпоративного управления 2020 и 2021 годов. В завершающей, четвертой, части проведено эконометрическое моделирование взаимосвязи уровня устойчивого корпоративно-

го управления компаний согласно Рейтингу и их рыночной стоимости.

Данная работа позволяет определить текущие тренды корпоративного управления и управления ESG аспектами, роль устойчивого корпоративного управления в успешности бизнеса, а также оценить текущий уровень устойчивого корпоративного управления российских компаний.



1. УСТОЙЧИВОЕ КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ: ОТ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ К УСТОЙЧИВОСТИ

Инвесторы, банки, рейтинговые агентства, регуляторы, научное сообщество и другие заинтересованные стороны начали пересмотр критериев эффективности бизнеса, включая в это понятие не только финансовый успех, но и способность решать более сложные вопросы – отвечать на вызовы в сфере ESG.

ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ ESG СФЕРЫ

Корпоративная социальная ответственность

- КСО выражает фундаментальные этические основания взаимоотношений между бизнесом и обществом. В контексте КСО, ответственная компания следует этическим нормам во взаимодействии с заинтересованными сторонами и признает не только букву закона, но и дух морально-нормативной среды.

[Howard R. Bowen, 1953](#)

- Социально ответственные обязательства, намерения и практика компаний.

ESG (Environmental, Social and Governance)

- ESG представляет собой набор стандартов и критериев для инвесторов и других заинтересованных сторон для оценки экологических, социальных и управленческих результатов деятельности компании.

[UNEP Finance Initiative, 2004](#)

Устойчивое развитие

- Такое развитие, которое отвечает потребностям современного общества без ущерба для способности будущих поколений удовлетворять свои собственные потребности.

[Our Common Future \(WCED, 1987\)](#)

- Общий термин для обозначения социально и экологически ответственных практик.

Стейкхолдер (заинтересованная сторона, stakeholder)

- Отдельное лицо или группа лиц, интересы которых затрагиваются или могут быть затронуты деятельностью организации.

[GRI Standards \(GRI Secretariat, 2021\)](#)

Узкое понимание, используется компаниями

Используется компаниями и инвесторами

Широкое понимание, используется любыми стейкхолдерами

Инвесторы, компании, регуляторы и научное сообщество в мире и в России стали учитывать экологические и социальные риски, интегрировать ESG аспекты в свою деятельность и активно обсуждать темы, связанные с ESG аспектами. Под

влиянием пандемии COVID-19 и последующего социального и экономического кризиса, внимание к теме устойчивого развития усилилось и привело к обилию ESG инициатив со стороны участников рынка.

ИНВЕСТОРЫ

Все больше инвесторов включают критерии ESG в инвестиционные модели оценки:

- + ≈2 трлн долл. США – активы под управлением специализированных [ESG фондов](#), которые:
 - утроились 2010-2020 гг.;
 - увеличились на 50% в 2019 г.;
 - удвоились в 2020 г.
- + ≈36% составляют все [ESG активы](#) (включая

ESG фонды) от общего объема профессионально управляемых активов.

- + Почти 150 млрд руб. - сектор устойчивого развития Московской Биржи (по состоянию на [17.06.21](#)).
- + На [Московской Бирже](#) запущены 3 ESG ETF, 16 выпусков «зеленых» и 4 выпуска «социальных» облигаций (по состоянию на 01.12.21).

КОМПАНИИ

Компании публикуют ESG данные:

- + две трети из 5 200 ведущих компаний в 52 странах используют [GRI](#) для своей отчетности;
- + 2 500+ компаний публикуют интегрированные отчеты, используя подход [sIR](#);
- + 1 400+ пользователей стандартов [SASB](#).

Бизнес переосмысляет цели своей деятельности:

- + [Business Roundtable](#), организация, в которую

входят руководители крупнейших компаний США и которая однажды определила цель компании как защита интересов акционеров, недавно изменила эту цель, включив в нее обязательства перед всеми заинтересованными сторонами.

- + В России 281 организация (на 25.11.21), среди которых компании, отраслевые и региональные объединения бизнеса и другие НКО с общей численностью более 10 млн работников, присоединилась к [Социальной хартии российского бизнеса](#).

РЕГУЛЯТОРЫ

Государственные органы и международные неправительственные организации выпускают документы, регулирующие поведение участников рынка в контексте ESG. Большинство документов имеют добровольный характер, однако с потенциалом перевода в обязательные правила:

- + Июль 2021 – Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) выпустила [ESG Ratings and Data Products Providers Consultation Report](#) (Консультационный отчет для провайдеров ESG рейтингов и продуктов).
- + Март 2021 – Европарламент выпустил [Sustainable Finance Disclosure Regulation](#) (SFDR) для повышения прозрачности финансовых институтов в сферах ESG.
- + Конец 2021 – Европейский Союз запустил инициативу [Sustainable Corporate Governance](#)

[Initiative](#) и планирует выпуск отчета об ожидаемом эффекте от инициативы по развитию устойчивого корпоративного управления. Франция, Нидерланды и Италия уже имеют законодательные предписания, регулирующие развитие элементов этического корпоративного управления.

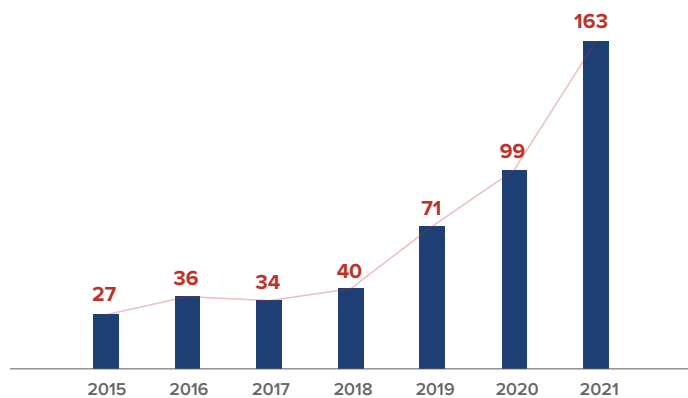
- + Июль 2021 – ЦБ РФ выпустил [Рекомендации по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации](#), связанной с деятельностью таких обществ.
- + Июль 2021 – Московская Биржа разработала [«Руководство для эмитента: как соответствовать лучшим практикам устойчивого развития»](#).
- + Декабрь 2021 - Банк России выпустил [«Рекомендации по учету советом директоров публичного акционерного общества ESG-факторов, а также вопросов устойчивого развития»](#).

НАУЧНОЕ СООБЩЕСТВО


Университеты уделяют все большее внимание анализу тем, связанных с повесткой ESG. При этом 2020 год показал рекордный прирост подобных научных работ:



Количество статей, использующих аббревиатуру ESG, Google Scholar



Количество статей, использующих аббревиатуру ESG, e-library.ruw



Бизнес начинает меняться в ответ на возрастающую роль ESG и усиление давления со стороны стейкхолдеров. В первую очередь изменениям подвергается управленческая практика компании и, как следствие, вся система корпоративного управления, отвечающая за эффективную интеграцию ESG аспектов в управленческие структуры компании.

Корпоративное управление компании в контексте ESG отвечает на новые вопросы о роли и ответственности бизнеса в условиях современных экологических, социальных и экономических вызовов, ставит более комплексные цели и использует новые принципы управления компанией. Целью становится не только увеличение стоимости бизнеса для акционеров, но и создание ценности для широкого круга стейкхолдеров. Корпоративное управление должно учесть интересы стейкхолдеров, включить их в процессы принятия решений.

Понимание устойчивости корпоративного управления также меняется. В периоды, следующие за экономическими кризисами (например, кризисами 1998 года в Азии, России и Бразилии, а также после мирового экономического кризиса 2008 года), корпоративное управление становилось инструментом достижения финансовой устойчивости и стабильности организаций, в то время как под влиянием вызовов ESG последнего десятилетия появился запрос на устойчивость организации по всем сферам триединого итога: экономической, экологической и социальной сфере.

Посткризисное понимание корпоративного управления

(Claessens, 2006; Shleifer & Vishny, 1997)

Корпоративное управление в контексте ESG

(Allais et al., 2017; Elkington, 2006)

Вызовы

Выживание и развитие бизнеса в условиях экономических кризисов (кризис в Азии, России и Бразилии в 1998, корпоративные скандалы 2000-х в США и Европе, мировой экономической кризис 2008).

Изменение климата, угроза дефицита ключевых ресурсов, перенаселение, экономическое расслоение общества, пандемия COVID-19 и последующий экономический кризис.

