

DOI: 10.29141/2218-5003-2023-14-3-2

EDN: RINVZI

JEL Classification: G14, C33, O16

## Взаимосвязь информации о ESG-инвестициях и доходности акций: кейс крупных российских компаний

А.И. Изгарова<sup>1</sup>, Е.М. Рогова<sup>2</sup>, О.В. Бахарева<sup>3,4</sup><sup>1</sup> АО «ИнфоТекС», г. Санкт-Петербург, РФ<sup>2</sup> Санкт-Петербургский государственный университет, г. Санкт-Петербург, РФ<sup>3</sup> Казанский государственный медицинский университет, г. Казань, РФ<sup>4</sup> Казанский национальный исследовательский технический университет им. А.Н. Туполева – КАИ, г. Казань, РФ

**Аннотация.** Несмотря на возросший интерес к социально ответственным и экологическим инвестициям, характер их влияния на финансовую эффективность компаний неоднозначен. Статья посвящена изучению реакции цен акций российских компаний на информацию об осуществлении этими компаниями ESG-инвестиций. Методологической основой работы выступила теория стейкхолдеров, согласно которой компании могут добиться долгосрочного успеха лишь в случае соблюдения интересов всех сторон – не только акционеров, но и сотрудников, локальных обществ и будущих поколений. Исследование выполнено с помощью метода событийного анализа. Информационной базой послужили 202 новости о ESG-инвестициях 11 российских компаний, входящих в топ ESG-рейтинга агентства «Эксперт РА», полученные с использованием агрегатора новостей Factiva и ресурса Yahoo!Finance. В выборку включены данные о новостях и исторических ценах акций за 2019–2022 гг. Согласно результатам исследования, новости об инвестициях российских компаний в экологические проекты, решение социальных проблем и корпоративное управление не ведут к повышению доходности акций данных компаний. Таким образом, российские инвесторы пока не рассматривают ESG-проекты и практики как важный критерий принятия решений, повышающий инвестиционную привлекательность компаний.

**Ключевые слова:** ESG-инвестирование; доходность акций; корпоративная социальная ответственность; финансовая эффективность; ответственное инвестирование; событийный анализ; крупный бизнес; Россия.

**Информация о статье:** поступила 14 февраля 2023 г.; доработана 15 марта 2023 г.; одобрена 30 марта 2023 г.

**Ссылка для цитирования:** Изгарова А.И., Рогова Е.М., Бахарева О.В. (2023). Взаимосвязь информации о ESG-инвестициях и доходности акций: кейс крупных российских компаний // Управленец. Т. 14, № 3. С. 17–29. DOI: 10.29141/2218-5003-2023-14-3-2. EDN: RINVZI.

## ESG investment relationship with financial performance of Russian companies

Anna I. Izgarova<sup>1</sup>, Elena M. Rogova<sup>2</sup>, Olga V. Bakhareva<sup>3,4</sup><sup>1</sup> AO InfoTeCS, Saint Petersburg, Russia<sup>2</sup> Saint Petersburg State University, Saint Petersburg, Russia<sup>3</sup> Kazan State Medical University, Kazan, Russia<sup>4</sup> Kazan National Research Technical University named after A.N. Tupolev – KAI, Kazan, Russia

**Abstract.** Despite the increased interest in socially and environmentally responsible investments, there is a lack of consensus about the effects they exert on companies' financial performance. The paper examines the reaction of Russian companies' stock prices to the news about ESG investments made by these companies. The theoretical basis is stakeholder theory suggesting that firms can achieve long-term success solely by protecting the interests of all their stakeholders – not only shareholders, but also employees, local communities, and future generations. To implement the research, we use the event study on a sample of 202 news items about ESG investments of 11 Russian companies topping the ESG-rating by RA-Expert agency. Data were collected from news search engine Factiva and Yahoo!Finance. The data sample include news and stock prices over the period of 2019–2022. According to the research findings, news about Russian companies' investments in environmental projects, solution of social problems and corporate governance issues do not lead to a rise in stock returns for these companies. Thus, Russian investors do not consider ESG projects and practices as an important decision-making criterion that increases the investment attractiveness of companies.

**Keywords:** ESG investing; stock return; corporate social responsibility; financial performance; socially responsible investments; event studies; large business; Russia.

**Article info:** received February 14, 2023; received in revised form March 15, 2023; accepted March 30, 2023

**For citation:** Izgarova A.I., Rogova E.M., Bakhareva O.V. (2023). ESG investment relationship with financial performance of Russian companies. *Upravlenets/The Manager*, vol. 14, no. 3, pp. 17–29. DOI: 10.29141/2218-5003-2023-14-3-2. EDN: RINVZI.

## ВВЕДЕНИЕ

В последние годы, в особенности после пандемии COVID-19, значительно возрос интерес к экологической, социальной и управленческой ответственности бизнеса перед обществом [Garel, Petit-Romes, 2021]. Стремительное развитие предприятий и организаций зачастую сопровождается негативным воздействием на природу, окружающую среду и здоровье людей. Взаимодействие бизнеса и общества также противоречно – зачастую цели первого не в полной мере соответствуют интересам второго. Наконец, несмотря на серьезное внимание, уделяемое самими предприятиями, государствами и общественными организациями совершенствованию практик корпоративного управления, и в наши дни нередки случаи корпоративного мошенничества, обмана менеджментом собственников компаний и других заинтересованных лиц. Организацией Объединенных Наций предложен подход устойчивого и социально ответственного корпоративного развития, обозначаемого как ESG (environment, social, government) [United Nations Environment Programme, 2004]<sup>1</sup>.

ESG включает следующие критерии [Dalal, Thaker, 2019]:

- экологический, связанный с охраной окружающей среды;
- социальный, отвечающий за безопасные и справедливые условия для работников и локальных сообществ;
- критерий корпоративного управления, обеспечивающий прозрачное управление компанией и соблюдение интересов акционеров.

Инвесторы все чаще обращают внимание на ESG-показатели, так как они позволяют получить информацию об уровне риска и репутации компаний. Согласно теории стейкхолдеров, для достижения долгосрочного успеха менеджеры должны внедрять процессы, в которых учитываются интересы всех причастных лиц: акционеров, работников, поставщиков, государства и представителей местных сообществ. Это обеспечивает соблюдение деловой этики и долгосрочное будущее организации [Freeman, 2010].

Компании, стремясь к повышению своей рыночной стоимости, стараются заинтересовать инвесторов, переходя к ответственному управлению. ESG-практики привлекают капитал, поскольку инвесторы, и в том числе инвестиционные фонды, меняют распределение активов в своем портфеле, склоняясь к устойчивым компаниям, способным предложить стабильную

прибыль [Чернышева, 2021]. Российский бизнес также уделяет серьезное внимание ESG-повестке. В 2022 г. 28 крупнейших компаний создали Альянс по вопросам устойчивого развития, главной целью которого является содействие переходу к устойчивой модели развития российской экономики<sup>2</sup>. Несмотря на происходящие в последнее время изменения экономического ландшафта, российская экономика остается открытой, что означает необходимость соответствия мировым ESG-стандартам.

Однако до сих пор среди ученых отсутствует единство мнений относительно того, как связаны инвестиции компаний в ESG-инициативы и их финансовые результаты, успешность с точки зрения инвесторов и других заинтересованных лиц. Результаты исследований разнятся в зависимости от их методов и географии. Несмотря на рост количества российских работ, посвященных выявлению указанной взаимосвязи, однозначный ответ на вопрос о ее характере отсутствует [Porova, Strikh, 2022], что определяет актуальность данной статьи.

