

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

EDN: PSGVTW

JEL Classification: G32, D21, C33

Влияние факторов корпоративного управления на уровень раскрытия ESG-информации российскими публичными компаниями

Б.С. Батаева¹, Н.А. Карпов²¹ Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, РФ² Газпромбанк, г. Москва, РФ

Аннотация. В последнее десятилетие публикация нефинансовой (ESG) отчетности прочно вошла в практику российских публичных компаний. Однако в научном пространстве детерминанты корпоративного управления, влияющие на раскрытие показателей устойчивого развития, изучены недостаточно. Статья посвящена исследованию взаимосвязи между характеристиками совета директоров и уровнем раскрытия ESG-информации российскими публичными компаниями. Методологическую основу работы составили агентская теория и теория стейкхолдеров. В качестве методов исследования применялись дескриптивный, корреляционный и регрессионный анализ. Информационную базу составили панельные данные 34 российских публичных компаний, акции которых торговались на Московской бирже в 2012–2021 гг. Выявлено, что независимость и разнообразие совета директоров, а также представленность комитета по устойчивому развитию значимо и положительно влияют на раскрытие ESG-информации. Доказано, что влияние размера совета директоров на уровень ESG-раскрытия носит преимущественно отрицательный характер. Кроме того, установлено, что показатели устойчивого развития публикуют наиболее крупные компании (по размеру активов), в то время как показатели уровня прибыльности и риска не являются значимыми в контексте ESG. Полученные результаты могут применяться как представителями бизнеса, так и законодательными и регуляторными органами с целью улучшения практики раскрытия ESG-информации российскими публичными акционерными обществами.

Ключевые слова: корпоративное управление; совет директоров; независимость совета директоров; структура совета директоров; ESG-отчетность; публичные компании; Россия.

Информация о статье: поступила 28 февраля 2023 г.; доработана 14 апреля 2023 г.; одобрена 24 апреля 2023 г.

Ссылка для цитирования: Батаева Б.С., Карпов Н.А. (2023). Влияние факторов корпоративного управления на уровень раскрытия ESG-информации российскими публичными компаниями // *Управленец*. Т. 14, № 3. С. 30–43. DOI: 10.29141/2218-5003-2023-14-3-3. EDN: PSGVTW.

Impact of corporate governance factors on ESG disclosure by Russian public companies

Bela S. Bataeva¹, Nikita A. Karpov²¹ Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia² Gazprombank, Moscow, Russia

Abstract. In the last decade, ESG reporting has become an integral part of corporate disclosure in Russia. However, there is limited guidance about the determinants of corporate governance that affect ESG disclosure. The paper investigates the interconnection between board of directors' characteristics and ESG disclosure in Russian public companies. Methodologically, the study relies on the agency and stakeholder theories. Descriptive, correlation and regression analysis were used as research methods. The sample includes the panel data on 34 Russian public companies, whose shares were traded on the Moscow Exchange between 2012 and 2021. We found that board independence, board diversity, and the presence of a sustainability committee had a significant positive effect on ESG disclosure. At the same time, the impact of the board size was predominantly negative. The findings proved that ESG reporting was mostly practiced by the largest (by assets) companies, while the indicators of profitability and risk were insignificant in the context of environmental, social, and corporate governance. The obtained research results can be used by business representatives as well as by legislators and regulators to improve ESG disclosure practices in Russian public companies.

Keywords: corporate governance; board of directors; board independence; board structure; ESG reporting; public companies; Russia.

Article info: received February 28, 2023; received in revised form April 14, 2023; accepted April 24, 2023

For citation: Bataeva B.S., Karpov N.A. (2023). Impact of corporate governance factors on ESG disclosure by Russian public companies. *Upravlenets / The Manager*, vol. 14, no. 3, pp. 30–43. DOI: 10.29141/2218-5003-2023-14-3-3. EDN: PSGVTW.

ВВЕДЕНИЕ

В связи с энергопереходом и политикой декарбонизации во всем мире усиливается интерес к нефинансовой (ESG) отчетности бизнеса. В странах ЕС ее публикация обязательна в рамках годового отчета, а в других странах, в том числе большинстве развивающихся, носит добровольный характер. Для российских компаний она тоже пока не стала обязательной, хотя соответствующий законопроект обсуждается уже более 5 лет. Минэкономразвития РФ разрабатывает стандарт ESG-отчетности для крупных госкомпаний, госкорпораций и компаний с госучастием. Центральный банк Российской Федерации также выпустил рекомендации относительно раскрытия нефинансовых показателей в отчетности¹: согласно положению «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» от 27.03.20 № 714-П, компании обязаны публиковать существенную информацию, которая может носить как финансовый, так и нефинансовый характер. Такая информация описана лишь в общих чертах: «факторы, связанные с окружающей средой (в том числе экологические факторы и факторы, связанные с изменением климата), обществом (социальные факторы) и корпоративным управлением, оказывающие существенное влияние на бизнес эмитента (компаний группы эмитента), и сопряженные с ними риски»². Абсолютное большинство публичных компаний, которые относятся к первому и второму уровням листинга, публикуют нефинансовые отчеты. Улучшение качества, доступности и сопоставимости данных в области ESG-информации – одна из важных детерминант инвестирования.

Корпоративная прозрачность является приоритетной в стабильной ситуации, но в условиях геоэкономических конфликтов полное раскрытие нефинансовой отчетности может нести в себе риски. В 2021 г. министры финансов и руководители центральных банков стран, входящих в Группу-20, в том числе России, утвердили Дорожную карту по устойчивому финансированию (G20 Sustainable Finance Roadmap) с целью повысить качество и сопоставимость предоставляемой информации о рисках и возможностях в области устойчивого развития. Однако в 2022 г. Банк России в связи с СВО разрешил не публиковать информацию в открытых источниках. Это коснулось промежуточной и годовой отчетности, сведений об акционерах и руководителях³.

На степень раскрытия ESG-показателей помимо факторов, связанных с макроэкономической ситуацией в целом, определяющей активность и интерес инвесто-

ров, а также указаний Банка России, Минэкономразвития, положений о доступе к листингу фондовых бирж влияют также внутренние факторы, которые зависят от корпоративного управления. За рубежом изучению детерминант корпоративного управления, воздействующих на раскрытие корпорациями ESG-информации, посвящено множество научных работ. Однако в России такие исследования представлены незначительно.

Целью данной работы является изучение факторов корпоративного управления, которые влияют на раскрытие показателей устойчивого развития в российских компаниях (ESG-критериев).

Теоретическую базу исследования составили агентская теория и теория стейкхолдеров.

Согласно агентской теории, раскрытие информации является инструментом, уменьшающим конфликт между менеджерами (агентами) и акционерами (принципалами). Раскрытие информации способствует решению проблемы «окапывания менеджмента» [Дженсен, Меклинг, 2004; Капелюшников, 2006]. Одним из первых проблему управленческого оппортунизма обосновал О. Уильямсон [Williamson, 1985], а проблему информационной асимметрии между менеджерами и поставщиками капитала – Дж. Акерлоф [Akerlof, 1970]. Смысл применения различных инструментов корпоративного управления, связанных с раскрытием информации, заключается в том, чтобы акционеры и потенциальные инвесторы могли на основе объективных данных судить, эффективны ли менеджеры на своем месте. Менеджеры, предоставляя нефинансовую информацию, повышают прозрачность деятельности компаний и снижают тем самым информационную асимметрию. В свою очередь, это уменьшает риск инвестирования в компанию для акционеров и инвесторов.

В соответствии с теорией стейкхолдеров менеджеры должны учитывать интересы широкого круга заинтересованных сторон в лице сотрудников, кредиторов, органов власти, поставщиков и подрядчиков, местных сообществ и пр. Ч. Хилл и Т. Джонс совместили агентскую теорию и теорию заинтересованных сторон [Hill, Jones, 1992]. Для решения проблемы контроля над корпорациями необходимо усиление стейкхолдерского подхода в корпоративном управлении [Ткаченко, 2021]. Внешняя среда в лице заинтересованных сторон побуждает менеджмент компаний раскрывать социальную и экологическую информацию [Deegan, Blomquist, 2006]. Расходы на нефинансовую отчетность являются прямыми агентскими издержками, которые предотвращают потери от косвенных агентских издержек в будущем (потери капитала).