Решаемые вопросы

- + Как мотивировать менеджеров возвращать всю прибыль акционерам?
- + Как быть уверенным, что менеджеры не присвоят предоставленный им в пользование капитал и не вложат его в невыгодные проекты?
- + Как поставщики финансов могут контролировать менеджмент?

- + Что такое современный бизнес и какова его основная цель?
- + Какой баланс должен быть достигнут между экономической, социальной и экологической сферой деятельности компании?
- + Как добиться стратегически взаимовыгодного сотрудничества компании со стейкхолдерами?
- + За счет чего достигается баланс между интересами акционеров и интересами других заинтересованных сторон?

Цели

Получить высокую прибыль и разрешить проблему агентских отношений.

Взять ответственность за воздействие компании по всем сферам триединого итога (экономика, экология, общество), обеспечить создание ценности для всех стейкхолдеров и ее справедливое распределение ради сохранения баланса интересов акционеров и заинтересованных сторон.

Определение

Корпоративное управление – это совокупность управленческих механизмов, с помощью которых обеспечивается деятельность компании, когда собственность отделена от управления.

Корпоративное управление – это такая практика корпоративного управления, которая основана на интеграции целей акционеров и ключевых заинтересованных сторон, защищающая интересы общества, права человека и окружающей среды в целом.

Принципы

5. Защита прав акционеров (право собственности на актив, право получения прибыли и право голоса).
6. Прозрачность (раскрытие информации).
7. Подконтрольность (возможность контролировать деятельность менеджмента).

1. Представительское участие широкого круга стейкхолдеров в управлении бизнесом (баланс между индивидуальными предпочтениями и общими интересами).
2. Подотчетность компании (раскрытие информации о деятельности компании с учетом интересов и запросов стейкхолдеров).
3. Создание и распределение ценности по всей цепочке ее создания (способность компании и стейкхолдеров получать ожидаемые результаты).
4. Систематическое взаимодействие и коммуникация с заинтересованными сторонами (внутренние и внешние заинтересованные стороны, а также разные уровни управления компанией присутствуют в процессе принятия решений).

Метрики для оценки эффективности

IFRS, GAAP, РСБУ.

GRI, WEF Framework, <IR> Framework, SASB и др.

Таким образом, происходит формирование нового понимания устойчивого корпоративного управления, фокус которого смещается с решения конфликта интересов между собственником и менеджментом на решение более комплексной задачи по

поиску баланса интересов всех ключевых стейкхолдеров компании, включая акционеров и инвесторов, менеджмент, сотрудников, органы государственной власти, потребителей и поставщиков, экологические организации и общество в целом.



Корпоративное управление (в широком понимании) – это система, с помощью которой компании управляются и контролируются ([Cadbury Committee 1992](#)).

Устойчивое корпоративное управление является следующей ступенью развития принятого в настоящий момент понимания корпоративного управления, основанного на теории агентских отношений (Eisenhardt, 1989). В отличие от классической интерпретации корпоративного управления, устойчивое корпоративное управление базируется на стейкхолдерской теории (Freeman, 1984), значительно расширяя перечень участников корпоративных отношений.

Устойчивое (этичное) корпоративное управление компании (sustainable corporate governance) – это такая система корпоративного управления, которая основана на интеграции целей акционеров и ключевых заинтересованных сторон, защищающая интересы общества и окружающей среды в целом (Allais et al., 2017; Cardoni et al., 2020; Lombardi et al., 2019)

На практике устойчивое корпоративное управление компании нацелено как на продуктивное разрешение конфликта интересов между акционером и менеджментом, так и на защиту прав и интересов широкого круга стейкхолдеров, что возможно за счет справедливого и публичного согласования ориентиров развития компании и создания возможности для стейкхолдеров участвовать в управлении компанией ради достижения общественно значимых интересов. При этом используются комплексные управленческие механизмы: разработка ESG-стратегий и управление ESG-рисками, стандартизация различных видов операционного менеджмента (управление качеством, охрана труда и промышленная безопасность, экологический менеджмент, энергоменеджмент, углеродный менеджмент и т.п.), включение стейкхолдеров в комитеты совета директоров и в специализированные общественные советы при исполнительном директоре, внедрение антикоррупционных политик и системы соответствующих мероприятий, а также развитие практик обеспечения прозрачности компании и соблюдение бизнес-этики.



ПОНИМАНИЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИИ

Несмотря на новизну темы ESG в России, российское законодательство уже включает некоторые элементы концепции устойчивого корпоративного управления. Так, [российский Кодекс корпоративного управления](#), рекомендованный к использованию Банком России начиная с 2014 года, дает определение корпоративного управления с указанием на учет интересов различных заинтересованных сторон, включая акционера:

«Корпоративное управление» — понятие, охватывающее систему взаимоотношений между исполнительными органами акционерного общества, его советом директоров, акционерами и другими заинтересованными сторонами. Корпоративное управление является инструментом для определения целей общества и средств достижения этих целей, а также обеспечения эффективного контроля за деятельностью общества со стороны акционеров и других заинтересованных сторон».

Кодекс также подчеркивает значимость учета нефинансовых факторов и оценки нефинансовых рисков; указывает на необходимость внедрения этических норм корпоративного управления: антикоррупционной политики и внутреннего контроля, добровольного раскрытия существенной нефинансовой информации, создания комитета по этике или комитета по здоровью, безопасности и окружающей среде.

2. ОЦЕНКА УСТОЙЧИВОСТИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Сегодня сложилось общее понимание, что устойчивое (этичное) корпоративное управление позволяет сочетать цели акционеров с интересами широкого круга стейкхолдеров. Однако, мнения расходятся относительно того, что входит в состав такого этичного управления и каковы метрики, которые позволяют оценить уровень устойчивости корпоративного управления в компании.

КОМПОНЕНТЫ УСТОЙЧИВОГО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Корпоративные политики и процедуры, обеспечивающие приверженность компании к реализации экологически и социально-значимых инициатив, включая:

- коммуникационные инструменты (отчетность в области устойчивого развития, взаимодействие со стейкхолдерами);
- инструменты проявления приверженности принципам устойчивого развития (добровольное участие в тематических ESG инициативах);
- управленческие механизмы (состав совета директоров, состав высшего менеджмента);
- инструменты внедрения практик устойчивого развития (система вознаграждений).

Klettner et al., 2014

- Консультации с заинтересованными сторонами и их участие в принятии решений;
- устойчивые и взаимовыгодные отношения с местными участниками;
- стратегия создания нематериальных активов с точки зрения совокупности ценностей (через внешние сети и партнерства);
- деятельность, направленная на снижение воздействия бизнеса на окружающую среду;

- деятельность, направленная на создание стоимости для удовлетворения потребностей и ожиданий основных и второстепенных заинтересованных сторон;

Allais et al., 2017

- Внешние или внутренние консультативные советы (по вопросам окружающей среды, социальной ответственности) и специальные комитеты при совете директоров;
- департамент, отвечающий за ESG направление и подотчетный генеральному директору;
- эксперты по устойчивому развитию в бизнес-единицах;
- механизмы комплаенс, связанных с устойчивостью (экологическая и социальная политики, кодекс этики, горячая линия и др.).

Kolk, 2008

Отчетность GRI, аудит нефинансовой отчетности, подписание инициатив UN Global Compact, независимость директоров, отсутствие совмещения позиции генерального директора и председателя совета директоров/наблюдательного совета, встречи комитета по аудиту, наличие женщин в совете директоров/наблюдательном совете, ESG KPI, кодекс этики.

Xie et al., 2019

Всемирный экономический форум (WEF) предложил унифицировать подход к определению метрик ESG, в том числе корпоративного управления в контексте ESG, в документе [*«Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation»*](#).

Инициатива Всемирного экономического форума является наиболее успешной в унификации понимания ESG, в том числе G, так как она разработана:

- + совместно с более чем 140 бизнес-лидерами;
- + учитывая результаты консультаций с более чем 200 компаниями, инвесторами и другими ключевыми участниками рынка;
- + в партнерстве с Deloitte, EY, KPMG и PwC;
- + используя стандарты/руководящие принципы в сфере подготовки нефинансовой отчетности (GRI, Sustainability Accounting Standards Board, Task Force on Climate-related Financial Disclosures);
- + сохраняя процесс создания ценности как цель корпоративного управления;
- + принимая во внимание нынешний уровень развитости корпоративного управления в компаниях.

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В ПОНИМАНИИ ВСЕМИРНОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО ФОРУМА

«Корпоративное управление лежит в основе создания ценности в долгосрочной перспективе за счет согласования и повышения финансовой и социальной результативности, а также за счет

обеспечения подотчетности стейкхолдерам и создания легитимности бизнеса перед обществом».