В России рынок ответственных инвестиций только начинает формироваться [Иваницкий, 2020], поэтому внедрение ESG-практик затруднено из-за недостатка понимания их значимости, нацеленности компаний на краткосрочную прибыль и отсутствия государственных стандартов раскрытия нефинансовой информации (принципы ее раскрытия опубликованы Центральным банком в 2021 г., но носят рекомендательный характер и не являются обязательными)<sup>3</sup> [Вострикова, Мешкова, 2020]. Результаты нашего исследования покажут, является ли устойчивая инвестиционная стратегия компаний важным фактором для российских инвесторов и способствует ли она росту финансовых показателей компаний или же получение краткосрочной прибыли остается для инвесторов более важным, чем управление экологическими, социальными и корпоративными рисками в долгосрочной перспективе.

Особенность исследования состоит в изучении реакции рынка на информацию об инвестициях российских компаний в проекты, связанные с ESG-повесткой, то есть рассмотрении взаимосвязи между ESG и финансовыми показателями с позиций инвесторов. Такой подход важен с практической точки зрения. Информированность о реакции инвесторов на раскрытие компаниями ESG-информации важна прежде всего для топ-менеджеров. В случае положительной реакции они смогут повысить инвестиционную привлекательность компании, публикуя сведения о кор-

<sup>1</sup> United Nations Environment Programme – Financial Initiative (2004). Who cares wins: Connecting Financial Markets to a Changing World. Recommendations by the financial industry to better integrate environmental, social and governance issues in analysis, asset management and securities brokerage. United Nations. [https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who\\_cares\\_wins\\_global\\_compact\\_2004.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf).

<sup>2</sup> Национальный ESG Альянс. <https://esg-a.ru/#activity>.

<sup>3</sup> Информационное письмо о рекомендациях по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ. [https://cbr.ru/StaticHtml/File/117620/20210712\\_in-06-28\\_49.pdf](https://cbr.ru/StaticHtml/File/117620/20210712_in-06-28_49.pdf).

поративных инициативах и достижениях в области экологии, а также решении социальных проблем и задач корпоративного управления. Кроме того, если заинтересованным лицам важен выбор устойчивой инвестиционной стратегии, то компаниям следует уделять больше внимания своевременному раскрытию и качеству не только финансовой, но и специализированной ESG-отчетности. Это позволит привлечь новых инвесторов и занять более высокое место в ESG-рейтинге [Clementino, Perkins, 2020].

Для инвесторов важно наличие положительной связи между финансовыми и ESG-показателями, так как это позволит им выбирать акции компаний, приносящих стабильную прибыль и характеризующихся минимальными рисками в области экологической, социальной и корпоративной ответственности.

Таким образом, цель исследования заключается в получении ответа на вопрос о том, существует ли в России значимая положительная корреляция между информацией об инвестициях компаний в проекты, связанные с социальной ответственностью, и ценами на их акции. Исследование проведено на основе событийного анализа.

#### ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

В ходе метаисследования, агрегирующего результаты 2 200 эмпирических работ, опубликованных с 1970-х по 2010-е гг. и посвященных поиску взаимосвязи ESG-факторов и финансовой эффективности компаний, обнаружено, что положительная корреляция между ESG-показателями и финансовой эффективностью организации зафиксирована в 50 % работ, отрицательная – в 7–8 %. В остальных случаях выявлена нейтральная взаимосвязь [Friede, Busch, Bassen, 2015].

Последние научные изыскания свидетельствуют о растущем внимании бизнеса к ESG-инициативам и позициям компаний в ESG-рейтингах. Так, глубинные интервью с менеджерами по устойчивому развитию в итальянских компаниях выявили, что их мнение о пользе от внедрения различных ESG-практик обусловлено исключительно коммерческими соображениями [Clementino, Perkins, 2020]. Если представленная в рейтингах информация о позициях компаний создает ценность, поскольку отвечает корпоративным целям и стратегии, то компании стремятся соответствовать стандартам рейтинговых агентств, расширяя полноту раскрытия информации об устойчивом инвестировании [Chen, Xie, 2022]. Желание занять высокое место в ESG-рейтингах, как правило, связано с необходимостью привлечь новых инвесторов и превзойти конкурентов из отрасли. Таким образом, компании, понимая значимость рейтингов в глазах инвесторов, стремятся выполнять необходимые ESG-практики.

О наличии положительной связи между финансовыми и ESG-показателями говорит тот факт, что компании, которые не соблюдают интересы акционеров,

сотрудников и местных сообществ, постепенно истощают свои ресурсы и теряют инвестиционную привлекательность. Так, на выборке из 356 европейских компаний выявлено, что внедрение ими ESG-практик положительно связано с их финансовыми результатами, тогда как наличие корпоративных споров на почве экологических, управленческих и социальных вопросов негативно отражается на этих результатах. Более того, при наличии подобных скандалов инвестиции в ESG-проекты и практики не смягчают негативного эффекта в сфере финансовых показателей [Nirino et al., 2021].

Позитивная взаимосвязь между позициями компаний в ESG-рейтинге и рентабельностью активов была установлена для Германии периода 2010–2014 гг. В то же время исследование не выявило значимой корреляции показателей ESG с коэффициентом Тобина (Q), характеризующим рыночную капитализацию компаний. Среди отдельных компонентов ESG-рейтинга наиболее сильной оказалась взаимосвязь финансовых показателей и компонента governance. Кроме того, была обнаружена негативная корреляция между положением компаний в ESG-рейтинге и их уровнем риска и объемом долга. При этом отмечена положительная связь между местом компании в ESG-рейтинге и ее размером [Velte, 2017].

В рамках исследования публичных компаний в Индии была выявлена положительная взаимосвязь между их позициями в ESG-рейтинге и рентабельностью их активов, а также коэффициентом Тобина [Dalal, Thaker, 2019].

Положительной оказалась и установленная при помощи модели случайных эффектов связь между финансовой результативностью публичных китайских электроэнергетических компаний, а именно рентабельностью задействованного капитала, и их ESG-показателями [Zhao et al., 2018].

Сравнительный анализ индексов компаний с высокими ESG-индикаторами и классического индекса Московской биржи (без учета ESG-критериев) показал, что на российском фондовом рынке ответственные инвестиции имеют доходность, коэффициент Шарпа, но и их риск выше, чем у «классических» инвестиций в период 2011–2020 гг. Последнее в данном случае объясняется недостаточной диверсификацией ESG-ориентированного индекса, в который включено в два раза меньше компаний, чем в индекс Московской биржи [Овечкин, 2021].

Однако стоит отметить, что обычно вложения в ESG-проекты соответствуют повышенной финансовой устойчивости организаций благодаря снижению агрегированного индивидуального риска. Это было подтверждено в результате систематизации множества эмпирических исследований, посвященных оценке влияния ESG-показателей на финансовую стабильность [Столбов, Щепелева, 2022].

В последние годы российские компании раскрывают все больше таких показателей. Исследователи установили, что на российском рынке существует положительная связь между уровнем раскрытия ESG-информации и показателями рентабельности активов, капитала и собственного капитала. При этом взаимосвязь сильнее для крупных компаний, чем для средних, а наибольшее влияние на рентабельность оказывает раскрытие экологической информации [Батаева, Кокурина, Карпов, 2021, с. 27].