Основным органом корпоративного управления является совет директоров (СД). Именно он осуществляет контроль в интересах акционеров и стейкхолдеров. В процессе эволюции корпоративного управления пришло понимание того, что важную роль в нем играют

¹ Нефинансовая отчетность остается без закона. <https://www.vedomosti.ru/ecology/regulation/articles/2022/02/17/909703-nefinansovaya-otchetnost-ostaetsya-bez-zakona>.

² Изменения в правилах раскрытия информации уже вступили в силу. <https://nokc.org.ru/izmeneniya-v-pravilah-raskrytiya-informaczii-uzhe-vstupili-v-silu>.

³ ЦБ РФ порекомендовал компаниям новые антисанкционные действия в сфере раскрытия информации. <https://www.interfax.ru/business/858128>.

неисполнительные директора, независимые директора, женщины в составе СД и пр. Разнообразие состава совета директоров по различным критериям позволяет добиваться взвешенных и обоснованных решений, осуществлять эффективный контроль над менеджментом. Агентская теория и теория стейкхолдеров являются тем основанием, которое позволяет нам предположить наличие зависимости между характеристиками совета директоров и раскрытием ESG-информации.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

В экспертной литературе представлен достаточно обширный пласт исследований о влиянии размещения ESG-показателей на стоимость публичных компаний. Гораздо менее изучено влияние отдельных аспектов корпоративного управления на степень раскрытия ESG-информации. В данном случае речь идет не о показателях корпоративного управления (G) в группе других факторов ESG: социальных (S) и экологических (E), а о влиянии корпоративной структуры компаний на раскрытие ими ESG-показателей. Вопрос заключается в том, чтобы выяснить, какие факторы корпоративного управления наиболее значимы с точки зрения раскрытия ESG-информации.

Чаще всего среди этих факторов рассматриваются показатели собственности (концентрация собственности; наличие институциональных инвесторов и иностранных инвесторов в структуре собственности); размер совета директоров; наличие и количество независимых директоров; наличие неисполнительных директоров (зависит от страны); владение пакетами акций со стороны CEO; наличие и количество директоров-женщин; наличие комитета по ESG в составе СД; количество заседаний СД; размер вознаграждения членов совета директоров и др. Остановимся на некоторых из этих факторов подробнее.

Размер совета директоров и раскрытие ESG-показателей. Основываясь на агентской теории, М.К. Дженсен и У.Х. Меклинг обратили внимание на то, что принципалы (собственники) и агенты (менеджеры) имеют разные цели [Дженсен, Меклинг, 2004]. Агентские конфликты предполагают, что менеджеры в условиях недостатка контроля будут вести себя оппортунистически и извлекать выгоды из этой ситуации. Совет директоров согласно агентской теории выполняет, прежде всего, контрольную функцию. Более представительный по числу членов совет позволяет представлять интересы большему числу групп акционеров, что положительно отражается на добровольном раскрытии информации и в конечном счете влияет на эффективность [Овсянко, 2002]. Большие СД могут уменьшить информационную асимметрию и неопределенность [Chen, Jaggi, 2001].

Ранее исследователи изучали связь размера СД с раскрытием информации о КСО. Так, анализ компаний, акции которых котируются на Шанхайской фондовой

бирже, за период 2014–2018 гг. показал, что размер наблюдательного совета компании способствует тому, что компания сможет выполнить свои обязательства в области КСО и проинформирует общественность через раскрытие информации в нефинансовой отчетности [Aboud, Yang, 2022].

В последние годы растет число публикаций о взаимосвязи размера СД с раскрытием ESG-критериев. На основе мета-анализа 24 эмпирических исследований о влиянии корпоративного управления на добровольное раскрытие информации об окружающей среде, социальной сфере и управлении (ESG) [Lagasio, Cusari, 2019], а также анализа публичных компаний на фондовом рынке Иордании [Al Amosh, Khatib, 2021] выявлена положительная зависимость этой связи от количественного состава СД.

В то же время в ряде исследований не обнаружено соответствующей зависимости. В частности, анализ компаний Великобритании, которые входили в индекс 350 (UK FTSE 350) в 2017 г., не выявил связи размера СД с раскрытием информации о выбросах парниковых газов [Al-Qahtani, Elgharbawy, 2019]. Другими словами, увеличение числа членов СД не всегда дает положительный эффект, так как может приводить к созданию коалиций, интригам, а также затягиванию принятия решений и размыванию персональной ответственности.

В целом та или иная численность не является залогом эффективного управления и различается в разных странах. В частности, согласно российскому законодательству, в акционерных обществах с числом акционеров более 10 тысяч человек должно быть не менее девяти членов СД (наблюдательного совета). Таким образом, с учетом особенностей российского законодательства в сфере корпоративного управления мы выдвигаем следующую гипотезу.

Гипотеза 1. Отсутствует какая-либо взаимосвязь между размером совета директоров российских публичных акционерных обществ и уровнем раскрытия ESG-информации.

Независимые директора в составе СД и раскрытие ESG-показателей. Наличие независимых директоров в составе совета директоров позволяет осуществлять мониторинг и оценку деятельности руководства более объективно. В одной из публикаций подробно описана ключевая роль исполнительных директоров в контроле оппортунистического поведения [Jensen, Meckling, 1976]. Дискуссия ведется и о влиянии на раскрытие ESG-показателей независимых директоров. Их наличие уменьшает возможность сокрытия любой важной информации об экологически чувствительной деятельности за счет раскрытия большего объема информации.

Многочисленные исследования подтверждают наличие положительной взаимосвязи между независимыми директорами в составе СД и раскрытием экологических показателей. Этот результат может быть

обусловлен тем фактом, что активные заинтересованные стороны рассматривают экологический аспект как действенный способ снижения агентских затрат и повышения эффективности работы. Выявлена корреляция раскрытия экологических показателей с наличием независимых директоров на примере 278 фирм США, представляющих приблизительно 55 % от индекса S&P500 [Giannarakis, Andronikidis, Sariannidis, 2020]. Указанное взаимовлияние изучено также в рамках метаанализа 24 эмпирических исследований на примере стран, где раскрытие нефинансовой информации является добровольным [Lagasio, Cucari, 2019].

В другой группе публикаций рассматривалось влияние независимых директоров на раскрытие информации о корпоративной социальной ответственности (КСО). Их авторы пришли к схожим результатам: выявили наличие положительной связи в ходе анализа 115 финансовых учреждений из 12 европейских стран (наблюдения проводились за 10 лет – с 2007 по 2017 г.) [Fatma, Chouaibi, 2021]; компаний, котирующихся на Шанхайской фондовой бирже, за период 2014–2018 гг. [Aboud, Yang, 2022] и компаний из стран Персидского залива [Garas, ElMassah, 2018]. Проведенный анализ публикаций позволил нам сформулировать еще одну гипотезу.

Гипотеза 2. Существует положительная взаимосвязь между долей независимых директоров в составе совета директоров российских публичных акционерных обществ и степенью раскрытия ESG-информации.

Директора-женщины в составе СД и раскрытие ESG-показателей. Исследования о влиянии женщин в составе совета директоров на раскрытие ESG-показателей неоднородны. Так, установлено, что разнообразные в гендерном отношении советы директоров уделяют больше внимания мониторингу [Adams, Ferreira, 2009]. Изучив отличия женщин и мужчин в принятии решений, связанные с этическими компромиссами, исследователи сделали вывод о том, что женщины более привержены этике и соблюдению интересов стейкхолдеров, поскольку уделяют больше внимания укреплению доверия в отношениях [Kennedy, Kray, 2013].

В значительном количестве исследований установлено влияние гендерных характеристик СД на раскрытие ESG-показателей. Основываясь на анализе данных более 2 тыс. банков за период 2007–2016 гг., авторы доказали, что банки с большим гендерным разнообразием советов директоров демонстрируют более высокий уровень раскрытия экологических показателей [Buallay, Alhalwachi, 2022]. На примере анализа сведений за 2017 г. о компаниях Великобритании, которые входили в индекс 350 (UK FTSE 350), выявлено, что присутствие женщин в составе СД положительно воздействует на раскрытие информации о выбросах парниковых газов [Al-Qahtani, Elgharbawy, 2019]. Изучение публичных корпораций Малайзии, торгую-

щихся на Bursa Malaysia (наблюдения за период с 2005 по 2016 г.), также привело к выводу о положительной связи ESG-раскрытия с наличием женщин в СД [Wasiuzzaman, Wan Mohammad, 2020].