[*World Economic Forum, 2020*](#)

Документ Всемирного экономического форума определил пять тем, описывающих корпоративное управление в контексте ESG, или надлежащее корпоративное управление (good corporate governance):

1. Тематика приоритетной цели (Governing Purpose) означает, что у компании должна быть заявлена цель, связанная с экологическими, социальными и экономическими результатами.
2. Управление рисками и возможностями (Risk and Opportunity Oversight) заключается в явном включении ESG рисков в корпоративное управление и связанные с ним процессы и проекты.
3. Метрики качества работы руководящего органа (Quality of Governing Body) показывают, направлена ли деятельность совета директоров/наблюдательного совета и топ-менеджмента на долгосрочное создание стоимости и участие заинтересованных сторон, а также отслеживается ли производительность органов управления по ESG аспектам и улучшается ли она с течением времени.
4. Тема взаимодействия с заинтересованными сторонами (Stakeholder Engagement) направлена на отражение регулярного процесса выявления и выбора ключевых заинтересованных сторон, анализ их интересов и активное включение стейкхолдеров в процессы принятия решений.
5. Индикаторы уровня этичности ведения бизнеса (Ethical Behavior) показывают разницу между формалистским подходом к внедрению этических принципов и стратегическим подходом, направленным на долгосрочную реализацию поставленных ESG целей (World Economic Forum, 2020).

ТЕМЫ И МЕТРИКИ УСТОЙЧИВОГО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ СОГЛАСНО WEF

Тема	Основные метрики	Расширенный список метрик
1. Постановка цели	<p>Постановка цели</p> <p>Есть ли у компании заявленная цель, связанная с достижением общественно значимых интересов и основным бизнесом (GRI 102-26).</p>	<p>Оперативное управление, нацеленное на поставленные цели</p> <p>Как заявленная цель компании встроена в стратегию, политику и стратегические цели компании (GRI 102-26).</p>
2. Оценка рисков и возможностей	<p>Интеграция рисков и возможностей в бизнес-процесс</p> <p>Раскрытие информации о факторах риска компании четко определяет основные риски, с которыми сталкивается компания (в отличие от рисков сектора или страны), риск-аппетит совета директоров, как эти риски менялись с течением времени, а также какова реакция компании на эти изменения. Информация о факторах риска должна также включать обсуждение безопасности данных, включая раскрытие количества утечек данных, и описания других рисков цифровизации (GRI 102-15, IR 4D).</p>	<p>Экономические, экологические и социальные темы в структуре распределения капитала</p> <p>Как высший руководящий орган рассматривает экономические, экологические и социальные вопросы при принятии решений о распределении капитала (CDSB REQ-02).</p>
3. Качество совета директоров	<p>Структура Совета директоров</p> <p>Состав высшего руководящего органа и его комитетов: соотношение исполнительных и неисполнительных директоров; независимость директоров; продолжительность пребывания директоров в органе управления; количество других значимых позиций и обязательств каждого директора, а также характер обязательств; гендерное соотношение; наличие недостаточно представленных социальных групп; компетенции директоров по экономической, экологической и социальной тематике; представительство заинтересованных сторон (GRI 102-22, GRI 405-1a, IR 4B).</p>	<p>Прогресс по стратегическим задачам</p> <p>Раскрытие существенных стратегических экономических, экологических и социальных задач, которые, как ожидается, будут достигнуты в следующем году; описание уже реализованных задач в предыдущем году, и того, как эти задачи могут повлиять или повлияли на долгосрочную ценность бизнеса (GRI 102-35)</p> <p>Система вознаграждений</p> <p>Соответствие KPI высшего менеджмента целям и задачам ESG сфер, а также стратегии устойчивого развития; наличие политик вознаграждения руководителей высшего звена по различным типам вознаграждений (фиксированная и переменная оплата, оплата по результатам и на основе капитала, бонусы и акции, пенсионные программы и пр.) (GRI 102-35).</p>
4. Стейкхолдерская коммуникация	<p>Влияние существенных тем на заинтересованные стороны</p> <p>Список существенных тем, выявленных в процессе определения содержания отчета, и описание того, как они влияют на заинтересованные стороны (GRI 102-21, GRI 102-43, GRI 102-47).</p>	

Анти-коррупция

1. Общий процент членов руководящего органа, сотрудников и деловых партнеров, прошедших обучение антикоррупционным политикам и процедурам организации, с разбивкой по регионам.
2. Общее количество и характер случаев коррупции, подтвержденных в текущем году, но относящихся к предыдущим годам.
3. Общее количество и характер случаев коррупции, подтвержденных в текущем году (GRI 205-2, GRI 205-3).

Согласование стратегии и политик компании с ее лоббистской позицией

Существенные вопросы, которые находятся в центре внимания компании при участии в разработке государственной политики и лоббировании; стратегия компании, относящаяся к этим направлениям; и любые различия между лоббистской позицией и целью компании, заявленной в политиках, стратегиях или других публичных документах (GRI 415).

Механизмы консультаций по этике и механизмы подачи жалоб

Описание внутренних и внешних механизмов: обращений по вопросам этичного и законного поведения, а также организационной целостности компании; обращений о неэтичном или незаконном поведении, а также по вопросам целостности организации (GRI 102-17).

Денежные потери из-за неэтичного поведения

Общая сумма денежных потерь в результате судебных разбирательств, связанных с мошенничеством, инсайдерской торговлей, нарушением антимонопольного законодательства, антиконкурентным поведением, манипулированием рынком, злоупотреблением служебным положением или нарушениями других соответствующих отраслевых законов или постановлений (SASB 510a.1).

3. УСТОЙЧИВОЕ КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ

Сегодня ESG-рейтинги только начинают оценивать устойчивость корпоративного управления компаний, в том числе в России. Для развития этих оценок очень важны понятность и прозрачность метрик и показателей устойчивости, а также формирование общего видения (экрана) практики корпоративного управления для использования бизнесом результатов такого ESG-рейтинга. Рейтинг Университета Перуджи и АКР «Да-Стратегия» в полной мере удовлетворяет этим требованиям.

Методология ESG-Рейтинга устойчивого корпоративного управления, разработанного Университетом Перуджи и АКР «Да-Стратегия», сформирована на основе результатов научных исследований (*Cardoni et al., 2020; Ioannou & Serafeim, 2019; Porter & Kramer, 2006*), методических рекомендаций Всемирного экономического форума (*World Economic Forum, 2020*) и особенностей российского рынка и включает оценку 9 показателей, сгруппированных в три секции:

1. Стратегия и риск-менеджмент.
2. Структура совета директоров и участие стейкхолдеров в управлении.
3. Анти-коррупция и бизнес-этика.

Каждая секция состоит из 3 показателей с 2-4 индикаторами в каждом. Критерием отбора показателей являлось их участие в создании стоимости бизнеса и способность оказывать положительное влияние на финансовые результаты компании.

В базе оценки Рейтинга 2021 года присутствует 499 российских компаний, размещающих на Московской Бирже обыкновенные/привилегированные акции или корпоративные/биржевые облигации. Компании представляют следующие отрасли экономики²:

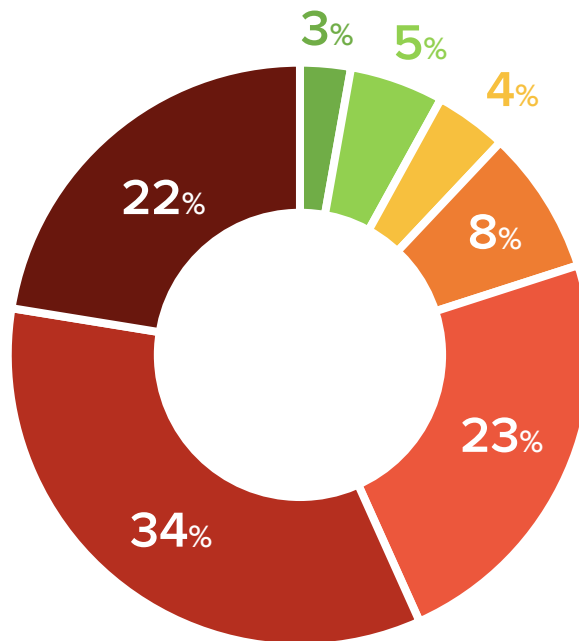
- + банки и другие инвестиционно-финансовые организации;
- + электроэнергетика;
- + машиностроение;
- + инжиниринг, промышленно-инфраструктурное строительство;
- + нефтяная и нефтегазовая промышленность;
- + транспорт;
- + химическая и нефтехимическая промышленность;
- + черная металлургия;
- + пищевая промышленность;
- + телекоммуникации и связь;
- + розничная торговля;
- + цветная металлургия;
- + другие.