Вместе с тем существуют и альтернативные результаты, демонстрирующие отсутствие связи между ESG-показателями и финансовой результативностью. Было замечено, что многие компании, имеющие на международном рынке прочную репутацию в области экологической ответственности, переносят производство, загрязняющее окружающую среду, в Китай, где действуют более слабые экологические нормы, а также требуются более низкие затраты на производственные процессы, чем в их родной стране [Yang, Craig, Farley, 2015]. Не было выявлено значимой взаимосвязи между ESG-инвестициями и результативностью компаний в странах Латинской Америки [Martínez-Ferrero, Frías-Aceituno, 2015].

Согласно данным за 2013–2020 гг., у европейских компаний из индекса STOXX Europe 50 отсутствует положительная взаимосвязь между показателями ESG и финансовыми результатами, а именно рентабельностью активов и коэффициентом Тобина, однако с темпом устойчивого роста такая связь имеется [Orpean-Stan et al., 2020].

ESG-портфель акций также не показал избыточной доходности при построении парной регрессии между доходностями акций ESG-нейтральных и ESG-ориентированных компаний американского и европейского фондового рынка за 2011–2021 гг. Однако можно отметить, что ESG-ориентированный портфель продемонстрировал более высокую доходность, чем классический, в кризисный период пандемии COVID-19 [Ефимова, Волков, Королева, 2021].

В Италии, где для «голубых фишек» не наблюдается положительной избыточной доходности, связанной с высоким положением компаний в ESG-рейтинге, это объясняется тем, что инвесторы не принимают во внимание корпоративную устойчивость и социальную ответственность при подборе акций. Они руководствуются показателями прибыли и финансового рычага. Поскольку положение в ESG-рейтинге не добавляет репутационной ценности, менеджеры не инвестируют в ESG-практики [Landi, Sciarelli, 2019].

Исследование российского рынка с использованием моделей со случайными эффектами и моделей с индивидуальными фиксированными эффектами не выявило значимой положительной связи между инвестициями в реализацию политики социальной ответственности и финансовой эффективностью компаний.

Отмечено, что в России принятие решений в отношении социально ответственных инвестиций зависит от индивидуальных особенностей компаний и позиции руководства [Анкудинов, Бадыкова, 2020].

Для оценки влияния ESG-инвестиций на доходность используется метод событийного анализа. При исследовании эффекта от раскрытия нефинансовой информации компаниями, входящими в Sustainability World Index, избыточная доходность акций в момент публикации отчетов была установлена только для 31 % этих компаний. Реакция рынка на публикации ESG-отчетов значительно возросла после 2013 г., когда в Европе были введены новые правила и законы относительно раскрытия нефинансовой информации [Aureli et al., 2020].

Некоторые исследователи констатируют отрицательную связь между финансовой эффективностью и ESG-показателями. При изучении компаний из стран БРИКС было выявлено, что ESG-показатели отрицательно коррелируют с рентабельностью инвестиций. Предположительно это связано с тем, что инвестирование в практики, связанные с корпоративной и социальной ответственностью, осуществляется в ущерб другим проектам, которые могли бы принести значительную прибыль [García, Mendes-Da-Silva, Orsato, 2017].

Таким образом, вне зависимости от методов исследования связи между инвестициями компаний в ESG-инициативы и показателями их финансовой результативности, итоги этих исследований неоднозначны. Мы сосредоточимся на тестировании рыночной реакции на информацию о корпоративных событиях, связанных с ESG-практиками.

## МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ

Для проверки влияния ESG-инвестиций на финансовые показатели можно рассмотреть в качестве целевых переменных рентабельность активов, инвестиций, собственного капитала, рыночную или балансовую стоимость компании, а также коэффициент Тобина. Однако эти показатели формируются периодически, поэтому оценить прямую реакцию рынка на информацию о ESG-инвестициях на их основе затруднительно. В связи с этим для целей нашего исследования используется событийный анализ, позволяющий говорить о наличии либо отсутствии реакции инвесторов на публикацию конкретной новости, а также об эффективности и скорости реакции рынка.

Для оценки влияния ESG-инвестиций на финансовую эффективность компаний устанавливалось, наблюдается ли положительная избыточная доходность акций компаний в момент выхода новостей об этих инвестициях. С целью сбора данных о новостях из области экологической, социальной и корпоративной ответственности использовался новостной ресурс Factiva. Данные об исторических ценах акций были со-

браны с помощью этого ресурса и провайдера финансовой информации Yahoo! Finance.

В выборку вошли российские компании, которые в марте 2022 г. занимали наивысшие позиции в российском ESG-рейтинге, составленном агентством РА-Эксперт<sup>1</sup> (табл. 1). Поиск новостей об инвестициях исследуемых компаний в экологические проекты, социальные вопросы и корпоративное управление производился в разделе ESG-новости бизнес-ресурса Factiva по ключевым словам *esg, sustainable, renewable, ecology, environment, green* и т. д. с использованием фильтра по региону новости «Россия».

В материал для анализа были включены новости, опубликованные в период с 1 января 2019 г. по 28 февраля 2022 г. Выбор периода объясняется тем,

<sup>1</sup> ESG Ranking of Russian Companies 2022 as of March 15 (2022). [https://raexpert.eu/esg\\_corporate\\_ranking/?ysclid=ldswvq46n347958720](https://raexpert.eu/esg_corporate_ranking/?ysclid=ldswvq46n347958720).

что в последние несколько лет, в особенности во время пандемии COVID-2019, инвесторы стали обращать усиленное внимание на наличие у компаний устойчивой стратегии и их подход к управлению климатическими, социальными и корпоративными рисками [Nelson, Bell, Breyer, 2021]. Всего для исследования было собрано 110 новостей об 11 российских компаниях с указанием дат публикации. Распределение новостей по временным рамкам представлено на рис. 1.

В выборке содержатся новости на следующие темы:

- инвестиции в возобновляемые источники энергии; модернизация оборудования с целью сокращения выбросов CO<sub>2</sub>; вторичное использование ресурсов; переход на электроэнергию вместо использования топлива; инвестиции в прочие экологические проекты;

Таблица 1 – Информационная база исследования  
Table 1 – Empirical framework of the study

Тикер	Компания	Начало периода оценки	Конец окна события	Количество новостей
ENRU	«Энел Россия»	06.11.2018	29.12.2021	13
POLY	«Полиметалл»	22.10.2018	28.05.2021	6
CBOM	Московский кредитный банк	17.07.2019	28.01.2022	11
NLMK	Группа «НЛМК»	03.12.2018	31.12.2021	11
OPYGY	«Полюс»	12.10.2020	10.09.2021	4
MBT	МТС	13.05.2019	25.02.2022	4
LUKOY	«Лукойл»	10.02.2020	15.11.2021	6
SVST	«Северсталь»	08.08.2019	09.02.2022	13
ROSN	Роснефть	17.12.2018	09.02.2022	12
PHOR	«Фосагро»	08.10.2018	04.02.2022	10
NVTK	«Новатэк»	25.09.2018	15.01.2022	21
MOEX	Индекс МосБиржи	10.08.2018	24.02.2022	–

Составлено на основании новостного агрегатора Factiva. <https://soware.ru/products/factiva>.