Вместе с тем результаты некоторых исследований не соответствуют таким выводам. На примере сведений об итальянских компаниях установлена отрицательная корреляция рассматриваемых факторов [Cucari, Esposito De Falco, Orlando, 2017], а изучение данных об индийских компаниях показало, что женщины в составе совета директоров ослабляют раскрытие информации о КСО [Fahad, Mubarak, 2020]. Аналогичные выводы сделаны на основании анализа данных о компаниях Латинской Америки [Husted, de Sousa-Filho, 2019]. Как правило, негативное влияние присутствия женщин на обнародование ESG-показателей обусловлено институциональным контекстом.

Наконец, имеются и работы, в которых не установлено статистически значимой связи присутствия женщин в составах СД на раскрытие ESG-показателей корпораций. Выводы исследователей основаны на изучении деятельности 379 фирм, входящих в индекс Standard & Poor's 500, за период 2010–2015 гг. [Manita et al., 2018] и 366 компаний из списка Fortune 500 за 2011 г. [Giannarakis, 2014].

Несмотря на отсутствие единства мнений, наиболее многочисленные из них позволяют выдвинуть следующую гипотезу.

Гипотеза 3. Существует положительная взаимосвязь между долей женщин в составе советов директоров российских публичных акционерных обществ и степенью раскрытия ESG-информации.

Комитет по устойчивому развитию в составе СД и раскрытие ESG-показателей. Комитет по устойчивому развитию в составе СД не является обязательным органом корпоративного управления, однако многие компании первого и второго уровня листинга его создают. Как показывают зарубежные исследования, его формирование само по себе указывает на желание компании следовать правилам и руководящим принципам социальной ответственности и устойчивого развития.

Кроме того, наличие такого комитета (в отдельных компаниях – комитета по КСО) помогает системно заниматься ESG-трансформацией, повышать репутацию и доверие со стороны стейкхолдеров за счет большей прозрачности деятельности. Исследование американского фондового рынка подтвердило предположение о том, что деятельность комитета по устойчивому развитию положительно влияет на уровень раскрытия информации об окружающей среде (выборка состояла из 278 фирм США, представляющих приблизительно 55 % от индекса S&P500) [Giannarakis, Andronikidis, Sariannidis, 2020]. На примере индийских компаний [Fahad, Mubarak, 2020] и деятельности 54 итальянских компаний за период 2011–2014 гг. [Cucari, Esposito de Falco, Orlando, 2017] доказано, что наличие комитета по

устойчивому развитию улучшает раскрытие информации о КСО. По результатам анализа публикаций по данной тематике сформулирована следующая гипотеза.

Гипотеза 4. Существует положительная взаимосвязь между наличием комитета совета директоров по устойчивому развитию в российских публичных акционерных обществах и уровнем раскрытия ESG-информации.

Большая часть исследований по рассматриваемой проблематике посвящена развитым странам, где корпоративная ответственность и раскрытие информации находятся на более высоком уровне. Поэтому при обосновании гипотез мы опирались преимущественно на работы, посвященные развивающимся экономикам. Российские исследования представлены в основном публикациями о влиянии раскрытия экологических показателей на финансовые результаты ([Федорова и др., 2020; Батаева, Кокурин, Карпов, 2021; Белик, Дущинин, Никулина, 2022; Столбов, Шепелева, 2022] и др.).

МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ

Для исследования взаимосвязи между различными аспектами корпоративного управления, связанными с советом директоров, и уровнем раскрытия ESG-информации была сформирована выборка из российских публичных компаний, акции которых торгуются на Московской бирже. В основном это корпорации, ценные бумаги которых входят в котировальные списки первого (высшего) или второго уровня, и лишь акции ПАО «Уралкалий» относятся к третьему эшелону. В выборку вошли только те компании, по которым за период с 2012 по 2021 г. содержалась информация обо всех рассматриваемых в данном исследовании показателях (как минимум в течение одного года). В качестве источника финансовых и нефинансовых сведений использовалась база данных информационного агентства Bloomberg. Итоговая выборка включала 34 компании и 258 наблюдений. Отраслевая принадлежность определялась в соответствии с международным стандартом BICS (Bloomberg Industry Classification Standard).

С точки зрения отраслевой принадлежности наибольшую долю (10 компаний и 84 наблюдения) в исследуемой выборке занимают компании, связанные с материалами, а именно с химической (ПАО «Уралкалий», «ФосАгро» и пр.) и металлургической (ПАО «НЛМК», «Северсталь» и пр.) отраслями. Второе место по представленности в выборке (9 компаний и 64 наблюдения) занимает сфера коммунальных услуг, к которой, в частности, относятся компании, связанные с газоснабжением (ПАО «Газпром»), электроснабжением (ПАО «Интер РАО», «Юнипро» и пр.) и водоснабжением (ПАО «Русгидро»). На третьем месте (5 компаний и 42 наблюдения) – энергетические (нефтегазовые) компании, в частности ПАО «Лукойл», «Роснефть» и пр. Суммарно компании, принадлежащие к перечисленным выше секторам экономики, занимают 70 % всей выборки. Осталь-

ные 30 % распределяются между такими отраслями, как коммуникационные услуги (ПАО «МТС», «Ростелеком» и пр.), финансовые услуги (ПАО «Сбербанк», «ВТБ»), потребительские товары (ПАО «Детский мир», «М.Видео»), недвижимость (ПАО «ЛСР») и промышленность (ПАО «Аэрофлот»). Более подробная информация об отраслевой структуре рассматриваемой в данной работе выборки представлена в приложении 1.

С целью оценки уровня раскрытия ESG-факторов для каждой исследуемой компании использовался общий коэффициент ESG-раскрытия (ESG-score, ESGS), а также отдельные коэффициенты раскрытия экологических факторов (E-score, ES), социальных факторов (S-score, SS) и факторов корпоративного управления (G-score, GS). Это оценки ESG-раскрытия, рассчитываемые информационным агентством Bloomberg (Bloomberg ESG Disclosures Scores). Такие коэффициенты могут принимать значения от 0 до 100 баллов и характеризуют не качество, а уровень раскрытия ESG-информации.

К числу связанных с советом директоров факторов корпоративного управления, которые стали предметом анализа, относятся:

- размер совета директоров (board size, BS), измеряемый как количество его членов;
- его независимость (board independence, BI), определяемая как доля количества независимых директоров от общего количества директоров в СД в процентах;
- разнообразие совета директоров (board diversity, BD), которое измеряется как доля директоров-женщин от общего количества директоров в составе СД в процентах;
- наличие комитета совета директоров по устойчивому развитию (sustainability committee, SC). Этот показатель принимал значение 1 при наличии такого комитета и 0 – в противном случае.

В рамках исследования учитывались также следующие ключевые корпоративные характеристики:

- размер компании (firm size, FS) – сумма всех ее активов, измерявшаяся в млрд руб.
- коэффициент рентабельности активов (return on assets, ROA), он же показатель уровня прибыльности компании, который рассчитывался как отношение суммы чистой прибыли к сумме активам и измерялся в процентах;
- коэффициент финансового рычага (financial leverage, FL), он же показатель уровня риска (в частности риска финансовой устойчивости) компании, определявшийся как отношение суммы активов к сумме собственного капитала.

Все финансовые показатели рассчитывались на основании финансовых отчетов, составленных в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) и данных нефинансовых отчетов.

В качестве основного исследовательского метода (в дополнение к дескриптивному и корреляцион-

ному анализу) применялся регрессионный анализ: строились и оценивались 4 регрессионные модели панельных данных, по одной на каждый коэффициент ESG-раскрытия. Зависимыми переменными являлись коэффициенты ESG-раскрытия, независимыми переменными – факторы корпоративного управления, связанные с советом директоров: его размер, независимость и разнообразие, а также наличие комитета совета директоров по устойчивому развитию, контрольными переменными – размер компании, коэффициенты рентабельности активов и финансового рычага.