В качестве основных источников информации в Рейтинге используются годовые и нефинансовые отчеты компаний. Оценки соответствия критериям Рейтинга – бинарные, поэтому в Рейтинге не учитывались промежуточные значения соответствия критериям, а отсутствие информации в публичных отчетах расценивалось как несоответствие критерию Рейтинга.

Более подробно с методологией Рейтинга можно ознакомиться на сайте: <http://corptransparency.ru/attach>

² По ОКВЭД

Согласно результатам Рейтинга 2021 года, компаниям присвоены уровни от А+ («лидер корпоративной ESG-практики РФ») до D («нет данных»), где лидерская практика характеризуется стратегическим подходом к управлению ESG аспектами, наличием ESG риск-менеджмента, присутствием Совета директоров с расширенным набором компетенций, активным участием стейкхолдеров в управлении, высоким уровнем прозрачности и подотчетности, а также корпоративной культуры компании.



	A+ Лидер корпоративной ESG-практики РФ	Компания имеет стратегический подход к управлению ESG аспектами, управляет ESG рисками, создает Совет директоров с расширенным набором компетенций, активно вовлекает стейкхолдеров в управление, имеет лидерский уровень прозрачности и подотчетности, а также лидерскую корпоративную культуру.
	A Лучшая корпоративная ESG-практика РФ	Компания имеет стратегический подход к управлению ESG аспектами, управляет ESG рисками, создает Совет директоров с расширенным набором компетенций, активно вовлекает стейкхолдеров в управление, имеет высокий уровень прозрачности и подотчетности, а также развитую корпоративную культуру.
	B+ Развитая корпоративная ESG-практика	Компания управляет ESG рисками, создает Совет директоров с расширенным набором компетенций, имеет высокий уровень прозрачности и развитую корпоративную культуру.
	B Развивающаяся корпоративная ESG-практика	Компания управляет ESG рисками, создает Совет директоров с расширенным набором компетенций, имеет достаточный уровень прозрачности и достаточный уровень развития корпоративной культуры.
	C+ Начинаящий уровень корпоративной ESG-практики	Компания слабо управляет ESG аспектами, имеет низкий уровень прозрачности и слабую корпоративную культуру.
	C Управление ESG-асpekтами фрагментарно	Компания имеет фрагментарные инструменты управления ESG.
	D Нет данных	Нет данных о компании.

В список компаний-лидеров входит 14 компаний уровня А+ и 26 компаний уровня А (Приложение 1 и Приложение 2). Средний балл устойчивого корпоративного управления для таких компаний составляет 7,2 балла из 9 возможных при среднем балле 1,8 для всех 499 компаний Рейтинга.

Лучшие результаты достигаются компаниями-лидерами по разделу «Стратегия и риск-менеджмент» - средний балл по этому разделу выше остальных (2,656 баллов из возможных трех). У компаний есть заявленная цель, связанная с экономической, социальной и экологической результативностью в общей бизнес-стратегии или в отдельной ESG-стратегии, указаны риски из экономической, социальной и экологической сфер, а также риски четвертой промышленной революции (безопасность данных/ цифровизация и др.) и риски изменения климата. Компании раскрывают информацию о влиянии рисков на их бизнес, указывают риск-аппетиты, динамику изменения уровней рисков и ответ компании на выявленные риски.

Высокий результат по блоку «Стратегия и риск-менеджмент» можно объяснить размером предприятий и их централизованным способом работы, который является привычным для таких бизнесов в любых сферах деятельности, как в проектах по принципу «business as usual», так и в ESG проектах. Таким образом, используя централизованный стратегический подход, компания начинает с определения рисков, возможностей и стратегических действий в сфере ESG.

Несмотря на высокий уровень соответствия компаний критериям блока «Стратегия и риск-менеджмент», у более чем 50% компаний зафиксировано слабое раскрытие изменений в уровне рисков, особенно ESG рисков. В условиях кризиса и мировой нестабильности, уровень рисков увеличивается год от года, что является неприглядной информацией для публикации в отчетах. Так как любой бизнес стремится избежать распространения невыгодной для себя информации в публичной отчетности (García-Sánchez et al., 2020), компании Рейтинга устойчивого корпоративного управления ограничивают объем информации в отношении динамики уровня рисков.

Компонент «Структура совета директоров и участие стейкхолдеров в управлении» имеет средний балл 2,375 из максимально возможных трех баллов. Он описывает такие качественные характеристики совета директоров, как: наличие или отсутствие совмещения должностей председателя совета директоров и председателя прав-

ления; независимость большинства ($\geq 51\%$) членов совета директоров; наличие женщин в совете. В рамках этого раздела компании-лидеры раскрывают информацию о длительности пребывания директоров в органах управления компании, предыдущие значимые позиции и обязательства каждого из директоров, а также компетенции по экономической, экологической и социальной тематике. Компания-лидер также вовлекает заинтересованные стороны в процесс принятия решений благодаря включению стейкхолдеров в процесс определения существенных тем для раскрытия в годовой отчетности и с помощью создания стейкхолдерского/ ESG или аналогичного комитета при совете директоров.

Однако, даже среди компаний-лидеров, у большинства организаций зафиксировано недостаточное количество независимых директоров (не достигающее 51%). Критерий лучшей практики согласно Кодексу корпоративного управления Банка России составляет треть независимых директоров, в то время как международный уровень в 51%, возможно, является в настоящий момент завышенным для российской системы корпоративного управления.

Самым слабым компонентом устойчивого корпоративного управления является «Анти-коррупция и бизнес-этика» - среднее значение этого раздела самое низкое по сравнению с остальными (2,167 баллов при максимуме в три балла). Компании-лидеры разрабатывают и утверждают антикоррупционные политики, нормы и стандарты, развивают инструменты для сообщения о неэтичном или незаконном поведении (например, горячая линия), обсуждают антикоррупционные инициативы и взаимодействуют с заинтересованными сторонами в рамках конференций и мастер-классов, публичных инициатив и/или являются подписантами Антикоррупционной хартии российского бизнеса. Сотрудники таких компаний проходят обучение антикоррупционной политике и антикоррупционным процедурам, члены руководящих органов также знакомятся с современными трендами в области антикоррупции, а для поставщиков и подрядчиков прописана антикоррупционная оговорка в договорах. Компании-лидеры прозрачны в сфере антикоррупции: они раскрывают информацию про количество сотрудников и руководителей, прошедших программы обучения по антикоррупции, а также количество коррупционных случаев, произошедших в отчетном периоде.

Более половины компаний-лидеров не раскрывают динамику выявленных коррупционных слу-

чаев и не вовлекают деловых партнеров в процессы обучения антикоррупционным политикам и процедурам. Только в 53% случаев компании указывают, что руководители проходят обучение, связанное с анти-коррупцией, еще реже встречается информация об участии членов совета директоров в подобных мероприятиях.

Сравнительно низкий интерес к антикоррупционным практикам и прозрачности по теме коррупции может быть объяснен ожиданием компаний негативных репутационных последствий в условиях высоких коррупционных рисков на уровне страны в целом: место России в Индексе восприятия коррупции составляет 129 из 180 (Transparency International, 2021). В условиях вы-

соких коррупционных рисков компании тяжелее реализовывать инициативы по борьбе с коррупцией: слишком строгие этические требования к контрагентам могут лишить компанию партнеров, а раскрытие фактов коррупции может подвергнуть бренд критике со стороны общественности и инвесторов.

Лучшая практика устойчивого корпоративного управления на примере 40 компаний является достаточно однородной. Среднеквадратичное отклонение меньше среднего значения уровня устойчивого корпоративного управления в 10,6 раз и меньше средних значений компонентов Рейтинга в 4,3-5,9 раз.