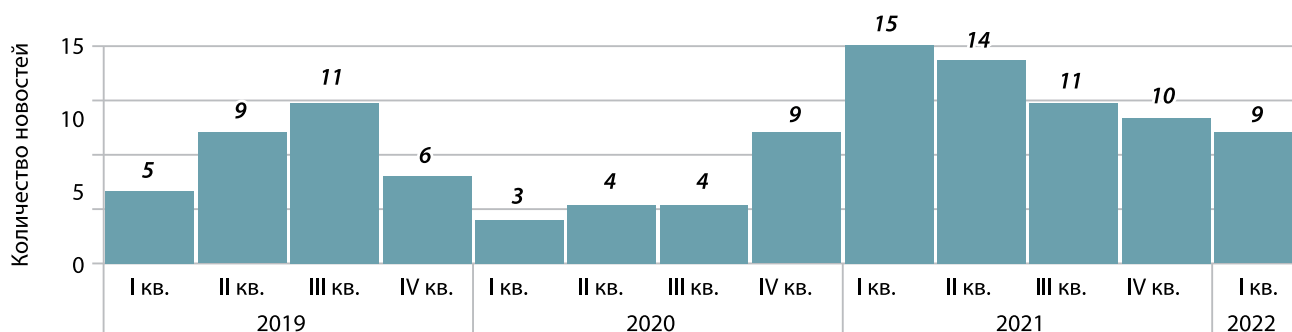


Рис. 1. Распределение новостей из выборки по годам

Fig. 1. Distribution of news items in the sample by years

- инвестиции в социальное развитие регионов, социальные программы и безопасность труда;
- создание комитетов по устойчивому развитию; разработка ESG-стратегии; вступление в Ассоциацию устойчивого развития промышленности, сотрудничество с ООН, Юнеско, WWF.

Для того, чтобы устранить влияние на доходность акций тех новостей, которые не связаны с изучаемыми событиями, не подвергались анализу сообщения о ESG-инвестициях, опубликованные одновременно со следующими корпоративными событиями: установление размера дивидендов; публикация финансовых отчетов; слияние и поглощение; выкуп компанией своих акций; прочие крупные инвестиции компании, не связанные с устойчивым развитием; скандалы и экологические катастрофы, соотносящиеся с компанией, а также наложение санкций против компании.

Примеры новостей, рассматриваемых в работе, приведены в табл. 2.

С помощью событийного анализа возможно определить, показывают ли акции компаний избыточную доходность (AR – abnormal return) в момент наступления важных корпоративных событий, новости о которых публикуются в пресс-релизах, СМИ, на порталах и в отчетах компании. Избыточная доходность – это разница между реальной наблюдаемой доходностью акций и ожидаемой доходностью, предсказанной согласно предположению, что изучаемое событие не происходит. Для оценки ожидаемой доходности используется период оценки, а для сравнения с реальной доходностью – окно события.

Окно события, для которого рассчитывается избыточная доходность, включает день события и несколько дней до и после него. В нашем исследовании, как и во множестве других (см., например: [Holler, 2014]), окно события составляет 11 дней, включая 5 дней до даты новости, день публикации и 5 дней после новости (две торговые недели, одна до события, другая – после него).

Ожидаемая нормальная доходность, необходимая для сравнения, оценивается при помощи математиче-

ской модели на основе исторических данных – окна оценки (от 100 до 300 дней) [Peterson, 1989]. В нашем исследовании период оценивания составляет 120 дней. Он является предпочтительным для работ, в которых используются ежедневные данные и рыночная модель [MacKinlay, 1997].

В данном случае эта модель применяется для оценки ожидаемой доходности. Все вычисления проводились на языке программирования для статистической обработки данных R. Важным допущением модели является то, что в течение периода оценивания отсутствуют другие значимые корпоративные события, помимо изучаемых, которые могли бы повлиять на цену акций [Яворская, Яворский, 2015]. Рыночная модель, при помощи которой на 120-дневном интервале оценивается, как меняется цена акции в зависимости от рыночного индекса, представлена следующей формулой [Fama, 1969]:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i M_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

где  $R_{it}$  – лог-доходность акции компании в день  $t$  для  $i$ -го события. Рассчитывается как  $R_{it} = \log(P_t/P_{t-1})$ , где  $P_t$  и  $P_{t-1}$  – цены акции компании текущего и прошлого периода соответственно;  $M_t$  – доходность рыночного индекса (индекса Московской биржи) в день  $t$ ,  $\alpha_i$  и  $\beta_i$  – коэффициенты рыночной модели для  $i$ -го события,  $\varepsilon_{it}$  – ошибка модели.

Используя оцененную доходность  $R_{it}$  и наблюдаемую доходность рыночного индекса  $M_t$ , можно оценить коэффициенты модели и построить регрессию для предсказания нормальной доходности для 11-дневного окна события:

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i M_t \quad (2)$$

Коэффициенты, стандартные ошибки и статистическая значимость моделей, использованных для оценки по каждой из 110 новостей, представлены в приложении.

Избыточная доходность рассчитывается по формуле:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (3)$$

Таблица 2 – Примеры новостей  
Table 2 – Examples of news items

Дата	Тикер	Новость
04.02.2022	ROSN	«Роснефть» и CNPC будут сотрудничать в области сокращения выбросов парниковых газов
04.02.2022	SVST	Российская «Северсталь» продлевает кредитную линию Citi на сумму 225 млн долларов до 2024 года
02.02.2022	PHOR	Российская ТГК 1 заключает контракт на поставку экологически чистой энергии с Terlocom
<...>		
07.02.2019	PHOR	«ФосАгро» и ЮНЕСКО расширяют сотрудничество по программе «Зеленая химия для жизни»
04.02.2019	NVTK	Новатэк подписал соглашение об оборудовании для проекта экспорта СПГ «Арктика-2»
25.01.2019	NVTK	Новатэк примет участие в третьем проекте по сжижению природного газа к 2021 году

где  $AR_t$  – аномальная доходность,  $R_t$  – реальная наблюдаемая доходность,  $\hat{R}_t$  – предсказанная (ожидаемая) доходность.

Рассчитанные значения избыточной доходности по акциям далее агрегируют, используя кумулятивную избыточную доходность (CAR – cumulative abnormal return). Кумулятивная избыточная доходность  $CAR_i$  вычисляется для каждого окна события и показывает, насколько доходность акций компании превысила доходность рынка за 11-дневный период. Если распределение случайной величины кумулятивной избыточной доходности  $CAR_i$  близко к нормальному, следует протестировать нулевую гипотезу, согласно которой событие не оказывает влияния на доходность ценной бумаги. Если нулевая гипотеза не подтверждается, констатируется наличие значимой взаимосвязи между событием и ценами акций.

Приведем гипотезы нашего исследования.

*Гипотеза  $H_0$ .* Избыточная кумулятивная доходность акций компании в период выхода ESG-новости меньше или равна нулю.

*Гипотеза  $H_1$ .* Избыточная кумулятивная доходность акций компании в период выхода ESG-новости больше нуля.

Для определения статистической значимости результатов были проведены два одновыборочных теста: параметрический  $t$ -критерий Стьюдента [Henderson, 1990] и его непараметрический аналог –  $U$ -критерий Манна – Уитни.

## РЕЗУЛЬТАТЫ И ОБСУЖДЕНИЕ

Распределение  $CAR_i$ , полученное в ходе исследования, представлено на рис. 2. Распределение кумулятивной избыточной доходности близко к нормальному. Следовательно, для проверки нулевой гипотезы можно использовать  $t$ -критерий Стьюдента.

С помощью этого критерия было получено значение  $t$ -статистики:  $t = -2,09$ , количество степеней свободы  $df = 109$ ,  $p$ -value = 0,98 при уровне значимости 0,05. Таким образом, согласно  $t$ -тесту, не отвергается нулевая гипотеза. Избыточная кумулятивная доход-

ность акций компании в период выхода ESG-новости меньше или равна нулю.

С помощью  $U$ -критерия Манна – Уитни было получено значение статистики  $V = 2\,414$ ,  $p$ -value = 0,97 при уровне значимости 0,05. Нулевая гипотеза не отвергается.