С целью определения наиболее релевантной регрессионной модели панельных данных для каждого регрессионного уравнения проводились F -тесты и тесты Хаусмана, по результатам которых для всех коэффициентов ESG-раскрытия в качестве предпочтительной была выбрана регрессионная модель панельных данных с постоянными (фиксированными) эффектами. Всего в рамках данной модели использовались 4 регрессионных уравнения:

$$ESGS_{it} = \alpha_i + \beta_0^* BS_{it} + \beta_1^* BI_{it} + \beta_2^* BD_{it} + \beta_3^* SC_{it} + \beta_4^* \ln(FS_{it}) + \beta_5^* ROA_{it} + \beta_6^* FL_{it} + \varepsilon_{it}; \quad (1)$$

$$ES_{it} = \alpha_i + \beta_0^* BS_{it} + \beta_1^* BI_{it} + \beta_2^* BD_{it} + \beta_3^* SC_{it} + \beta_4^* \ln(FS_{it}) + \beta_5^* ROA_{it} + \beta_6^* FL_{it} + \varepsilon_{it}; \quad (2)$$

$$SS_{it} = \alpha_i + \beta_0^* BS_{it} + \beta_1^* BI_{it} + \beta_2^* BD_{it} + \beta_3^* SC_{it} + \beta_4^* \ln(FS_{it}) + \beta_5^* ROA_{it} + \beta_6^* FL_{it} + \varepsilon_{it}; \quad (3)$$

$$GS_{it} = \alpha_i + \beta_0^* BS_{it} + \beta_1^* BI_{it} + \beta_2^* BD_{it} + \beta_3^* SC_{it} + \beta_4^* \ln(FS_{it}) + \beta_5^* ROA_{it} + \beta_6^* FL_{it} + \varepsilon_{it}; \quad (4)$$

где β_k^* , $k = 0, \dots, 6$, – оценки влияния характеристик совета директоров, а также финансовых характеристик на уровень ESG-раскрытия; $ESGS_{it}$ – общий коэффициент раскрытия ESG-информации; ES_{it} – коэффициент раскрытия информации в сфере экологии; SS_{it} – коэффициент

раскрытия информации в социальной сфере; GS_{it} – коэффициент раскрытия информации в сфере корпоративного управления; BS_{it} – количество членов совета директоров; BI_{it} – доля независимых директоров в СД; BD_{it} – доля директоров-женщин в СД; SC_{it} – признак наличия комитета СД по устойчивому развитию; $\ln(FS_{it})$ – натуральный логарифм суммарных активов компании; ROA_{it} – коэффициент рентабельности активов; FL_{it} – коэффициент финансового рычага; ε_{it} – случайная ошибка.

В рамках данного исследования тестировались 4 гипотезы, приведенные в обзоре литературы, о влиянии отдельных детерминант корпоративного управления на общий коэффициент раскрытия ESG-факторов (ESGS). Также были рассмотрены 3 входящих в него компонента: коэффициенты раскрытия экологических факторов (ES), социальных факторов (SS) и факторов корпоративного управления (GS). При этом выводы о подтверждении или опровержении соответствующих гипотез делались на основании общего коэффициента ESG-раскрытия (ESGS).

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В соответствии с результатами дескриптивного анализа, за 2012–2021 гг. среднее значение общего коэффициента раскрытия ESG-информации российских публичных компаний составило 48,75 балла (табл. 1). При этом в большей степени раскрывалась информация о корпоративном управлении (в среднем на 77,36 балла), в то время как экологическая и социальная информация раскрывались в среднем на 37,63 и 31,21 балла соответственно. Примечательно, что наибольшим разбросом характеризовался коэффициент раскрытия экологической информации – стандартное отклонение составило 21,37 балла.

За рассматриваемый период минимальная оценка общего ESG-раскрытия (10,99 балла) была получена ПАО «ТГК-1» в 2018–2019 гг., а максимальная (78,11 балла) – ПАО «НЛМК» в 2021 г. Экологическая информация

Таблица 1 – Описательная статистика
Table 1 – Descriptive statistics

Переменная	Mean	SD	Q (25 %)	Median	Q (75%)	Min	Max
ESGS	48,75	13,63	40,23	47,77	57,52	10,99	78,11
ES	37,63	21,37	20,95	37,75	51,98	0	85,59
SS	31,21	13,36	22,46	29,95	40,42	0	63,78
GS	77,35	12,46	68,36	80,52	87,36	29,92	96,12
BS	11,07	2,44	9	11	13	6	18
BI	39,62	16,47	27,27	36,36	50	0	88,89
BD	7,43	8,44	0	7,69	11,11	0	33,33
SC	0,38	0,49	0	0	1	0	1
FS	3 154	6 222	375	731	1 422	44	36 016
ROA	7,66	9,17	2,25	5,9	11,57	-21,4	53,6
FL	5,44	11,46	1,57	2,25	3,975	10,09	103,98

Примечания. Mean – среднее значение, SD – стандартное отклонение, Q (25 %) и Q (75 %) – квантили на уровне 25 и 75 %, Median – медиана, Min – минимальное значение, Max – максимальное значение.

совсем не раскрывалась ПАО «М.Видео» в 2015–2016 гг. и 2018 г. (0 баллов), а лучше всего была раскрыта компанией ПАО «НЛМК» в 2021 г. (85,59 балла). Наиболее полную социальную информацию публиковало ПАО «Полиметалл» в 2020–2021 гг. (63,78 балла). Сведения о корпоративном управлении хуже всего раскрывались ПАО «ТГК-1» в 2018–2019 гг. (29,92 балла), лучше всего – ПАО «НЛМК» в 2020–2021 гг. (96,12 балла).

Средняя численность совета директоров составляла 11 человек: наименьший совет, из 6 человек, действовал в ПАО «Полус», наибольший, из 18 человек, – в АК «Русал» (ПАО). Средняя доля независимых директоров в обследованных компаниях равнялась 39,62 %. Отсутствовали независимые директора в ПАО «Полус», а абсолютное большинство они составляли в АК «Русал» (ПАО) – 88,89 %. Доля женщин в совете директоров в среднем по выборке равнялась 7,43 %. В 121 из 258 наблюдений (47 %) женщины не были представлены. Больше всего женщин присутствовало в совете директоров ПАО «Полиметалл» в 2020–2021 гг. Комитет по устойчивому развитию в составе СД был представлен в 98 из 258 наблюдений (38 %).

В целом в рамках проведенного тренд-анализа финансовых и нефинансовых показателей российских публичных компаний была выявлена положительная динамика количества раскрытий нефинансовой информации: оно увеличилось с 16 раскрытий в 2012 г. до 34 раскрытий в 2020 г. – более чем в 2 раза (речь идет о раскрытиях, зафиксированных в базах данных информационного агентства Bloomberg). В то же время в 2021 г. в соответствующих базах данных такая нефинансовая информация была доступна только по 18 компаниям, в то время как по большинству компаний без коэффициентов ESG-раскрытия она была представлена в виде годовых отчетов, отчетов об устойчивом развитии и пр. Отсутствие данных за 2021 г. по 16 компаниям носило в первую очередь технический характер и не являлось показателем ухудшения уровня ESG-раскрытия. Таким образом, было принято решение о целесообразности сравнения показателей 2012 и 2020 гг., без учета 2021 г.

За рассматриваемый период все коэффициенты ESG-раскрытия продемонстрировали значительный рост (приложение 2): общий коэффициент вырос с 39,04 до 55,39 балла, то есть на 42 %, при этом больше всего увеличились его экологический и социальный компоненты (на 80 и 69 % соответственно); меньше всего – коэффициент корпоративного управления (на 19 %), так как уже в 2012 г. он превышал 68 баллов. Таким образом, можно говорить о положительных тенденциях в уровне раскрытия ESG-информации, особенно в части экологического и социального аспектов.