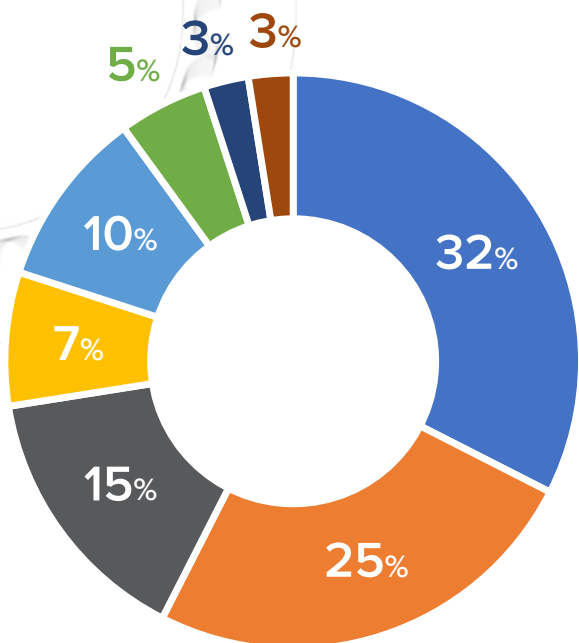
Описательная статистика уровня устойчивого корпоративного управления и его компонентов для компаний уровня А и А+









	Среднее	Среднекв. отклонение	Мин	Макс
Уровень устойчивого корпоративного управления	7,198	0,680	6	8,42
1. Стратегия и риск-менеджмент	2,656	0,415	1	3
2. Структура совета директоров и участие стейкхолдеров в управлении	2,375	0,460	1,25	3
3. Анти-коррупция и бизнес-этика	2,167	0,506	0,67	3

Компании с высоким уровнем устойчивого корпоративного управления (А и А+) представляют такие отрасли, как производство материалов, инфраструктурные организации, энергетика, коммуникационные услуги, финансовые услуги, промышленность и производство/сбыт товаров низшей/высшей категории. Эти отрасли могут считаться более чувствительными к ESG: экологическая и социальная деятельность таких компаний более строго контролируется государством, местными сообществами, международными экологическими НКО и другими заинтересованными сторонами (Garcia et al., 2017; Kottasova,

2014; Qureshi et al., 2020). Производственные и промышленные компании привлекают внимание стейкхолдеров из-за прямого негативного воздействия на экологию и высоких рисков травматизма сотрудников ввиду особенностей деятельности. Коммуникационная сфера несет риск утечки конфиденциальных данных клиентов и высокий риск коррупции, тогда как финансовый сектор подвергается более жесткому регулированию в сфере ESG со стороны государства и наднациональных организаций в силу мультипликативного эффекта деятельности банков и других финансовых организаций.

Сферы деятельности³ компаний уровня А и А+



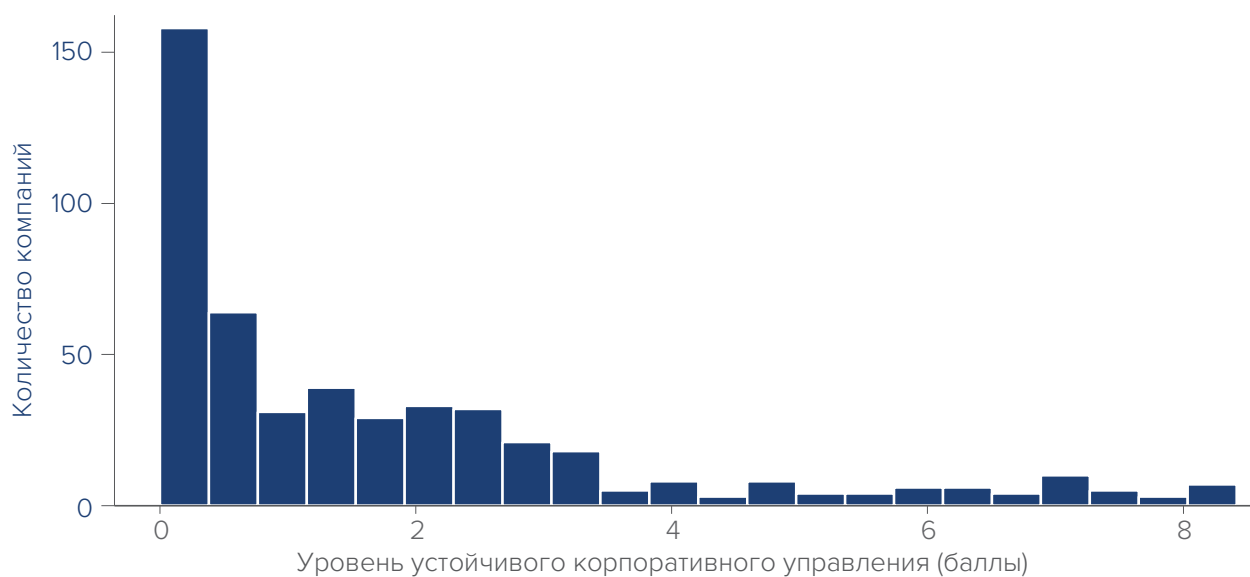
-  Производство материалов (сталь, алюминий, золото и другие металлы, горнодобывающая промышленность, сельскохозяйственные компании, производство строительных материалов)
-  Инфраструктурные организации (электрогенерация и распределение)
-  Энергетические компании (нефть и газ)
-  Коммуникационные услуги
-  Финансовые услуги (банки и биржи)
-  Промышленность (авиалинии, железные дороги)
-  Производители товаров широкого потребления (товаров низшей категории)
-  Производители товаров высшей категории

Среди российских компаний, участвующих в Рейтинге, 8% компаний имеют устойчивое корпоративное управление на уровне лучшей или развитой практики.

80% компаний набрали менее 3 баллов из 9 возможных, 12% компаний получили оценку от 3 до 6 баллов и только 8% компаний представляют

собой лучшую практику с результатом, превышающим 6 баллов. При этом ни одна из компаний не набрала максимальное значение в 9 баллов.

Распределение итогового балла устойчивого корпоративного управления, 2021 год



³ Согласно Глобальному стандарту классификации отраслей (GICS)

Среднее значение общего уровня устойчивого корпоративного управления составляет 1,8 из 9 возможных баллов, что ниже уровня лучшей практики на 5,4 балла.

Структура распределения баллов по компонентам устойчивого корпоративного управления сохранилась той же, что и для всей выборки компаний: наивысшие баллы достигнуты в разделе «Стратегия и риск-менеджмент», тогда как самым слабым разделом по-прежнему остается «Анти-коррупция и бизнес-этика».

В блоке «Стратегия и риск-менеджмент» со средним баллом 0,773 из максимально возможных трех баллов, большинство компаний (более 50%) раскрывают риски из экономической, социальной, экологической сфер и ответ компании на эти риски, стратегический подход к ESG и включение ESG рисков в общий риск-менеджмент. Реже всего компании описывают в отчетности риски четвертой промышленной революции (безопасность данных/ цифровизация и др.) и риски изменения климата, а также динамику в уровнях всех рисков.

Компонент «Структура совета директоров и участие стейкхолдеров в управлении» в среднем составил 0,689 баллов из возможных трех. У 48% компаний нет совмещения должностей председателя совета директоров и председателя правления, у 40% присутствуют женщины в совете директоров, 33%-34% компаний раскрывают информацию о длительности пребывания директоров в органах управления компании, указывают предыдущие значимые позиции, опыт и компетенции членов совета. При этом в менее чем 10% компаний большинство директоров независимые ($\geq 51\%$), есть представительство заинтересованных сторон в совете или комитетах при совете, а также проводится практика включения стейкхолдеров в процесс

определения тем для раскрытия в публичной отчетности.

Средний балл раздела «Анти-коррупция и бизнес-этика» (0,381 баллов из трех возможных) меньше средних баллов остальных разделов примерно в 2 раза. Около 30% отчетов компаний содержат информацию про принятые анти-коррупционные политики, нормы и стандарты и около 20% включают информацию про механизмы для сообщения о неэтичном или незаконном поведении (например, горячая линия). 10%-15% компаний проводят обучающие мероприятия для сотрудников и участвуют во внешних инициативах по противодействию коррупции. Менее 10% сообщают о проведенных тренингах для руководителей и бизнес-партнеров, а также раскрывают информацию о выявленных фактах коррупции.

Оценки уровня устойчивого корпоративного управления разнородны: среднеквадратичное отклонение совпадает со средними оценками или превышает их более чем в два раза. Согласно международным исследованиям, на начальном уровне развития ESG в отрасли/стране, каждая компания начинает внедрять практики в зависимости от своего понимания повестки и целей, что приводит к неоднородности деятельности бизнеса в сферах ESG. Затем формируется лидерская группа, применяющая наиболее успешные подходы в сфере устойчивого развития, которые активно перенимаются большинством компаний отрасли или страны и впоследствии становятся универсальной практикой (Ioannou & Serafeim, 2019). Таким образом, различия в баллах между российскими компаниями говорит о начальном уровне развития практики устойчивого корпоративного управления. Среди российских компаний оформилась группа лидеров, однако общепринятая практика этичного корпоративного управления еще не сформировалась: компании находятся в поиске лучших решений.