Оба теста показали, что избыточная кумулятивная доходность акций компаний в период выхода ESG-новостей меньше или равна нулю.

Итак, было установлено, что акции компаний в момент публикации новостей об осуществлении ESG-инвестиций не демонстрируют повышенной доходности. Это позволяет сделать вывод об отсутствии значимой положительной реакции инвесторов на российском рынке на информацию о внедренных ESG-практиках и инвестициях в социально значимые проекты. Менеджерам следует учитывать тот факт, что к настоящему времени в России раскрытие информации о ESG-практиках и проектах не способствует повышению инвестиционной привлекательности компании и доходности ее акций.

Результаты проведенного исследования согласуются с результатами других авторов. Так, изучение выборки итальянских компаний показало, что инвесторы отдают приоритет прибыльности компании, а не ее репутационным инвестициям [Landi, Sciarelli, 2019; Clementino, Perkins, 2020]. Установлено также, что компании из стран БРИКС еще не научились получать прибыль благодаря инвестициям в ESG-проекты, вследствие чего такие инвестиции негативно связаны с показателями рентабельности [Garcia, Mendes-da-Silva, Orsato, 2017]. Наконец, некоторые исследователи также не обнаружили убедительных доказательств значимой положительной реакции инвесторов компаний глобального рынка на информацию об инвестициях в ESG-инициативы [Aureli et al., 2020]. Однако, следуя паттерну европейских компаний (с ростом раскрытия информации она становится все более значимой для инвесторов), закономерно ожидать изменения ситуации в случае, если ESG-повестка будет оставаться важной для российских компаний и их акционеров.

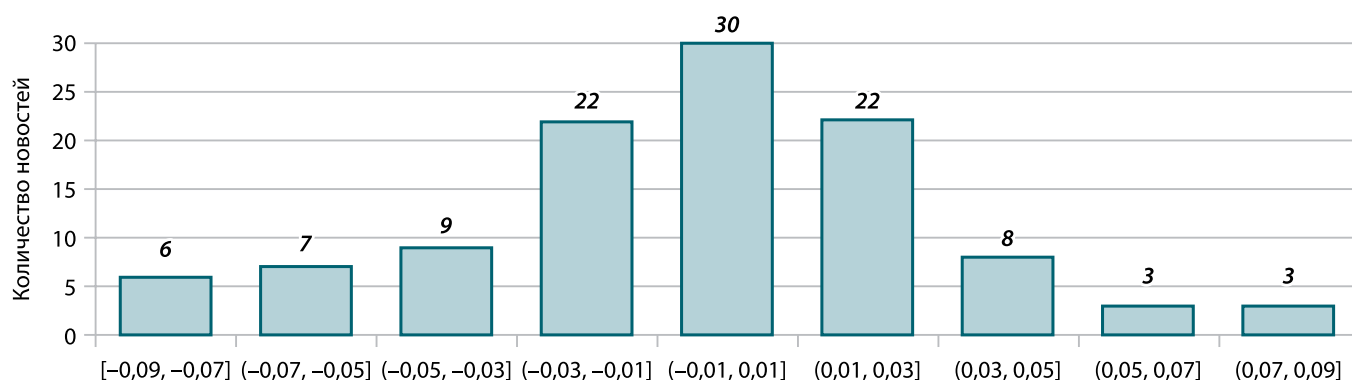


Рис. 2. Распределение избыточной кумулятивной доходности (110 новостей)

Fig. 2. Distribution of excess cumulative returns (110 news items)

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Исследование не дает позитивного ответа на вопрос о значимости ESG-инициатив для инвесторов на российском рынке. Обнаружено, что в настоящее время реализация ESG-проектов рассматривается инвесторами скорее как репутационные вложения, не влияющие на их благосостояние. Однако, несмотря на отсутствие положительного результата, проведенная работа показывает, какие стороны своей деятельности российские компании должны улучшить для повышения инвестиционной привлекательности.

Необходимо также отметить ограничения исследования. Речь идет прежде всего о пропущенных переменных. В предсказательную модель включен только рыночный индекс. Отсутствие других переменных, например индикатора отрасли или размера компаний, потенциально может приводить к смещению результатов. Ограничением является также малый размер выборки, охватывающий только компании-лидеры в рейтинге ESG и трехлетний период. Возможно, реакция инвесторов на новости крупных российских компаний, и без того привлекательных и известных своей

политикой следования требованиям ESG-повестки, менее выражена, чем на новости других компаний. Следовательно, увеличение выборки способно повлиять на результаты.

Кроме того, в соответствии с особенностями метода исследуется рыночная реакция на новости, а не фундаментальные показатели компаний (рентабельность, капитализация, темпы роста). На более длинных промежутках времени, требующихся для изучения данных показателей, влияние ESG-инициатив может оказаться более существенным.

Исследование можно продолжить, применяя для предсказания нормальной доходности модели временных рядов, что повысит его точность. Помимо этого можно включить в модель предсказания прочие факторы: индикатор отрасли, размер компании и т. д., и использовать для анализа большее количество компаний из ESG-рейтинга. Это позволит включить в материал для анализа менее крупные и известные российские компании, что, возможно, приведет к выявлению иной реакции инвесторов на соответствующие новостные сообщения. ■

### Приложение

Результаты регрессионного анализа: коэффициенты, стандартные ошибки и статистическая значимость моделей

### Appendix

Regression analysis results: coefficients, standard errors and statistical significance of models

	ID-регрессия	Intercept		MOEX		F-statistic	R <sup>2</sup>
1	NVTK 1	0,001	(0,003)	0,092	(0,089)	1,07	0,02
2	NVTK 2	0,001	(0,002)	0,099	(0,085)	1,38	0,02
3	NVTK 3	0	(0,001)	0,073**	(0,029)	6,28**	0,08
4	NVTK 4	0,001	(0,001)	0,072**	(0,027)	6,8**	0,09
5	NVTK 5	0,003*	(0,002)	0,057	(0,036)	2,44	0,03
6	NVTK 6	0,003**	(0,002)	0,044	(0,039)	1,29	0,02
7	NVTK 7	0,002	(0,002)	0,007	(0,036)	0,03	0
8	NVTK 8	0	(0,001)	-0,011	(0,036)	0,1	0
9	NVTK 9	0,002	(0,002)	0,078*	(0,044)	3,07*	0,04
10	NVTK 10	0	(0,002)	0,019	(0,039)	0,23	0
11	NVTK 11	0,002	(0,002)	0,07*	(0,042)	2,78	0,04
12	NVTK 12	0	(0,002)	0,069*	(0,038)	3,36*	0,05
13	NVTK 13	0,001	(0,003)	0,058	(0,039)	2,26	0,03
14	NVTK 14	0	(0,003)	-0,007	(0,04)	0,03	0
15	NVTK 15	0	(0,002)	-0,004	(0,05)	0,01	0
16	NVTK 16	0	(0,002)	-0,001	(0,05)	0	0
17	NVTK 17	0,001	(0,002)	-0,019	(0,048)	0,16	0
18	NVTK 18	0,001	(0,002)	0,024	(0,05)	0,23	0
19	NVTK 19	0	(0,002)	0,026	(0,054)	0,23	0
20	NVTK 20	0,002	(0,002)	0,018	(0,049)	0,14	0
21	NVTK 21	-0,002	(0,002)	0,037	(0,054)	0,47	0,01
22	PHOR 1	0	(0,001)	-0,007	(0,049)	0,02	0