Также было выявлено, что размер совета директоров российских компаний на протяжении 2012–2020 гг. не претерпевал существенных изменений – он составлял 11–12 человек. Доля независимых ди-

ректоров сначала снижалась (в 2012–2015 гг.), а потом росла (в 2015–2020 гг.): снижение за 2012–2020 гг. составило 18 % – с 48,93 до 40,27 %. Доля директоров-женщин за рассматриваемый период выросла с 4,85 до 8,73 % – на 80 %. Доля компаний, в советах директоров которых создан комитет по устойчивому развитию, имела динамику роста: в 2012 г. данный комитет действовал у 19 % компаний, в 2020 г. – уже у 50 %, то есть произошел более чем двукратный рост. Таким образом, наблюдались положительные тенденции в гендерном разнообразии совета директоров российских публичных компаний, а также в распространенности комитета по устойчивому развитию.

Помимо проведения тренд-анализа интерес представляет анализ соответствующих финансовых и нефинансовых показателей в разрезе отраслей (приложение 3). По общему коэффициенту ESG-раскрытия и трем его компонентам лидируют отрасли, связанные с материалами, а именно с химической и металлургической промышленностью. Также в тройку лидеров входят отрасли коммуникационных услуг и энергетической сферы. Меньше всего ESG-факторы раскрываются в отраслях, связанных с потребительскими товарами (по общему коэффициенту раскрытия ESG-информации), тяжелой промышленностью (по коэффициентам раскрытия экологической и социальной информации) и недвижимостью (по коэффициенту раскрытия информации о корпоративном управлении). В целом уровень раскрытия нефинансовой информации, особенно экологического характера, соответствует масштабу влияния соответствующей отрасли на окружающую среду.

Что касается характеристик корпоративного управления, связанных с советом директоров, то наибольшая численность этой структуры (13 человек) встречается в компаниях из финансовой сферы, наименьшая (9 человек) – в компаниях из сферы недвижимости, что в целом коррелирует с размерами соответствующих бизнесов. Наибольшая доля независимых директоров присутствует в компаниях из химической и металлургической сфер (47,75 %), а также из телекоммуникационной сферы (47,07 %), наименьшая – в компаниях из сфер, связанных с тяжелой промышленностью (27,27 %) и коммунальными услугами (29,04 %). Больше всего директоров-женщин встречается в компаниях из сферы недвижимости (12,34 %), а также из химической и металлургической сфер (11,18 %), меньше всего – в компаниях, связанных с тяжелой промышленностью (0 %) и коммунальными услугами (4,66 %). Комитет совета директоров по устойчивому развитию наиболее часто встречается в химической и металлургической сферах (74 %), реже всего – в компаниях, связанных с тяжелой промышленностью (0 %), потребительскими товарами (10 %) и недвижимостью (11 %). Таким образом, именно компании из химической и металлургической сфер харак-

теризуются наилучшими показателями в части независимости и разнообразия совета директоров, а также в части представленности комитета совета директоров по устойчивому развитию.

Корреляционный анализ, результаты которого представлены в приложении 4, выявил положительную связь всех коэффициентов ESG-раскрытия. Кроме того, была получена статистически значимая отрицательная корреляция между размером совета директоров и уровнем ESG-раскрытия (в случае с раскрытием информации о корпоративном управлении значимая корреляция отсутствует). В целом такие характеристики, как независимость, гендерное разнообразие совета директоров, а также наличие комитета по устойчивому развитию статистически значимо и положительно коррелируют с уровнем раскрытия ESG-факторов. Размер компании не коррелирует с коэффициентами ESG-раскрытия. В то же время выявлена статистически значимая положительная корреляция между прибыльностью компании и уровнем раскрытия нефинансовой информации, тогда как между уровнями риска компании и ESG-раскрытия, напротив, наблюдается преимущественно отрицательная взаимосвязь.

Важно также отметить взаимную положительную связь между независимостью совета директоров, его гендерным разнообразием и наличием комитета по устойчивому развитию. Что же касается размера совета директоров, то он положительно коррелирует с разнообразием данной структуры и отрицательно – с ее независимостью и наличием комитета по устойчивому развитию.

С целью проверки гипотез о наличии или отсутствии взаимосвязи между характеристиками совета директоров и уровнем раскрытия ESG-факторов в дополнение к дескриптивному и корреляционному анализу были построены и оценены регрессионные модели панельных данных (для каждого из коэффициентов ESG-раскрытия). Результаты соответствующего анализа представлены в табл. 2.

Таблица 2 – Результаты регрессионного анализа
Table 2 – Results of regression analysis

Переменная	ESGS	ES	SS	GS
BS	-1,86***	-3,51***	-0,94	-1,15*
BI	0,14***	0,33***	0,1**	0
BD	0,16*	0,17	0,13	0,17*
SC	5,55***	4,86*	3,07*	8,57***
In(FS)	14,14***	20,75***	14,24***	7,7***
ROA	0,04	0,08	0,04	0,02
FL	0,02	-0,03	0,02	0,07
R-squared	0,44	0,37	0,35	0,31
Adj. R-squared	0,33	0,25	0,23	0,18
F-statistic	24,07	18,13	16,45	14,05
Numbers of obs.	258	258	258	258

Примечание: здесь и далее * – 10 %; ** – 5 %; *** – 1 %.

Согласно данным в табл. 2, все построенные регрессионные модели были определены как статистически значимые: коэффициенты детерминации по ним составили от 31 до 44 %.

ОБСУЖДЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

Основные исследовательские гипотезы касались влияния различных характеристик советов директоров на раскрытие ESG-показателей.

Анализируя полученные данные, можно констатировать, что гипотеза 1 об отсутствии взаимосвязи между размером совета директоров и уровнем ESG-раскрытия не подтвердилась. В соответствии с результатами регрессионного анализа, размер совета директоров оказывает значимое отрицательное влияние на уровень ESG-раскрытия (исключение составляет раскрытие социальной информации, в ее отношении значимая взаимосвязь отсутствует). В большей степени такое влияние проявляется в случае с раскрытием экологической информации: в среднем каждый дополнительный член совета директоров снижает коэффициент экологического раскрытия на 3,51 балла. Подобная взаимосвязь может быть объяснена тем, что при большем количестве членов совета директоров в результате борьбы между коалициями директоров ослабевает локус контроля на интересы широкого круга стейкхолдеров и их потребности в раскрытии ESG-информации. Этот вывод противоречит результатам исследований, которые не выявили связи на примере компаний, входящих в индекс 350 (UK FTSE 350) [Al-Qahtani, Elgharrawy, 2019], а также большинству публикаций, согласно которым эта связь является положительной [Lagasio, Cucari, 2019; Al Amosh, Khatib, 2021].

Оказалась верной гипотеза 2 о том, что независимость совета директоров положительно сказывается на уровне раскрытия ESG-информации. Влияние оказалось значимым и положительным в отношении общего коэффициента ESG-раскрытия, а также в отношении раскрытия экологической и социальной информации. В частности, в среднем рост доли независимых директоров на 1 процентный пункт приводит к росту коэффициента экологического раскрытия на 0,33 балла. Действительно, независимые директора, в отличие от остальных, в меньшей степени подвержены конфликту интересов из-за связей с топ-менеджментом и/или обладания инсайдерской информацией и в большей степени заинтересованы в раскрытии нефинансовой отчетности для всех заинтересованных сторон. Этот вывод согласуется с результатами исследований на примере стран, где, как и в России, раскрытие нефинансовой информации является добровольным [Lagasio, Cucari, 2019; Giannarakis, Andronikidis, Sariannidis, 2020]. В то же время между долей независимых директоров и уровнем раскрытия информации о корпоративном управлении значимой

взаимосвязи не найдено. Наше объяснение было приведено выше.

Положительное влияние гендерного разнообразия совета директоров на уровень раскрытия ESG-показателей (*гипотеза 3*) тоже подтвердилось: оно было оценено как значимое в отношении раскрытия общей ESG-информации (коэффициент 0,16). Что касается трех составляющих ESG-раскрытия, то такое влияние зафиксировано лишь относительно информации о корпоративном управлении (GS) (коэффициент 0,17), в то время как значимых взаимосвязей с экологической (ES) и социальной информацией (SS) не выявлено. В соответствии с полученными результатами, участие директоров-женщин в СД исследованных компаний положительно влияет на общий коэффициент раскрытия ESG, а также его составляющую в виде информации о корпоративном управлении. Данный вывод подтверждает результаты других исследований [Al-Qahtani, Elgharbawy, 2019; Wasiuzzaman, Wan Mohammad, 2020; Buallay, Alhalwachi, 2022]. Однако статистически значимой связи присутствия женщин в СД на раскрытие информации экологического и социального характера не обнаружено, что согласуется с выводами, сделанными по результатам изучения американских компаний [Giannarakis, 2014; Manita et al., 2018].