Описательная статистика уровня устойчивого корпоративного управления и его компонентов

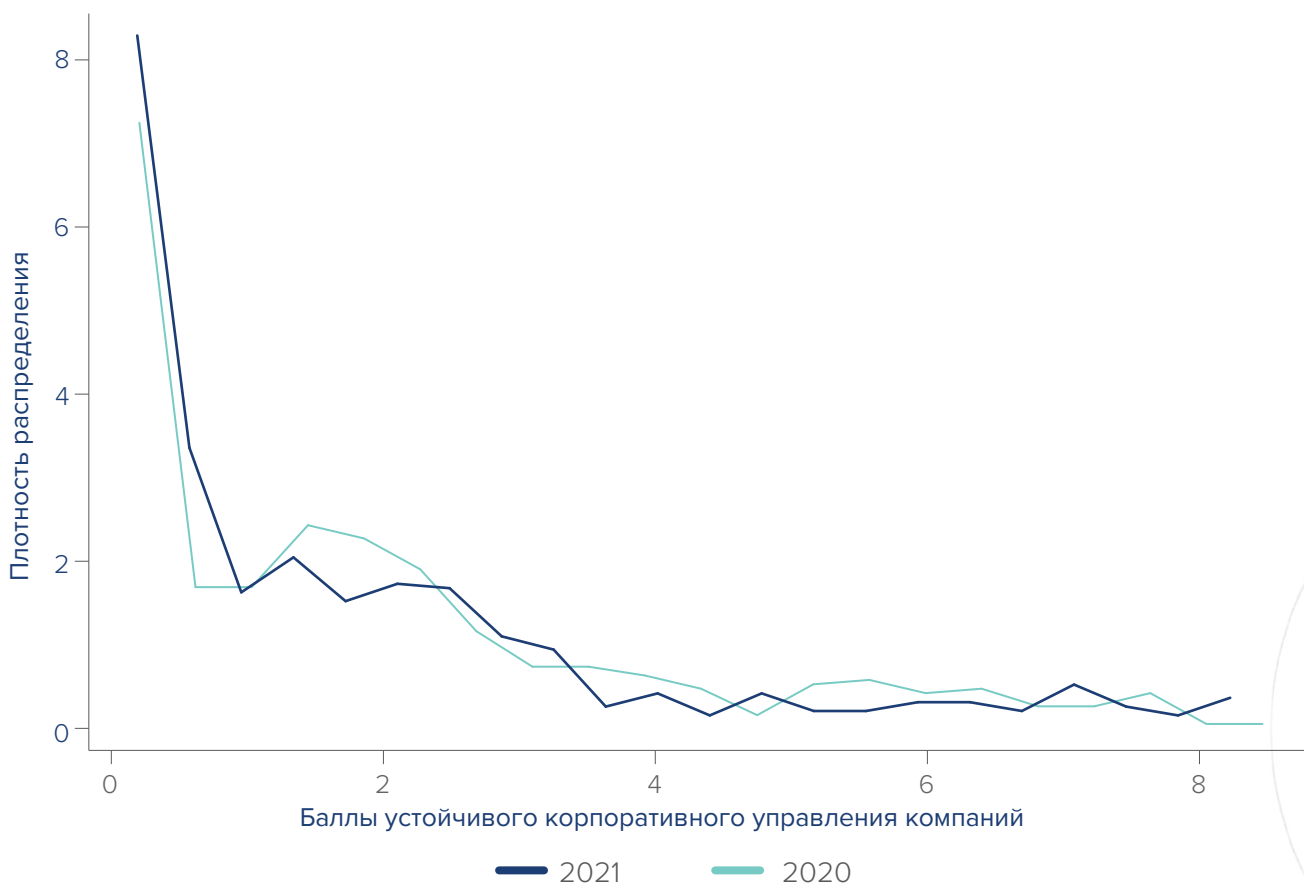
	Среднее	Среднекв. отклонение	Мин	Макс
Уровень устойчивого корпоративного управления	1,843	2,086	0	8,42
1. Стратегия и риск-менеджмент	0,773	0,852	0	3
2. Структура совета директоров и участие стейкхолдеров в управлении	0,689	0,777	0	3
3. Анти-коррупция и бизнес-этика	0,381	0,702	0	3

Сложная экономическая обстановка в мире и в России, вызванная COVID-19, привела к незначительному снижению среднего итогового балла по всем компонентам Рейтинга 2021 года по сравнению с 2020 годом.

Средний балл итоговой оценки устойчивого корпоративного управления снизился на 5,6%, а средние баллы по каждому из компонентов сократились на 5,1%-6,1%. Максимальное значение уровня устойчивого корпоративного управления не достигнуто ни одной компанией ни в Рейтинге 2020, ни 2021 года. Снижение может быть объяснено усложнившейся экономической и социальной ситуацией после начала пандемии COVID-19. Компании были вынуждены разрабатывать меры по реагированию на изменившиеся условия ведения бизнеса и были направлены на главную цель – сохранение деятельности. В подобных условиях компании обычно стремятся публиковать только ту информацию, которая убедит стейкхолдеров в стабильности компании, и избегать противоречивой или негативной информации (García-Sánchez et al., 2020), что снижает общий уровень прозрачности компании, в том числе, в сфере устойчивого корпоративного управления.

Среднеквадратичное отклонение незначительно сократилось для итогового балла и секции «Стратегия и риск-менеджмент», в то время как для остальных секций его значения незначительно увеличились. Таким образом, для компонента «Стратегия и риск-менеджмент», наиболее развитого в российских компаниях, начинает формироваться стандартное понимание практики, что ведет к универсализации применяемых инструментов и отражается в Рейтинге более низким уровнем отклонения по сравнению с предыдущим годом. Однако, уровень стандартного отклонения все еще превышает средний балл, полученный компаниями в рамках оценки данного раздела, что не позволяет говорить об уже имеющейся универсальной практике в сфере устойчивого корпоративного управления.

Распределение итогового балла устойчивого корпоративного управления, 2020–2021 годы



Средние значения устойчивого корпоративного управления и его компонентов, 2020-2021 годы



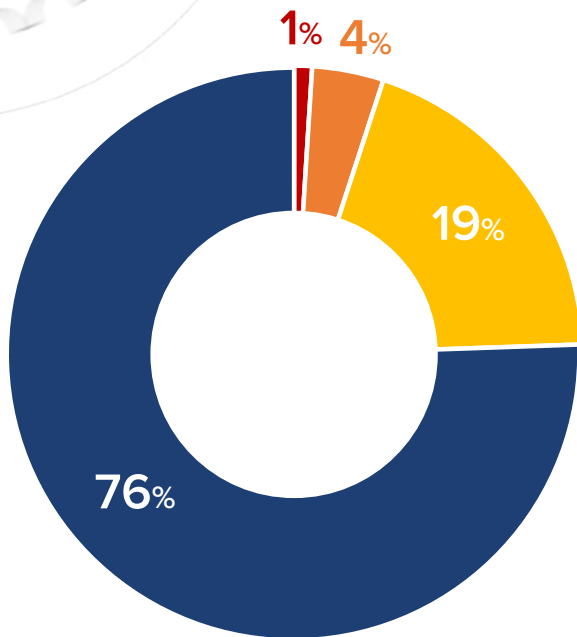
Среднеквадратичное отклонение устойчивого корпоративного управления и его компонентов, 2020-2021 годы



Максимальные значения устойчивого корпоративного управления и его компонентов, 2020-2021 годы



Несмотря на сложности, вызванные пандемией COVID-19, большинство (76%) российских компаний не сталкивались с крупными конфликтами в 2020 году, которые были бы освещены в СМИ. Компании, столкнувшиеся с подобными происшествиями (24%), чаще всего не имели возможности предотвратить событие, стремились минимизировать последствия и раскрывать информацию о произошедшем (более 80% от количества компаний с зафиксированным резонансным событием).



Высокий

Резонансные события происходят часто, обычно в зоне ответственности компании, компания мало освещает происшествие.



Средний

Резонансные события происходят часто и компания мало освещает происшествие. Зона ответственности спорна.



Низкий

Резонансные события единичны, происходят вне зоны контроля компании, компания публично освещает происшествия.