Продолжение приложения  
Appendix (continued)

	ID-регрессия	Intercept		MOEX		F-statistic	R <sup>2</sup>
23	PHOR 2	0,001	(0,001)	-0,04*	(0,023)	2,93*	0,04
24	PHOR 3	0	(0,001)	-0,02	(0,027)	0,52	0,01
25	PHOR 4	-0,001	(0,001)	-0,01	(0,024)	0,19	0
26	PHOR 5	0,001	(0,002)	-0,018	(0,032)	0,33	0
27	PHOR 6	0,001	(0,002)	-0,021	(0,036)	0,36	0,01
28	PHOR 7	0,002	(0,002)	0,034	(0,024)	1,98	0,03
29	PHOR 8	0,004**	(0,002)	-0,032	(0,041)	0,58	0,01
30	PHOR 9	0,002	(0,002)	0,058	(0,05)	1,35	0,02
31	PHOR 10	0,001	(0,002)	0,084	(0,051)	2,68	0,04
32	ROSN 1	0,001	(0,002)	0,066*	(0,035)	3,6*	0,05
33	ROSN 2	0,001	(0,005)	0,151**	(0,064)	5,55**	0,07
34	ROSN 3	0,001	(0,002)	0,002	(0,032)	0	0
35	ROSN 4	0,001	(0,002)	0	(0,035)	0	0
36	ROSN 5	0,003	(0,002)	-0,027	(0,034)	0,61	0,01
37	ROSN 6	0,003	(0,002)	-0,027	(0,034)	0,63	0,01
38	ROSN 7	0,002	(0,002)	0,009	(0,036)	0,07	0
39	ROSN 8	0	(0,002)	-0,049	(0,045)	1,2	0,02
40	ROSN 9	0,002	(0,002)	-0,028	(0,05)	0,32	0
41	ROSN 10	0,001	(0,002)	0,029	(0,049)	0,36	0
42	ROSN 11	0	(0,002)	0,037	(0,052)	0,52	0,01
43	ROSN 12	-0,002	(0,003)	0,147**	(0,062)	5,62**	0,08
44	SVST 1	0	(0,002)	-0,011	(0,038)	0,09	0
45	SVST 2	0	(0,002)	0,002	(0,043)	0	0
46	SVST 3	-0,002	(0,002)	-0,007	(0,039)	0,04	0
47	SVST 4	0	(0,001)	0,028	(0,032)	0,8	0,01
48	SVST 5	-0,001	(0,001)	0,081**	(0,032)	6,23**	0,09
49	SVST 6	0,004**	(0,002)	0,032	(0,027)	1,41	0,02
50	SVST 7	0,004*	(0,002)	0,005	(0,054)	0,01	0
51	SVST 8	0,004	(0,002)	0,026	(0,059)	0,2	0
52	SVST 9	-0,001	(0,002)	0,031	(0,051)	0,36	0
53	SVST 10	0,001	(0,002)	-0,007	(0,041)	0,03	0
54	SVST 11	0,001	(0,002)	0,081	(0,05)	2,59	0,04
55	SVST 12	0	(0,002)	0,12**	(0,05)	5,83**	0,08
56	SVST 13	-0,001	(0,002)	0,109**	(0,05)	4,7**	0,07
57	LUKOY 1	0,001	(0,005)	0,138**	(0,067)	4,31**	0,06
58	LUKOY 2	0	(0,002)	0,127**	(0,046)	7,62**	0,1
59	LUKOY 3	-0,002	(0,002)	0,102**	(0,043)	5,51**	0,07
60	LUKOY 4	0,002	(0,002)	0,014	(0,037)	0,15	0
61	LUKOY 5	0	(0,002)	0,044	(0,046)	0,91	0,01
62	LUKOY 6	0	(0,002)	0,021	(0,038)	0,31	0
63	MBT 1	0,001	(0,001)	0,077**	(0,038)	4,2**	0,06
64	MBT 2	0	(0,001)	0,019	(0,016)	1,36	0,02
65	MBT 3	-0,001	(0,001)	0,011	(0,019)	0,34	0,01
66	OPYGY 1	-0,011*	(0,007)	0,066	(0,093)	0,51	0,01
67	OPYGY 2	-0,002	(0,007)	-0,035	(0,153)	0,05	0
68	OPYGY 3	0,004	(0,005)	0,112	(0,116)	0,93	0,02

	ID-регрессия	Intercept		MOEX		F-statistic	R <sup>2</sup>
69	OPYGY 4	0	(0,005)	0,137	(0,134)	1,05	0,02
70	NLMK 1	0,001	(0,002)	0,043	(0,035)	1,5	0,02
71	NLMK 2	0,001	(0,002)	0,067*	(0,034)	3,81*	0,05
72	NLMK 3	0	(0,002)	0,094	(0,057)	2,7	0,04
73	NLMK 4	0,001	(0,002)	-0,015	(0,041)	0,14	0
74	NLMK 5	-0,001	(0,003)	0,102*	(0,054)	3,54*	0,05
75	NLMK 6	0,004**	(0,002)	0,051*	(0,03)	2,79	0,04
76	NLMK 7	0,004*	(0,002)	0,108**	(0,032)	11,75**	0,15
77	NLMK 8	-0,001	(0,002)	0,081	(0,055)	2,2	0,03
78	NLMK 9	-0,002	(0,002)	0,037	(0,048)	0,6	0,01
79	NLMK 10	0	(0,002)	-0,018	(0,052)	0,12	0
80	NLMK 11	-0,001	(0,002)	0,001	(0,042)	0	0
81	CBOM 1	0	(0,001)	0,025	(0,019)	1,69	0,03
82	CBOM 2	-0,001	(0,001)	0,015	(0,015)	1	0,01
83	CBOM 3	0	(0,001)	-0,004	(0,022)	0,04	0
84	CBOM 4	0,001	(0,001)	0,006	(0,018)	0,11	0
85	CBOM 5	0,001	(0,001)	-0,001	(0,024)	0	0
86	CBOM 6	0,001	(0,001)	0,024	(0,034)	0,51	0,01
87	CBOM 7	0	(0,001)	0,031	(0,034)	0,8	0,01
88	CBOM 8	-0,001	(0,001)	0,022	(0,029)	0,56	0,01
89	CBOM 9	0,001	(0,001)	0,032	(0,03)	1,16	0,02
90	CBOM 10	0	(0,002)	-0,002	(0,034)	0	0
91	CBOM 11	0	(0,002)	0,043	(0,044)	0,98	0,02
92	POLY 1	0,002	(0,002)	0,045	(0,037)	1,47	0,02
93	POLY 2	-0,001	(0,001)	0,014	(0,032)	0,18	0
94	POLY 3	0,006**	(0,002)	0,035	(0,039)	0,79	0,01
95	POLY 4	0,002	(0,003)	0,048	(0,06)	0,66	0,01
96	POLY 5	0	(0,003)	0,055	(0,059)	0,86	0,01
97	POLY 6	0	(0,002)	0,027	(0,052)	0,26	0
98	ENRU 1	0,001	(0,002)	0,024	(0,041)	0,33	0,01
99	ENRU 2	0	(0,001)	0	(0,026)	0	0
100	ENRU 3	0,001	(0,001)	0,001	(0,026)	0	0
101	ENRU 4	0,001	(0,001)	0,024	(0,027)	0,8	0,01
102	ENRU 5	-0,002	(0,002)	-0,014	(0,059)	0,05	0
103	ENRU 6	-0,001	(0,002)	-0,022	(0,033)	0,43	0,01
104	ENRU 7	0	(0,002)	0,04	(0,038)	1,09	0,02
105	ENRU 8	0	(0,001)	0,021	(0,014)	2,26	0,03
106	ENRU 9	-0,001	(0,001)	0,01	(0,032)	0,11	0
107	ENRU 10	0	(0,001)	0,01	(0,031)	0,09	0
108	ENRU 11	0,001	(0,001)	0,002	(0,036)	0	0
109	ENRU 12	0,001	(0,001)	0,022	(0,032)	0,48	0,01
110	ENRU 13	0,001	(0,001)	-0,001	(0,026)	0	0

Примечания. Вычисления выполнены на языке программирования R для статистической обработки данных; ID-регрессия – уникальный идентификатор новости; Intercept – свободный член в регрессии, в скобках записана стандартная ошибка; MOEX – коэффициент перед доходностью индекса Мосбиржи, в скобках записана стандартная ошибка; F-statistic – тестовая статистика в критерии Фишера, R<sup>2</sup> – коэффициент детерминации; \* p < 0,1; \*\* p < 0,05.