Гипотеза 4 о положительном влиянии наличия комитета по устойчивому развитию в составе совета директоров на уровень раскрытия ESG-информации также подтвердилась. В отличие от остальных рассмотренных характеристик СД, создание такого комитета оказывает значимое положительное влияние на общий коэффициент раскрытия информации (ESGS), а также все три его компонента (ES, SS и GS). Причем в наибольшей мере такой эффект проявляется в случае с раскрытием информации о корпоративном управлении (GS): в среднем соответствующий коэффициент раскрытия увеличивается на 8,57 балла. Очевидно, что формирование в структуре совета директоров указанного комитета способствует принятию стратегии устойчивого развития, контролю за ее реализацией, интеграцией принципов ESG в бизнес-процессы и составлением нефинансовой отчетности для широкого круга стейкхолдеров. Данный вывод соответствует аналогичным результатам исследований как на развитых, так и на развивающихся рынках [Cucari, Esposito de Falco, Orlando, 2017; Giannarakis, Andronikidis, Sariannidis, 2020; Fahad, Mubarak, 2020].

В рамках регрессионного анализа было также выявлено статически значимое положительное влияние на уровень ESG-раскрытия такой контрольной переменной, как размер компании, причем наибольший эффект проявляется в случае с раскрытием информации экологического характера. В частности, при увеличении суммы активов компании на 1 % происходит рост соответствующего коэффициента раскрытия на

0,21 балла. Интерпретировать такую взаимосвязь можно следующим образом: с расширением масштабов бизнеса при прочих равных условиях растет ответственность компании перед инвесторами, сотрудниками, представителями местного сообщества и пр. В частности, в случае с компаниями из химической, металлургической, энергетической и прочих экологически вредных отраслей часто происходит пропорциональный рост негативного экологического воздействия на окружающую среду (через загрязнение воздуха, почвы, воды и т. д.), а следовательно, формируется большой запрос общества и прочих стейкхолдеров на реализацию мероприятий в области устойчивого развития и раскрытие соответствующей нефинансовой информации.

В отличие от размера компании, такие характеристики, как уровни рентабельности и риска, не оказывают значимого влияния на уровень раскрытия ESG-показателей. Это говорит о том, что наличие и размер чистой прибыли не являются обязательным условием для такого раскрытия. Драйверами принятия решений о публикации ESG-отчетности становятся выход на зарубежные фондовые рынки, необходимость соблюдать требования для крупнейших компаний с государственным участием, рекомендации Банка России и сложившаяся деловая практика в крупных российских публичных корпорациях.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Растет число компаний, раскрывающих ESG-показатели. За последние 10 лет публикация нефинансовой отчетности стала важной чертой российских публичных корпораций. С их переориентацией на рынки капитала с Запада по Восток многие предполагали ослабление интереса к теме ESG, однако практика показала несостоятельность этих предположений. В январе текущего года Банк России представил на общественное обсуждение Модельную методологию ESG-рейтингов. Достоверная и открытая информация по ESG-показателям является важным инструментом получения высокого рейтинга и влияет на репутацию, которая важна для инвесторов.

В рамках данной работы исследована взаимосвязь между характеристиками совета директоров (как ключевого органа корпоративного управления) и уровнем раскрытия ESG-информации. В качестве источника финансовых и нефинансовых показателей использовались базы данных информационного агентства Bloomberg. В выборку вошли 34 российские публичные компании, акции которых торговались на Московской бирже в период с 2012 по 2021 г.

На основании агентской теории, теории стейкхолдеров, а также обзора зарубежных и отечественных научных публикаций были сформулированы гипотезы о положительной взаимосвязи между независимостью и гендерным разнообразием совета директоров,

а также наличием комитета СД по устойчивому развитию и степени раскрытия ESG-информации. В отношении размера совета директоров ожидалось отсутствие какой-либо взаимосвязи с уровнем раскрытия ESG-факторов.

По результатам дескриптивного анализа (в том числе во временном и отраслевом разрезе), а также корреляционного и регрессионного анализа было выявлено статистически значимое положительное влияние доли независимых директоров и директоров-женщин, а также наличия комитета СД по устойчивому развитию на уровень ESG-раскрытия. В случае же с количеством директоров в составе СД была обнаружена отрицательная взаимосвязь с уровнем раскрытия ESG-факторов. Кроме того, в соответствии с результатами исследования, раскрытие ESG-информации свойственно наиболее крупным компаниям (по размеру активов), в то время как показатели уровня прибыльности и риска не являются значимыми в контексте ESG-раскрытия.

Полученные результаты имеют как теоретическую, так и практическую значимость. Ранее комплексный (дескриптивный, корреляционный, регрессионный) анализ связи такого набора характеристик совета директоров российских публичных компаний и уровня ESG-раскрытия не проводился. С практической точки зрения сделанные выводы могут использоваться законодательными и регуляторными органами с целью улучшения практики корпоративного управления.

Необходимо отметить ограничения данного исследования. В частности, было изучено относительно небольшое количество компаний (из-за отсутствия необходимых нефинансовых данных), причем большая их часть относится к металлургической, энергетической и нефтегазовой сферам, в то время как отрасли торговли, недвижимости и другие представлены в недостаточной степени. Это означает, что результаты являются релевантными в первую очередь именно для компаний из основных исследованных сфер. Кроме того, использовался ограниченный набор характеристик корпоративного управления – представляется, что большее значение в контексте ESG-раскрытия могут иметь, например, характеристики структуры собственности (доля государственного участия, уровень концентрации капитала и пр.).

Перспективными направлениями дальнейшей исследовательской работы являются:

- анализ большего количества российских компаний из различных отраслей;
- эмпирический анализ взаимосвязи уровня ESG-раскрытия и характеристик собственности, в частности уровня концентрации акционерного капитала;
- исследование взаимосвязи уровня ESG-раскрытия и возраста, а также характера образования директоров/генерального директора;
- проведение более комплексного анализа взаимосвязи характеристик корпоративного управления, уровня ESG-раскрытия, а также финансовых показателей (капитализации компаний, прибыльности и пр.). ■

Приложение 1 – Характеристика выборки
Appendix 1 – Sample description

Отрасль	Количество компаний	Доля компаний, %	Количество наблюдений	Доля наблюдений, %	Наименования компаний
Materials (материалы)	10	29	84	33	АК «Алроса» (ПАО), ПАО «НЛМК», ПАО «Норникель», ПАО «Полюс», ПАО «Полиметалл», ОК «Русал» (ПАО), ПАО «Северсталь», ПАО «Селигдар», ПАО «Уралкалий», ПАО «Фосагро»
Utilities (коммунальные услуги)	9	26	64	25	ПАО «Газпром», ПАО «Интер РАО», ПАО «ОГК-2», ПАО «Русгидро», ПАО «МОЭСК», ПАО «Россети», ПАО «ТГК-1», ПАО «ФСК ЕЭС», ПАО «Юнипро»
Energy (энергетика)	5	15	42	16	ПАО «Лукойл», ПАО «Новатэк», ПАО «Роснефть», ПАО «Татнефть», ПАО «Сургутнефтегаз»
Communications (услуги связи)	4	12	28	11	ПАО «АФК Система», ПАО «МТС», ПАО «Ростелеком», Veon
Financials (финансовые услуги)	2	6	18	7	ПАО «ВТБ», ПАО «Сбербанк»
Consumer Discretionary (потребительские товары)	2	6	10	4	ПАО «Детский мир», ПАО «М.Видео»
Real estate (недвижимость)	1	3	9	3	ПАО «ЛСР»
Industrials (промышленность)	1	3	3	1	ПАО «Аэрофлот»
Итого	34	100	258	100	–

