УПРАВЛЕНЕЦ 2021. Том 12. № 6

DOI: 10.29141/2218-5003-2021-12-6-2
JEL Classification: G32, D21, C33

Влияние раскрытия ESG-показателей на финансовые результаты российских публичных компаний

Б.С. Батаева[1], А.Д. Кокурина[2], Н.А. Карпов[3]

[1] Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, РФ
[2] НИУ ВШЭ, г. Москва, РФ
[3] Компания Benchmark Executive, г. Москва, РФ

Аннотация. В настоящее время растет интерес к раскрытию публичными компаниями нефинансовой информации, содержащей экологические и социальные показатели, а также показатели в области корпоративного управления (ESG). Статья посвящена изучению влияния уровня раскрытия ESG-показателей на показатели прибыли российских компаний. Методологической основой исследования послужила концепция корпоративной устойчивости и стейкхолдеров, согласно которой опубликование ESG-информации повышает доверие к компании со стороны инвесторов и клиентов и тем самым способствует росту показателей, рассчитываемых на основе прибыли. Методы работы включают проведение дескриптивного, корреляционного и регрессионного анализа связи между раскрытием ESG-информации и коэффициентами рентабельности активов (ROA), собственного капитала (ROE) и инвестированного капитала (ROC) публичных компаний. Выборка содержит 50 российских компаний, акции которых обращались на Московской бирже в период с 2010 по 2019 г. Доказано, что раскрытие данными компаниями ESG-информации оказывает статистически значимое положительное влияние на их финансовые результаты. Выявлено, что степень этого влияния различна у предприятий разных отраслей, разного размера и с разным уровнем долга. Кроме того, даже в похожих компаниях влияние отличается в зависимости от уровня раскрытия ESG-информации. Полученные результаты представляют интерес прежде всего для кредиторов, поскольку акцент в исследовании сделан на финансовые показатели, рассчитываемые на основе прибыли, тогда как для инвесторов помимо анализа традиционного важен стоимостной анализ.

Ключевые слова: устойчивое развитие; корпоративная социальная ответственность; корпоративная устойчивость; финансовая результативность; ESG-факторы; публичные компании; Россия.

Дата поступления статьи: 9 октября 2021 г.

Ссылка для цитирования: 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.

The impact of ESG reporting on the financial performance of Russian public companies

Bela S. Bataeva[1], Aglaya D. Kokurina[2], Nikita A. Karpov[3]

[1] Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia
[2] National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russia
[3] Benchmark Executive, Moscow, Russia

Abstract. There is a growing interest in non-financial reporting of public companies, which includes environmental, social and governance (ESG) factors. The paper studies how the degree of ESG disclosure affects corporate performance in Russia. Methodologically, the study relies on the concept of corporate sustainability and stakeholders, according to which ESG reporting increases investors and customers' confidence in the company and thereby contributes to the growth of profit-based indicators. Among the research methods applied are descriptive, correlation and regression analysis of the relationship between ESG disclosure and return on assets (ROA), equity (ROE) and capital (ROC) of public companies. The sample includes 50 Russian companies whose shares were traded on the Moscow Exchange between 2010 and 2019. The research demonstrates that ESG reporting has a statistically significant positive impact on the financial performance of the companies under review. The degree of this influence is different according to the enterprise's industry, size and debt level. Moreover, even in similar companies the impact depends on the level of ESG disclosure. The obtained results are of interest primarily to lenders, since the study focuses on financial profit-based indicators, while investors, in addition to traditional analysis, also use value analysis.

Keywords: sustainable development; corporate social responsibility; corporate sustainability; financial performance; ESG factors; public companies; Russia.

Paper submitted: October 9, 2021

For citation: 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.

ВВЕДЕНИЕ

В последние годы важнейшим драйвером изменения бизнеса в сторону большей экологичности является международное и национальное законодательство, ограничивающее выбросы парниковых газов: Киотский протокол, Парижское соглашение, принятие «Зеленой таксономии ЕС» и введение европейского налога на импорт товаров с углеродным следом. В России летом 2021 г. принят Федеральный закон № 296-ФЗ «Об ограничении выбросов парниковых газов». Весной того же года в первом чтении принят законопроект о «зеленой» продукции (сельхозпродукции и продуктах питания) с целью снижения влияния на окружающую среду сельского хозяйства. Минприроды выступило с обращением в адрес Минпромторга о запрете использования в стране определенных видов пластика из 28 номенклатур товаров, не поддающихся переработке.

Инвесторы являются для компаний мощным стимулом интегрировать принципы устойчивого развития в свои стратегии и бизнес-процессы. Растет число фондов, портфели которых основаны на ESG-критериях[1]. В 2020 г., по данным Института устойчивого развития Morgan Stanley, число таких фондов увеличилось в 3,5 раза, а суммарный объем активов под их управлением превысил 153 млрд долл. [Чернышева, 2020]. К примеру, согласно результатам опроса, проведенного в 2020 г., половина клиентов одной из крупнейших инвестиционных компаний мира BlackRock практикует ответственное инвестирование.