## Источники

- Анкудинов А.Б., Бадыкова И.Р. (2020). Эмпирический анализ взаимосвязи расходов на реализацию политики социальной ответственности и финансовой эффективности российских компаний // *Управленец*. Т. 11, № 2. С. 16–26. DOI: 10.29141/2218-5003-2020-11-2-2.
- Батаева Б.С., Кокурина А.Д., Карпов Н.А. (2021). Влияние раскрытия ESG-показателей на финансовые результаты российских публичных компаний // *Управленец*. Т. 12, № 6. С. 20–32. DOI: 10.29141/2218-5003-2021-12-6-2.
- Вострикова Е.О., Мешкова А.П. (2020). ESG-критерии в инвестировании: зарубежный и отечественный опыт // *Финансовый журнал*. Т. 12, № 4. С. 117–129. DOI: 10.31107/2075-1990-2020-4-117-129.
- Ефимова О.В., Волков М.А., Королёва Д.А. (2021). Анализ влияния принципов ESG на доходность активов: эмпирическое исследование // *Финансы: теория и практика*. Т. 25, № 4. С. 82–97. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2021-25-4-82-97>.
- Иваницкий В.П., Петренко Л.Д. (2020). Развитие ответственных инвестиций в соответствии с концепцией устойчивых финансов // *Journal of New Economy*. Т. 21, № 4. С. 63–78. DOI: 10.29141/2658-5081-2020-21-4-4.
- Овечкин Д.В. (2021). Ответственные инвестиции: влияние ESG-рейтинга на рентабельность фирм и ожидаемую доходность на фондовом рынке // *Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент»*. № 1. С. 43–53. DOI: 10.17586/2310-1172-2021-14-1-43-53.
- Столбов М.И., Щепелева М.А. (2022). Влияние ESG-факторов на финансовую стабильность // *Вопросы экономики*. № 11. С. 136–148. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2022-11-136-148>.
- Чернышова М.В. (2021). ESG и ответственное институциональное инвестирование // *Научные труды Вольного экономического общества России*. Т. 229, № 3. С. 98–120. DOI: 10.38197/2072-2060-2021-229-3-98-120.
- Яворская А.В., Яворский В.М. (2015). Метод событийного анализа на примере данных по кросс-листингу российских компаний // *Вести высших учебных заведений Черноземья*. № 1 (39). С. 95–105.
- Aureli S., Gigli S., Medei R., Supino E. (2019). The value relevance of environmental, social, and governance disclosure: Evidence from Dow Jones Sustainability World index listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 27, no. 1, pp. 43–52. <https://doi.org/10.1002/csr.1772>
- Chen Z., Xie G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, vol. 83, 102291. DOI: 10.1016/j.irfa.2022.102291
- Clementino E., Perkins R. (2020). How do companies respond to environmental, social and governance (ESG) ratings? Evidence from Italy. *Journal of Business Ethics*, vol. 171, no. 2, pp. 379–397. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04441-4>
- Dalal K.K., Thaker N. (2019). ESG and corporate financial performance: A panel study of Indian companies. *IUP Journal of Corporate Governance*, vol. 18, no. 1, pp. 44–59.
- Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C., Roll R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, vol. 10, no. 1, pp. 1–21. <https://doi.org/10.2307/2525569>
- Freeman R.E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge: Cambridge university press.
- Friede G., Busch T., Bassen A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, vol. 5, no. 4, pp. 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- 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*, vol. 150, pp. 135–147.
- Garel A., Petit-Romec A. (2021). Investor rewards to environmental responsibility: Evidence from the COVID-19 crisis. *Journal of Corporate Finance*, vol. 68, 101948. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101948>
- Henderson G.V. (1990). Problems and solutions in conducting event studies. *The Journal of Risk and Insurance*, vol. 57, no. 2, pp. 282–306. <https://doi.org/10.2307/253304>
- Holler J. (2012). *Event-study methodology and statistical significance*. Germany: Oldenburg publishing house for economics, computer science and law.
- Landi G., Sciarelli M. (2019). Towards a more ethical market: The impact of ESG rating on corporate financial performance. *Social Responsibility Journal*, vol. 15, no. 1, pp. 11–27. DOI: 10.1108/SRJ-11-2017-0254
- MacKinlay A.C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, vol. 35, no. 1, pp. 13–39.
- Martinez-Ferrero J., Frias-Aceituno J.V. (2015). Relationship between sustainable development and financial performance: International empirical research. *Business Strategy and the Environment*, vol. 24, no. 1, pp. 20–39. DOI: 10.1002/bse.1803
- Nelson M., Bell M., Breyer R. (2021). Is your ESG data unlocking long-term value? [https://www.ey.com/en\\_lu/assurance/is-your-esg-data-unlocking-long-term-value](https://www.ey.com/en_lu/assurance/is-your-esg-data-unlocking-long-term-value).
- Nirino N., Santoro G., Miglietta N., Quaglia R. (2021). Corporate controversies and company's financial performance: Exploring the moderating role of ESG practices. *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 162, 120341. DOI: 10.1016/j.techfore.2020.120341
- Oprean-Stan C., Oncioiu I., Iuga I.C., Stan S. (2020). Impact of sustainability reporting and inadequate management of ESG factors on corporate performance and sustainable growth. *Sustainability*, vol. 12, no. 20, 8536. <https://doi.org/10.3390/su12208536>
- Peterson P.P. (1989). Event studies: A review of issues and methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 28, no. 3, pp. 36–66.
- Velte P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, vol. 80, no. 2, pp. 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>

- Yang H.H., Craig R., Farley A. (2015). A review of Chinese and English language studies on corporate environmental reporting in China. *Critical Perspectives on Accounting*, vol. 28, pp. 30–48. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.10.001>
- Zhao C., Guo Y., Yuan J., Wu M., Li D., Zhou Y., Kang J. (2018). ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China's listed power generation companies. *Sustainability*, vol. 10, no. 8, 2607. <https://doi.org/10.3390/su10082607>