Приложение 2 – Результаты тренд-анализа
Appendix 2 – Results of trend analysis

Переменная	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ESGS	39,04	39,36	41,41	45,67	47,85	50,73	51,21	52,71	55,39	58,58
ES	26,21	27,93	27,51	32,19	34,59	37,79	40,77	42,78	47,08	52,48
SS	22,06	22,16	24,48	29,58	30,50	31,91	33,14	34,73	37,38	40,09
GS	68,74	67,89	72,12	75,55	78,25	79,66	79,40	80,49	81,96	83,06
BS	11,50	11,05	11,04	11,12	11,15	11,31	10,97	11,03	11,09	10,33
BI	48,93	44,27	35,51	32,68	38,04	37,42	38,08	39,12	40,27	49,22
BD	4,85	6,22	6,67	6,07	6,10	7,56	7,19	8,03	8,73	12,92
SC	0,19	0,23	0,26	0,23	0,26	0,41	0,41	0,52	0,50	0,72
FS	2 970	2 740	3 299	3 320	2 917	3 294	3 415	3 565	3 751	1 229
ROA	6,69	3,18	1,28	6,83	8,82	8,16	8,64	10,65	6,72	15,66
FL	3,01	2,78	3,18	3,77	3,58	6,83	7,14	6,71	6,11	10,27

Приложение 3 – Результаты отраслевого анализа
Appendix 3 – Results of industry analysis

Переменная	Communications	Consumer Discretionary	Energy	Financials	Industrials	Materials	Real estate	Utilities
ESGS	51,57	32,21	49,7	40,89	33,14	56,7	39,37	43,31
ES	40,27	11,4	41,61	15,67	9,64	49,17	33,18	30,94
SS	34,57	18,47	29,45	25,84	14,79	38,78	20,57	26,71
GS	79,78	66,63	77,92	81,01	74,83	82,04	64,27	72,37
BS	10	11	11	13	11	11	9	12
BI	47,07	34,87	35,58	39,85	27,27	47,75	43,56	29,04
BD	5,89	7,11	3,42	10,55	0	11,18	12,34	4,66
SC	0,18	0,10	0,36	0,06	0,00	0,74	0,11	0,20
FS	962	198	4 324	19 538	932	549	248	3 130
ROA	2,94	5,57	10,76	1,49	2,04	11,74	4,63	5,08
FL	12,63	33,09	1,76	11,73	14,1	3,11	3,13	1,61

Приложение 4 – Результаты корреляционного анализа
Appendix 4 – Results of correlation analysis

Переменная	ESGS	ES	SS	GS	BS	BI	BD	SC	FS	ROA	FL
ESGS	–	0,92***	0,91***	0,73***	–0,16**	0,41***	0,16**	0,54***	–0,04	0,25***	–0,13**
ES	0,92***	–	0,8***	0,47***	–0,25**	0,4***	0,11*	0,47***	–0,09	0,25***	–0,14**
SS	0,91***	0,8***	–	0,54***	–0,13**	0,38***	0,24***	0,48***	–0,04	0,23***	–0,07
GS	0,73***	0,47***	0,54***	–	0,05	0,26***	0,07	0,44***	0,06	0,14**	–0,12*
BS	–0,16**	–0,25***	–0,13**	0,05	–	–0,16**	0,14**	–0,11*	0,21***	–0,19***	–0,06
BI	0,41***	0,4***	0,38***	0,26***	–0,16**	–	0,24***	0,32***	–0,08	0,13**	0,08
BD	0,16**	0,11*	0,24***	0,07	0,14**	0,24***	–	0,12*	0,03	0,18***	0,14**
SC	0,54***	0,47***	0,48***	0,44***	–0,11*	0,32***	0,12*	–	–0,17***	0,33***	–0,13**
FS	–0,04	–0,09	–0,04	0,06	0,21***	–0,08	0,03*	–0,17***	–	–0,18***	0,04
ROA	0,25***	0,25***	0,23***	0,14**	–0,19***	0,13**	0,18***	0,33***	–0,18***	–	–0,08
FL	–0,13**	–0,14**	–0,07	–0,12*	–0,06	0,08	0,14**	–0,13**	0,04	–0,08	–

Источники

- 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.
- Белик И.С., Дуцинин А.С., Никулина Н.Л. (2022). Влияние ESG-факторов на финансовое состояние и инвестиционную привлекательность российских публичных компаний // *Управленец*. Т. 13, № 6. С. 44–55. DOI: 10.29141/2218-5003-2022-13-6-4. EDN: GMAUYD.
- Дженсен М.К., Меклинг У.Х. (2004). Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности // *Вестник Санкт-Петербургского университета*. № 4. С. 118–191.
- Капелюшников Р.И. (2006). Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений // *Российский журнал менеджмента*. Т. 4, № 1. С. 3–28.
- Овсянко Д.В. (2002). Современное корпоративное управление и его реализация через работу совета директоров // *Вестник Санкт-Петербургского университета*. № 4. С. 43–59.
- Столбов М.И., Щепелева М.А. (2022). Влияние ESG-факторов на финансовую стабильность // *Вопросы экономики*. № 11. С. 136–148.
- Ткаченко И.Н. (2021). Актуализация стейкхолдерского подхода корпоративного управления в условиях коронакризиса: от декларирования приверженности к прикладным моделям // *Управленец*. Т. 12, № 2. С. 2–16. DOI: 10.29141/2218-5003-2021-12-2-1.
- Федорова Е.А., Хрустова Л.Е., Демин И.С. (2020). Влияние качества раскрытия нефинансовой информации российскими компаниями на их инвестиционную привлекательность // *Российский журнал менеджмента*. Т. 18, № 1. С. 51–72. <https://doi.org/10.21638/spbu18.2020.103>.
- Aboud A., Yang X. (2022). Corporate governance and corporate social responsibility: New evidence from China. *International Journal of Accounting & Information Management*, vol. 30, no. 2, pp. 211–222. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-09-2021-0195>
- Adams R., Ferreira D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 94, no. 2, pp. 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Akerlof G.A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 3, pp. 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Al Amosh H., Khatib S. (2021). Corporate governance and voluntary disclosure of sustainability performance: The case of Jordan. *SN Business & Economics*, vol. 1, no. 12. <https://doi.org/10.1007/s43546-021-00167-1>
- Al-Qahtani M., Elgharrawy A. (2019). The effect of board diversity on disclosure and management of greenhouse gas information: Evidence from the United Kingdom. *Journal of Enterprise Information Management*, vol. 33, no. 6, pp. 1557–1579. <https://doi.org/10.1108/JEIM-08-2019-0247>
- Buallay A., Alhalwachi L. (2022). Board gender diversity and environmental disclosure: Evidence from the banking sector. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, vol. 15, no. 3, pp. 350–371. <https://doi.org/10.1108/JCEFTS-08-2021-00>
- Chen C.J., Jaggi B. (2001). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 19, no. 4, pp. 285–310. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(00\)00015-6](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(00)00015-6)
- Cucari N., Esposito De Falco S., Orlando B. (2017). Diversity of board of directors and environmental social governance: Evidence from Italian listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 25, no. 2, pp. 250–266. <https://doi.org/10.1002/csr.1452>
- Deegan C., Blomquist C. (2006). Stakeholder influence on corporate reporting: An exploration of the interaction between WWF-Australia and the Australian minerals industry. *Accounting, Organizations and Society*, vol. 31, pp. 343–372. <http://dx.doi.org/10.1016/j.aos.2005.04.001>
- Fahad P., Mubarak R. (2020). Impact of corporate governance on CSR disclosure. *International Journal of Disclosure and Governance*, vol. 17, no. 1, pp. 155–167. <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00082-1>
- Fatma H., Chouaibi J. (2021). Corporate governance and CSR disclosure: Evidence from European financial institutions. *International Journal of Disclosure and Governance*, vol. 18, pp. 346–361. <https://doi.org/10.1057/s41310-021-00117>
- Garas S., ElMassah S. (2018). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: The case of GCC countries. *Critical Perspectives on International Business*, vol. 14, no. 1, pp. 2–26. <https://doi.org/10.1108/cpoib-10-2016-004>
- Giannarakis G. (2014). The determinants influencing the extent of CSR disclosure. *International Journal of Law and Management*, vol. 56, no. 5, pp. 393–416. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-05-2013-0021>
- Giannarakis G., Andronikidis A., Sariannidis N. (2020). Determinants of environmental disclosure: Investigating new and conventional corporate governance characteristics. *Annals of Operations Research*, vol. 294, no. 11, pp. 87–105. <https://doi.org/10.1007/s10479-019-03323-x>
- Hill C., Jones T. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of management studies*, vol. 28, no. 2. pp. 131–154. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x>
- Husted B.W., de Sousa-Filho J.M. (2019). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, vol. 102, no. 9, pp. 220–227. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.017>
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Kennedy J., Kray L. (2013). Who is willing to sacrifice ethical values for money and social status? Gender differences in reaction to ethical compromises. *Social Psychological and Personality Science*, vol. 5, no. 1. pp. 52–59. <https://doi.org/10.1177/194855061348298>
- Lagasio V., Cucari N. (2019). Corporate governance and environmental social governance disclosure: A meta-analytical review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 26, no. 1. <https://doi.org/10.1002/csr.1716>
- Manita R., Bruna M.G., Dang R., Houanti L.H. (2018). Board gender diversity and ESG disclosure: Evidence from the USA. *Journal of Applied Accounting Research*, vol. 19, no. 2, pp. 206–224. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2017-0024>
- Wasiuzzaman S., Wan Mohammad W.M. (2020). Board gender diversity and transparency of environmental, social and governance disclosure: Evidence from Malaysia. *Managerial and Decision Economics*, vol. 41, no. 1, pp. 145–156. <https://doi.org/10.1002/mde.3099>
- Williamson O. (1985). *The economic institutions of capitalism*. New York: The Free Press.