Нулевой

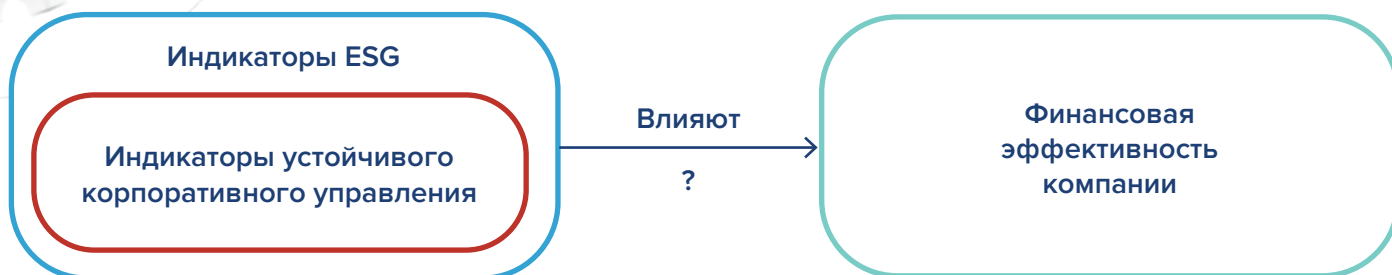
Отсутствие резонансных событий в сфере ESG.

Подводя итоги анализа российских компаний на основе ESG-Рейтинга устойчивого корпоративного управления 2020 и 2021 года, практика этичного управления в российских компаниях только начинает складываться. Ее кодификация постепенно формируется на примере компаний-лидеров (лучшая практика), тогда как у большей части российских компаний компоненты устойчивого корпоративного управления присутствуют фрагментарно. Невысокий уровень устойчивого корпоративного управления может рассматривать как недостаток управления, однако он также является и возможностью для российского бизнеса. Начальный уровень устойчивости управления в целом по рынку позволяет каждой отдельно взятой компании очень быстро получить значительную позитивную динамику в развитии корпоративного управления и использовать создаваемую практику как свою отличительную особенность и конкурентное преимущество.



4. ВЛИЯЕТ ЛИ УСТОЙЧИВОЕ КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ НА СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА?

Из всех аспектов ESG, корпоративное управление (G) является наиболее перспективным индикатором и обеспечивает более тесную связь с финансовыми результатами компании. В свою очередь, аспекты E и S, находясь вне области корпоративного управления, могут становиться источниками рисков для компании.



Исследование Университета Перуджи на основе данных ESG-Рейтинга устойчивого корпоративного управления 2020 и 2021 года подтверждает наличие **положительной связи** между уровнем устойчивого корпоративного управления и финансовой результативностью компании.

Цель исследования заключалась в изучении роли уровня устойчивого корпоративного управления в финансовой результативности российских компаний.

В исследовании участвовали российские компании, размещающие акции на Московской Бирже и имеющие оценки в ESG-Рейтинге устойчивого корпоративного управления 2020 и 2021 года. Основным источником данных для Рейтинга являются годовые отчеты и отчеты об устойчивом развитии, выпущенные в 2020 и 2021 годы, отчетным периодом которых является 2019 и 2020 год соответственно.

В качестве зависимой переменной, описывающей финансовую эффективность компании, использовалась рыночная стоимость, выраженная в виде показателя MBV (соотношение рыночной и балансовой стоимости компании). Независимой переменной являлся уровень устойчивого корпоративного управления, который был получен на основе результатов ESG-Рейтинга устойчивого корпоративного управления. Для определения зависимости между переменными, были построены две линейные регрессионные модели (для 2019 года и для 2020 года), которые могли бы отразить процентное изменение рыночной стоимости в ответ на изменение уровня устойчивого корпоративного управления. С этой целью использовалась модифицированная формула рыночной стоимости по Ohlson (de Klerk & de Villiers, 2012), которая легла в основу линейных регрессий (OLS):

$$MBV = BV_{inv} + BV_{NI} + Ind + SG$$

Переменная	Расшифровка	2019 (По Рейтингу 2020)	2020 (По Рейтингу 2021)	
MBV	$\ln\left(\frac{\text{Market value}_{i,t} + \text{Dividends}_{i,t}}{\text{Book Value}_{i,t-1}}\right)$		Зависимая переменная	
SG	SG_t	Уровень устойчивого корпоративного управления текущего периода	0,113**	0,107**
BV_inv	$\ln\left(\frac{1}{\text{Book Value}_{t-1}}\right)$	Натуральный логарифм инвертированной балансовой стоимости за предыдущий период	0,140***	0,127***
BV_NI	$\ln\left(\frac{\text{Net Income}_t}{\text{Book Value}_t}\right)$	Натуральный логарифм отношения чистой прибыли к балансовой стоимости текущего периода	0,494***	0,515***
Ind	Ind	Отраслевая чувствительность к ESG факторам	0,148	0,149
	N	Количество наблюдений	136	145
	p	p-значение	0,0000	0,0000
	R ²	Коэффициент детерминации	0,51	0,47
	VIF(max)	Коэффициент мультиколлинеарности	1,48	1,46

Уровни существенности: * $p < ,05$; ** $p < ,01$; *** $p < ,001$

Согласно результатам, значения Рейтинга существенны в оценке рыночной стоимости компании ($p < 0,01$) и оказывают положительное влияние на стоимость бизнеса с коэффициентом, равным 0,11. Иными словами, при увеличении оценки компании в ESG-рейтинге корпоративного управления на 1 балл, отношение рыночной цены к балансовой стоимости (MBV) может увеличиться на 11%.

Результаты анализа российского рынка соответствуют выводам международного исследования университета Перуджи, использующего схожую методологию оценки уровня устойчивого корпоративного управления и применяющего ту же формулу рыночной стоимости Ohlson для анализа роли этического корпоративного управления в стоимости компаний из нескольких стран мира (Cardoni et al. 2021). Анализ проводился на примере компаний-лидеров в сфере нефинансовой отчетности, представляющих 7 стран (США, Великобритания, Италия, Россия, Бразилия, Австралия и ЮАР). База данных для оценки состояла из годовых и нефинансовых отчетов за 2018 год.

Согласно результатам научной работы, итоговый уровень устойчивого корпоративного управления международных компаний имеет существенную и положительную взаимосвязь с рыночной стоимостью для компаний с изначально низким уровнем устойчивого корпоративного управления.

В отличие от международного исследования, в настоящей работе взаимосвязь между уровнем этического корпоративного управления и рыночной стоимостью является положительной и существенной для всех компаний вне зависимости от их изначального уровня. Согласно разделу (3) настоящего документа, большинство российских компаний имеют начальный уровень внедрения практик устойчивого корпоративного управления при высоком разнообразии форм таких практик, что создает возможность для получения маржинальной выгоды от каждого дополнительно внедренного инструмента устойчивого корпоративного управления.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данная работа представляет собой анализ теории и практик устойчивого корпоративного управления с целью ознакомления с новой концепцией и практикой ее реализации в России, а также определения значимости данной концепции для эффективного ведения бизнеса.

В первом разделе данного исследования удалось сформулировать наиболее общепринятый термин устойчивого корпоративного управления, а во втором разделе - расширить концепцию описанием компонентов и метрик для определения уровня развития этического управления в компаниях.

Устойчивое корпоративное управление описывается как такая система корпоративного управления, которая основана на интеграции целей акционеров и ключевых заинтересованных сторон, защищающая интересы общества и окружающей среды в целом (Allais et al., 2017; Cardoni et al., 2020; Lombardi et al., 2019). На бизнес уровне рассматриваются такие элементы устойчивого корпоративного управления, как ESG стратегия и риск-менеджмент, структура совета директоров и участие стейкхолдеров в управлении, а также анти-коррупция и бизнес-этика.

В третьем разделе исследования описан уровень российских компаний на основе оценок ESG-Рейтинга устойчивого корпоративного управления. Согласно результатам, в России сформирован образ лидерской практики устойчивого корпоративного управления, однако в отношении всех листинговых компаний не сложилось общепринятой практики этического управления. Иными словами, российские компании находятся в поиске

лучших инструментов интеграции ESG повестки в корпоративное управление.

В завершении работы регрессионный анализ на основе результатов ESG-Рейтинга устойчивого корпоративного управления доказал значимость устойчивого корпоративного управления в финансовой результативности компании. При увеличении оценки компании в ESG-Рейтинге корпоративного управления на 1 балл, отношение рыночной цены к балансовой стоимости (MBV) может увеличиться на 11%.

Дальнейшее изучение научной дискуссии по теме этического управления и практик российских компаний в сфере устойчивого корпоративного управления позволит оценить динамику происходящих изменений.