Именно инвесторы формируют также спрос на раскрытие компаниями ESG-показателей. Московская фондовая биржа в 2019 г. присоединилась к глобальной инициативе ООН «Биржи за устойчивое развитие». На ММВБ был запущен Сектор устойчивого развития; созданы ESG-индексы; регулярно проводятся обучающие вебинары по ESG-инвестированию. Биржа совместно с Банком России подготовила рекомендации по раскрытию ESG-показателей[2]. Это своего рода руководство для листингуемых компаний, которое содержит показатели, разработанные на основе международных документов GRI и TCFD[3].

Агентства РА-Эксперт и НРА представили российскому бизнес-сообществу свои ESG-рейтинги и рэнкинги. Как правило, рэнкинги составляются на основе открытых источников данных, а рейтингование предполагает заключение договора с рейтинговым агентством. На государственном уровне принимаются усилия по вовлечению бизнеса в реализацию Целей устойчивого развития [Измайлова, 2021].

Таким образом, инвесторы, фондовая биржа как оператор финансовой инфраструктуры, Банк России, коммерческие банки, рейтинговые агентства являются драйверами роста раскрытия показателей, связанных с воздействием компаний на окружающую среду и социальную сферу, а также уровнем развития корпоративного управления в компании.

Во всем мире заметно увеличилось число исследований, подтверждающих лучшие результаты инвестирования с учетом ESG-показателей. Метаисследование NYU Stern Center for Sustainable Business and Rockefeller Asset Management, опубликованное в 2021 г., выявило, что 58 % изученных работ содержат доказательства положительной корреляции между раскрытием ESG-критериев и финансовыми показателями компаний[4].

Тем не менее среди российских экспертов отсутствует единство мнений относительно того, насколько экономически оправданы усилия российских компаний, связанные с раскрытием ESG-показателей. С одной стороны, эта мера призвана помочь инвесторам лучше просчитывать риски и долгосрочную финансовую стабильность компании. С другой стороны, звучат аргументы о том, что следование принципам устойчивого развития приводит к росту расходов, а экономическая польза от раскрытия ESG-показателей преувеличена.

Цель исследования заключается в изучении связи между раскрытием ESG-показателей и финансовыми результатами российских публичных компаний.

Теоретической основой работы являются концепции корпоративной социальной ответственности и стейкхолдеров. Корпоративная социальная ответственность, или корпоративная устойчивость, выступает фактором формирования деловой репутации. Будучи бинарным феноменом, репутация, с одной стороны, представляет собой нематериальный ресурс, а с другой стороны – неразрывно связана со стейкхолдерами как носителями репутационных представлений об организации [Овруцкий, 2016].

Транспарентность информации о компании, достигаемая с помощью таких инструментов, как публикации в СМИ, нефинансовые отчеты, раскрытие ESG-показателей, способствует формированию репутации этичной и социально ответственной компании.

---

[1] ESG – аббревиатура от слов environmental, social, governance (окружающая среда, общество, управление). В статье будут использоваться ESG-критерии оценки компаний, которые раскрываются с помощью показателей по методу тройного итога: ESG-показатели, а также индексы, основанные на ESG-критериях.

[2] Информационное письмо о рекомендациях по раскрытию публичными акционерными обществами нефинансовой информации, связанной с деятельностью таких обществ (12.07.2021 № ИН-06-28/49). http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_390868/.

[3] GRI – Global Reporting Initiative Standards, TCFD – Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures.

[4] New Meta-Analysis from NYU Stern Center for Sustainable Business and Rockefeller Asset Management Finds ESG Drives Better Financial Performance. https://www.stern.nyu.edu/experience-stern/faculty-research/new-meta-analysis-nyu-stern-center-sustainable-business-and-rockefeller-asset-management-finds-esg.

УПРАВЛЕНЕЦ 2021. Том 12. № 6

Этот процесс связан с необходимостью целенаправленного взаимодействия со стейкхолдерами и их информирования [Батаева, 2018]. Вследствие роста доверия к компаниям больше потребителей покупают их товары, в результате растут их выручка и прибыль, а следовательно, повышается рентабельность. Рост финансовых/бухгалтерских показателей, а также транспарентность ESG-показателей приводит к заинтересованности кредиторов и инвесторов и сказывается на рыночной стоимости компании. ESG являются факторами стоимости компании, так как их раскрытие влияет на снижение стоимости заимствований со стороны кредитных организаций и на привлечение инвесторов.

Концепция стейкхолдеров (заинтересованных сторон) берет начало с опубликованной в 1984 г. пионерной работы Эдварда Фримена «Стратегический менеджмент: концепция заинтересованных сторон» [Freeman, 1984]. М. Кларксон обогатил эту концепцию [Clarkson, 1994], а ее прикладные аспекты получили развитие в работе, в которой была предложена систематизация стейкхолдеров [Mitchell, Agle, Wood, 1997]. Повышение интереса к вопросам экологии, корпоративной социальной ответственности со стороны такой группы стейкхолдеров, как клиенты и инвесторы, включая ответственных инвесторов, побуждает компании повышать уровень прозрачности деятельности и публиковать ESG-показатели.