References

- 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.)
- Belik I.S., Dutsinin A.S., Nikulina N.L. (2022). Financial state and investment attractiveness of Russian public companies: The effect of ESG factors. *Upravlenets / The Manager*, vol. 13, no. 6, pp. 44–55. DOI: 10.29141/2218-5003-2022-13-6-4. EDN: GMAUYD. (in Russ.)
- Jensen M.C., Meckling W.H. (2004). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta / Vestnik of Saint Petersburg University. Management*, no. 4, pp. 118–191. (in Russ.)
- Kapelyushnikov R.I. (2006). Ownership concentration in the corporate governance system: Evolution of ideas. *Rossiyskiy zhurnal menedzhmenta / Russian Management Journal*, vol. 4, no. 1, pp. 3–28. (in Russ.)
- Ovsyanko D.V. (2002). Modern corporate governance and its implementation through the work of the board of directors. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta / Vestnik of Saint Petersburg University*, no. 4, pp. 43–59. (in Russ.)
- Stolbov M.I., Shchepeleva M.A. (2022). The impact of ESG-factors on financial stability. *Voprosy Ekonomiki*, no. 11, pp. 136–148. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2022-11-136-148>. (in Russ.)
- Tkachenko I.N. (2021). Rethinking the stakeholder approach to corporate governance in the coronavirus crisis: From commitment declaration to applied models. *Upravlenets / The Manager*, vol. 12, no. 2, pp. 2–16. DOI: 10.29141/2218-5003-2021-12-2-1. (in Russ.)
- Fedorova E.A., Khrustova L.E., Demin I.S. (2020). Completeness of non-financial disclosure by Russian companies: The influence on investment attractiveness. *Rossiyskiy zhurnal menedzhmenta / Russian Management Journal*, vol. 18, no. 1, pp. 51–72. <https://doi.org/10.21638/spbu18.2020.103>. (in Russ.)
- About A., Yang X. (2022). Corporate governance and corporate social responsibility: New evidence from China. *International Journal of Accounting & Information Management*, vol. 30, no. 2, pp. 211–222. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-09-2021-0195>
- Adams R., Ferreira D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 94, no. 2, pp. 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Akerlof G.A. (1970). The Market for "Lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 3, pp. 488–500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Al Amosh H., Khatib S. (2021). Corporate governance and voluntary disclosure of sustainability performance: The case of Jordan. *SN Business & Economics*, vol. 1, no. 12. <https://doi.org/10.1007/s43546-021-00167-1>
- Al-Qahtani M., Elgharbawy A. (2019). The effect of board diversity on disclosure and management of greenhouse gas information: Evidence from the United Kingdom. *Journal of Enterprise Information Management*, vol. 33, no. 6, pp. 1557–1579. <https://doi.org/10.1108/JEIM-08-2019-0247>
- Buallay A., Alhalwachi L. (2022). Board gender diversity and environmental disclosure: Evidence from the banking sector. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, vol. 15, no. 3, pp. 350–371. <https://doi.org/10.1108/JCEFTS-08-2021-00>
- Chen C.J., Jaggi B. (2001). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 19, no. 4, pp. 285–310. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(00\)00015-6](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(00)00015-6)
- Cucari N., Esposito De Falco S., Orlando B. (2017). Diversity of board of directors and environmental social governance: Evidence from Italian listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 25, no. 2, pp. 250–266. <https://doi.org/10.1002/csr.1452>
- Deegan C., Blomquist C. (2006). Stakeholder influence on corporate reporting: An exploration of the interaction between WWF-Australia and the Australian minerals industry. *Accounting, Organizations and Society*, vol. 31, pp. 343–372. <http://dx.doi.org/10.1016/j.aos.2005.04.001>
- Fahad P., Mubarak R. (2020). Impact of corporate governance on CSR disclosure. *International Journal of Disclosure and Governance*, vol. 17, no. 1, pp. 155–167. <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00082-1>
- Fatma H., Chouaibi J. (2021). Corporate governance and CSR disclosure: Evidence from European financial institutions. *International Journal of Disclosure and Governance*, vol. 18, pp. 346–361. <https://doi.org/10.1057/s41310-021-00117>
- Garas S., ElMassah S. (2018). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: The case of GCC countries. *Critical Perspectives on International Business*, vol. 14, no. 1, pp. 2–26. <https://doi.org/10.1108/cpoib-10-2016-004>

- Giannarakis G. (2014). The determinants influencing the extent of CSR disclosure. *International Journal of Law and Management*, vol. 56, no. 5, pp. 393–416. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-05-2013-0021>
- Giannarakis G., Andronikidis A., Sariannidis N. (2020). Determinants of environmental disclosure: Investigating new and conventional corporate governance characteristics. *Annals of Operations Research*, vol. 294, no. 11, pp. 87–105. <https://doi.org/10.1007/s10479-019-03323-x>
- Hill C., Jones T. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, vol. 28, no. 2, pp. 131–154. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x>
- Husted B.W., de Sousa-Filho J.M. (2019). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, vol. 102, no. 9, pp. 220–227. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.017>
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kennedy J., Kray L. (2013). Who is willing to sacrifice ethical values for money and social status? Gender differences in reaction to ethical compromises. *Social Psychological and Personality Science*, vol. 5, no. 1, pp. 52–59. <https://doi.org/10.1177/194855061348298>
- Lagasio V., Cucari N. (2019). Corporate governance and environmental social governance disclosure: A meta-analytical review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 26, no. 1. <https://doi.org/10.1002/csr.1716>
- Manita R., Bruna M.G., Dang R., Houanti L.H. (2018). Board gender diversity and ESG disclosure: Evidence from the USA. *Journal of Applied Accounting Research*, vol. 19, no. 2, pp. 206–224. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2017-0024>
- Wasiuzzaman S., Wan Mohammad W.M. (2020). Board gender diversity and transparency of environmental, social and governance disclosure: Evidence from Malaysia. *Managerial and Decision Economics*, vol. 41, no. 1, pp. 145–156. <https://doi.org/10.1002/mde.3099>
- Williamson O. (1985). *The economic institutions of capitalism*. New York: The Free Press.

Информация об авторах**Information about the authors****Батаева Бэла Саидовна**

Доктор экономических наук, профессор Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления факультета экономики и бизнеса. **Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации**, г. Москва, РФ. E-mail: bbataeva@fa.ru

Карпов Никита Андреевич

Аналитик. **Газпромбанк**, г. Москва, РФ. E-mail: karpov.n.a@mail.ru

Bela S. Bataeva

Dr. Sc. (Econ.), Professor of Corporate Finance and Corporate Governance Dept. (Faculty of Economics and Business). **Financial University under the Government of the Russian Federation**, Moscow, Russia. E-mail: bbataeva@fa.ru

Nikita A. Karpov

Analyst. **Gazprombank**, Moscow, Russia. E-mail: karpov.n.a@mail.ru