### References

- Ankudinov A.B., Badykova I.R. (2020). Empirical analysis of the relationship between the costs of corporate social responsibility policy implementation and Russian companies' financial performance. *Upravlenets / The Manager*, vol. 11, no. 2, pp. 16–26. DOI: 10.29141/2218-5003-2020-11-2-2. (in Russ.)
- Bataeva B.S., Kokurina A.D., Karpov N.A. (2021). The impact of ESG reporting on the financial performance of Russian public companies. *Upravlenets / The Manager*, vol. 12, no. 6, pp. 20–32. DOI: 10.29141/2218-5003-2021-12-6-2. (in Russ.)
- Vostrikova E.O., Meshkova A.P. (2020). ESG criteria in investment: Foreign and Russian experience. *Finansovyy zhurnal / Financial Journal*, vol. 12, no. 4, pp. 117–129. DOI: 10.31107/2075-1990-2020-4-117-129. (in Russ.)
- Efimova O.V., Volkov M.A., Korolyova D.A. (2021). The impact of ESG factors on asset returns: Empirical research. *Finansy: teoriya i praktika / Finance: Theory and Practice*, vol. 25, no. 4, pp. 82–97. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2021-25-4-82-97>. (in Russ.)
- Ivanitsky V.P., Petrenko L.D. (2020). Development of responsible investment within the concept of sustainable finance. *Journal of New Economy*, vol. 21, no. 4, pp. 63–78. DOI: 10.29141/2658-5081-2020-21-4-4. (in Russ.)
- Ovechkin D.V. (2021). Responsible investment: Impact of ESG rating on firms' profitability and expected return on the stock market. *Nauchnyy zhurnal NIU ITMO Seriya «Ekonomika i ekologicheskij menedzhment» / Scientific journal NRU ITMO. Series "Economics and Environmental Management"*, vol. 1, pp. 43–53. DOI: 10.17586/2310-1172-2021-14-1-43-53. (in Russ.)
- Stolbov M.I., Shchepeleva M.A. (2022). The impact of ESG-factors on financial stability. *Voprosy Ekonomiki*, vol. 11, pp. 136–148. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2022-11-136-148>. (in Russ.)
- Chernyshova M.V. (2021). ESG and responsible institutional investment. *Nauchnye trudy Vol'nogo ekonomicheskogo obshchestva Rossii / Scientific Works of the Free Economic Society of Russia*, vol. 229, no. 3, pp. 98–120. DOI: 10.38197/2072-2060-2021-229-3-98-120. (in Russ.)
- Yavorskaya A.V., Yavorsky V.M. (2015). A method of event analysis in researches of profitability in corporate finance. *Vesti vysshih uchebnykh zavedenij Chernozem'ya / News of Higher Educational Institutions of the Chernozem Region*, no. 1(39), pp. 95–105. (in Russ.)
- Aureli S., Gigli S., Medei R., Supino E. (2019). The value relevance of environmental, social, and governance disclosure: Evidence from Dow Jones Sustainability World index listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 27, no. 1, pp. 43–52. <https://doi.org/10.1002/csr.1772>
- Chen Z., Xie G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, vol. 83, 102291. DOI: 10.1016/j.irfa.2022.102291
- Clementino E., Perkins R. (2020). How do companies respond to environmental, social and governance (ESG) ratings? Evidence from Italy. *Journal of Business Ethics*, vol. 171, no. 2, pp. 379–397. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04441-4>
- Dalal K.K., Thaker N. (2019). ESG and corporate financial performance: A panel study of Indian companies. *IUP Journal of Corporate Governance*, vol. 18, no. 1, pp. 44–59.
- Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C., Roll R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, vol. 10, no. 1, pp. 1–21. <https://doi.org/10.2307/2525569>
- Freeman R.E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge: Cambridge university press.
- Friede G., Busch T., Bassen A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, vol. 5, no. 4, pp. 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- 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*, vol. 150, pp. 135–147.
- Garel A., Petit-Romec A. (2021). Investor rewards to environmental responsibility: Evidence from the COVID-19 crisis. *Journal of Corporate Finance*, vol. 68, 101948. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101948>
- Henderson G.V. (1990). Problems and solutions in conducting event studies. *The Journal of Risk and Insurance*, vol. 57, no. 2, pp. 282–306. <https://doi.org/10.2307/253304>
- Holler J. (2012). *Event-study methodology and statistical significance*. Germany: Oldenburg publishing house for economics, computer science and law.
- Landi G., Sciarelli M. (2019). Towards a more ethical market: The impact of ESG rating on corporate financial performance. *Social Responsibility Journal*, vol. 15, no. 1, pp. 11–27. DOI: 10.1108/SRJ-11-2017-0254
- MacKinlay A.C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, vol. 35, no. 1, pp. 13–39.
- Martínez-Ferrero J., Frias-Aceituno J.V. (2015). Relationship between sustainable development and financial performance: International empirical research. *Business Strategy and the Environment*, vol. 24, no. 1, pp. 20–39. DOI: 10.1002/bse.1803
- Nelson M., Bell M., Breyer R. (2021). Is your ESG data unlocking long-term value? [https://www.ey.com/en\\_lu/assurance/is-your-esg-data-unlocking-long-term-value](https://www.ey.com/en_lu/assurance/is-your-esg-data-unlocking-long-term-value).

- Nirino N., Santoro G., Miglietta N., Quaglia R. (2021). Corporate controversies and company's financial performance: Exploring the moderating role of ESG practices. *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 162, 120341. DOI: 10.1016/j.techfore.2020.120341
- Oprean-Stan C., Oncioiu I., Iuga I.C., Stan S. (2020). Impact of sustainability reporting and inadequate management of ESG factors on corporate performance and sustainable growth. *Sustainability*, vol. 12, no. 20, 8536. <https://doi.org/10.3390/su12208536>
- Peterson P.P. (1989). Event studies: A review of issues and methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 28, no. 3, pp. 36–66.
- Velte P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, vol. 80, no. 2, pp. 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Yang H.H., Craig R., Farley A. (2015). A review of Chinese and English language studies on corporate environmental reporting in China. *Critical Perspectives on Accounting*, vol. 28, pp. 30–48. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.10.001>
- Zhao C., Guo Y., Yuan J., Wu M., Li D., Zhou Y., Kang J. (2018). ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China's listed power generation companies. *Sustainability*, vol. 10, no. 8, 2607. <https://doi.org/10.3390/su10082607>

**Информация об авторах****Information about the authors****Изгарова Анна Игоревна**

Администратор проекта. АО «ИнфоТекС», г. Санкт-Петербург, РФ.  
E-mail: izgarovaa@mail.ru

**Anna I. Izgarova**

Project Administrator. AO InfoTeCS, Saint Petersburg, Russia. E-mail:  
izgarovaa@mail.ru

**Рогова Елена Моисеевна**

Доктор экономических наук, профессор кафедры финансов и учета, исполняющий обязанности заведующего кафедрой финансов и учета. Санкт-Петербургский государственный университет, г. Санкт-Петербург, РФ. E-mail: e.rogova@gsom.spbu.ru

**Elena M. Rogova**

Dr. Sc. (Econ.), Professor of Finance and Accounting Dept., Deputy Head of Finance and Accounting Dept. Saint Petersburg State University, Saint Petersburg, Russia. E-mail: e.rogova@gsom.spbu.ru

**Бахарева Ольга Владимировна**

Кандидат экономических наук, заведующий кафедрой цифровых технологий в здравоохранении. Казанский государственный медицинский университет, г. Казань, РФ; доцент кафедры цифровой экономики. Казанский национальный исследовательский технический университет им. А.Н. Туполева – КАИ, г. Казань, РФ. E-mail: ovbakhareva@mail.ru

**Olga V. Bakhareva**

Cand. Sc. (Econ.), Head of Digital Technologies in Healthcare Dept. Kazan State Medical University, Kazan, Russia; Associate Professor of Digital Economics Dept. Kazan National Research Technical University named after A.N. Tupolev – KAI, Kazan, Russia. E-mail: ovbakhareva@mail.ru