ССЫЛКИ

1. Allais, R., Roucoules, L., & Reyes, T. (2017). Governance Maturity Grid: A Transition Method for Integrating Sustainability into Companies. *Journal of Cleaner Production*, 140, 213–226. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.02.069>
2. Cardoni, A., Kiseleva, E., Arduini, S., Terzani, S. (2021). From sustainable value to shareholder value: the impact of sustainable governance and anti-corruption programs on market valuation. Due to be published at *Business Strategy and the Environment* (under second review)
3. Cardoni, A., Kiseleva, E., & Lombardi, R. (2020). A Sustainable Governance Model to Prevent Corporate Corruption: Integrating Anticorruption Practices, Corporate Strategy and Business Processes. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1173–1185. <https://doi.org/10.1002/bse.2424>
4. Claessens, S. (2006). Corporate Governance and Development. *The World Bank Research Observer*, 21(1), 91–122. <https://doi.org/10.1093/wbro/lkj004>
5. Da-Strategy, UNIPG, & Russian Regional Network on <IR>. (2021). Corporate Transparency Research Portal. <http://corptransparency.ru/conferences>
6. Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
7. Elkington, J. (2006). Governance for Sustainability. *Corporate Governance: An International Review*, 14(6), 522–529. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00527.x>
8. Freeman, R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press.
9. Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
10. García-Sánchez, I.-M., Raimo, N., Marrone, A., & Vitolla, F. (2020). How Does Integrated Reporting Change in Light of COVID-19? A Revisiting of the Content of the Integrated Reports. *Sustainability*, 12(18), 7605. <https://doi.org/10.3390/su12187605>
11. Ioannou, I., & Serafeim, G. (2019). Corporate Sustainability: A Strategy? *Harvard Business School, SSRN Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3312191>
12. Klettner, A., Clarke, T., & Boersma, M. (2014). The Governance of Corporate Sustainability: Empirical Insights into the Development, Leadership and Implementation of Responsible Business Strategy. *Journal of Business Ethics*, 122(1), 145–165. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1750-y>
13. Kolk, A. (2008). Sustainability, Accountability and Corporate Governance: Exploring Multinationals' Reporting Practices. *Business Strategy and the Environment*, 17(1), 1–15. <https://doi.org/10.1002/bse.511>
14. Kottasova, I. (2014, December 2). World's most corrupt industries. *CNNMoney*. <https://money.cnn.com/2014/12/02/news/bribery-foreign-corruption/index.html>
15. Lombardi, R., Trequattrini, R., Cuozzo, B., & Cano-Rubio, M. (2019). Corporate Corruption Prevention, Sustainable Governance and Legislation: First Exploratory Evidence from the Italian Scenario. *Journal of Cleaner Production*, 217, 666–675. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.01.214>
16. Qureshi, M. A., Kirkerud, S., Theresa, K., & Ahsan, T. (2020). The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1199–1214. <https://doi.org/10.1002/bse.2427>
17. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
18. World Economic Forum. (2020). Toward Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation. <https://www.weforum.org/whitepapers/toward-common-metrics-and-consistent-reporting-of-sustainable-value-creation/>
19. Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286–300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>
20. Загидуллин Ж. К., Галушкин С.В., Флямер М. Г. (2007) Бизнес и общество: корпоративная интеграция. Корпоральность и развитие. Сборник трудов по философии корпоративного развития. Вып. 2., под ред. О.Б. Алексеева и О.И. Генисаретского – М.: Изд. Европа, 2007, с.122-138

ОРГАНИЗАТОРЫ ИССЛЕДОВАНИЯ



НП АКР «Да–Стратегия»

Является одним из старейших игроков российского рынка консультационных услуг в области корпоративной отчетности и повышения информационной прозрачности компаний.

Клиенты – крупные российские корпорации, среди которых Госкорпорация «Росатом», ПАО «Россети», ПАО «Роснефть», ПАО «Транснефть», ПАО «Русгидро», АФК «Система», Segezha Group и др.



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
DI PERUGIA

Università degli Studi di Perugia (Университет Перуджи).

Основан в 1308 году, и является одним из старейших университетов Италии. На сегодняшний день исследовательская, образовательная и консультационная деятельность по различным дисциплинам организована в 14 кафедрах, где учатся около 25 000 студентов, и работают 1 100 профессоров и исследователей, а также и 1 100 сотрудников.



КОНТАКТЫ АВТОРОВ

Киселева Евгения Владимировна

PhD-кандидат, Университет Перуджи, Италия

evgeniia.kiseleva@studenti.unipg.it

Загидуллин Жан Каримович

Генеральный Директор НП АКР «Да-Стратегия», Россия

zhan@da-strateg.ru

Журавлев Алексей Вячеславович

Руководитель аналитического центра, ГК «Да-Стратегия», Россия

dastrateg@ya.ru

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

РЕЗУЛЬТАТЫ РЕЙТИНГА 2021

КОМПАНИИ УРОВНЯ А+ (В АЛФАВИТНОМ ПОРЯДКЕ)

АК «АЛРОСА» (ПАО)

МКПАО «ОК РУСАЛ»

ПАО «Аэрофлот»

ПАО «Газпром нефть»

ПАО «Интер РАО»

ПАО «ММК»

ПАО «НЛМК»

ПАО «Ростелеком»

ПАО «Северсталь»

ПАО «ФосАгро»

ПАО «ФСК ЕЭС»

ПАО АФК «СИСТЕМА»

ПАО Московская Биржа

ПАО Сбербанк

КОМПАНИИ УРОВНЯ А (В АЛФАВИТНОМ ПОРЯДКЕ)

АО «Почта России»

АО «ХК «МЕТАЛЛОИНВЕСТ»

АО «Сетевая компания»

Банк ВТБ (ПАО)

Госкорпорация «Росатом»

МКПАО «ЭН+ ГРУП»

ОАО «РЖД»

ПАО «Газпром»

ПАО «ГМК «Норильский никель»

ПАО «Группа ЛСР»

ПАО «Детский мир»

ПАО «ЛУКОЙЛ»

ПАО «Магнит»

ПАО «МРСК Северо-Запада»

ПАО «МТС»

ПАО «НК «Роснефть»

ПАО «Полюс»

ПАО «Россети Ленэнерго»

ПАО «Россети Сибирь»

ПАО «Россети»

ПАО «РусГидро»

ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина

ПАО «ТМК»

ПАО «Уралкалий»

ПАО «Энел Россия»

ПАО «Юнипро»

Полный список компаний:
<http://corptransparency.ru/rate>

О методологии Рейтинга:
<http://corptransparency.ru/attach>

ПРИЛОЖЕНИЕ 2 РЕЗУЛЬТАТЫ РЕЙТИНГА 2020

КОМПАНИИ УРОВНЯ А+ (В АЛФАВИТНОМ ПОРЯДКЕ)

Акционерная компания «АЛРОСА» (публичное акционерное общество)

Открытое акционерное общество «Российские железные дороги»

Публичное акционерное общество «Федеральная гидрогенерирующая компания – РусГидро»

Публичное акционерное общество «Акционерная финансовая корпорация «Система»

Публичное акционерное общество «Газпром»

Публичное акционерное общество «Горно-металлургическая компания «Норильский никель»

Публичное акционерное общество «Московская Биржа ММВБ-РТС»

Публичное акционерное общество «Сбербанк России»

Публичное акционерное общество «Северсталь»

Публичное акционерное общество «СИБУР Холдинг»

КОМПАНИИ УРОВНЯ А (В АЛФАВИТНОМ ПОРЯДКЕ)

«МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК» (публичное акционерное общество)

Акционерное общество «РУССКИЙ АЛЮМИНИЙ»

Акционерное общество «Сетевая компания»

Акционерное общество «Холдинговая компания «МЕТАЛЛОИНВЕСТ»

Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом»

Международная компания публичное акционерное общество «ЭН+ ГРУП»

Публичное акционерное общество «Россети Сибирь»

Публичное акционерное общество «Аэрофлот - российские авиалинии»

Публичное акционерное общество «Газпром нефть»

Публичное акционерное общество «Группа ЛСР»

Публичное акционерное общество «Детский мир»

Публичное акционерное общество «Интер РАО ЕЭС»

Публичное акционерное общество «КАМАЗ»

Публичное акционерное общество «Магнитогорский металлургический комбинат»

Публичное акционерное общество «МегаФон»

Публичное акционерное общество «Межрегиональная распределительная сетевая компания Центра и Приволжья»

Публичное акционерное общество «Межрегиональная распределительная сетевая компания Центра»

Публичное акционерное общество «Мобильные ТелеСистемы»

Публичное акционерное общество «Нефтяная компания «ЛУКОЙЛ»

Публичное акционерное общество «НОВАТЭК»

Публичное акционерное общество «Новолипецкий металлургический комбинат»

Публичное акционерное общество «Территориальная генерирующая компания №1»

Публичное акционерное общество «Транснефть»

Публичное акционерное общество «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы»

Публичное акционерное общество «ФосАгро»

Публичное акционерное общество «Энел Россия»

Полный список компаний:
<http://corptransparency.ru/rate>

О методологии Рейтинга:
<http://corptransparency.ru/attach>