Концепция корпоративной социальной ответственности (КСО) ведет начало с работы Ховарда Р. Боуэна [Bowen, 1953], опубликованной в середине XX в. и впоследствии получившей продолжение (см. [Carroll, 1999]). Некоторые исследователи считали, что концепции КСО и корпоративной устойчивости близки [Steurer et al, 2005], другие называли их синонимами, точнее утверждали, что концепция корпоративной устойчивости является современным прочтением концепции КСО [van Marrewijk, 2003; Благов, 2010; Carroll, 2016; Завьялова, 2018]. Согласно одному из мнений, понятия «корпоративная социальная ответственность» и «корпоративная устойчивость» (CSR and Sustainability) составляют единое целое и справедливо используются многими как синонимы [Carroll, 2016]. Трансформация компаний и их бизнес-моделей в направлении устойчивого развития связана с институциональными изменениями рынка в стране [Bataeva, Kozhevina, 2020].

Благодаря доступности большого объема информации как о финансовых, так и о нефинансовых аспектах ведения бизнеса деятельность корпораций постоянно оценивают экологические и правозащитные организации, инвестиционные фонды и прочие стейкхолдеры. Это стимулирует корпорации придерживаться устойчивых практик и на регулярной основе публиковать соответствующую информацию для широкого круга лиц [Waddock, 2000].

Таким образом, раскрытие ESG-показателей – это инструмент, с помощью которого этичная и социально ответственная компания повышает свою репутацию, отвечая на растущие ожидания кредиторов, инвесторов, клиентов, органов власти, местных сообществ и прочих стейкхолдеров.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

В значительном количестве зарубежных исследований показано, что чем выше уровень раскрытия ESG, тем выше ROE. Так, изучив деятельность американских компаний, авторы выявили наличие связи между качеством добровольного раскрытия экологической информации и стоимостью собственного капитала компании, а также ожидаемыми будущими денежными потоками [Plumlee et al., 2015]. Показано также положительное влияние фактов раскрытия ESG-показателей на рентабельность капитала компании (в выборке оценивалось 159 индонезийских компаний за период с 2012 по 2016 г.) [Triyani et al., 2020] и на коэффициенты рентабельности (ROA и ROE) [Alareeni, Hamdan, 2020]. Аналогично этим результатам выявлена положительная взаимосвязь между устойчивостью индийских компаний и коэффициентами прибыльности (ROA, ROE, ROIC и EPS) [Bodhanwala, Bodhanwala, 2018].

В одной из публикаций представлены результаты выявления взаимосвязи КСО с инвестициями в охрану окружающей среды и влиянием на финансовые показатели компаний в Нигерии [Shabbir, Okere, 2020]. При изучении финансового сектора Китая также обнаружена взаимосвязь между ROE, ROA и факторами ESG, причем выявлено положительное и значимое воздействие финансовых технологий и переменной GOV × ENV (оценка корпоративного управления и экологической информации) на такие показатели, как ROE и NIMP [Liu et al., 2021].

Влияние отдельных компонентов в составе ESG-критериев на финансовые показатели исследовалось на примере компаний финансового и нефинансового секторов Пакистана. Авторами продемонстрирована положительная линейная связь между компонентом ESG (показателями корпоративного управления) и финансовыми показателями [Shabbir et al., 2020].

Однако в ряде работ указывается на нейтральное или даже отрицательное воздействие раскрытия ESG-показателей на финансовые показатели ROE/ROA [Crisostomo, Freire, Vasconcellos, 2011; De Villiers, Naiker, Van Staden, 2011; Dufwa, Hammarström, 2015; Atan et al., 2018]. Так, изучив порядка 80 бразильских компаний, исследователи сделали вывод о том, что корпоративная социальная ответственность не влияет существенно на прибыльность бизнеса, измеренную коэффициентом рентабельности активов [Crisostomo, Freire, Vasconcellos, 2011].

Обзор работ российских авторов показал следующее.

На примере американского рынка установлено наличие существенного влияния степени раскрытия нефинансовой информации по ESG-критериям на будущую капитализацию компании и сделан вывод о том, что «инвесторы учитывают факторы ESG в оценочных моделях для определения фундаментальной стоимости компании» [Вашакмадзе, 2013].

Результаты изучения влияния социальных инвестиций в человеческий капитал, которые входят в показатели ESG, на рыночную стоимость компании позволяют утверждать, что не все социальные инвестиции влияют на результативность компаний и их капитализацию [Ткаченко, Раменская, 2016].

Проанализировав воздействие публикации нефинансовых показателей в виде отчетности в соответствии с руководством GRI на финансовые результаты компаний стран БРИКС, измеренное через отношение рыночной к балансовой стоимости компаний, исследователи выявили наличие положительной связи между данными показателями, а также сектора экономики, для компаний которого это влияние было значимо [Кузубов, Евдокимова, 2017].

Установление уровня раскрытия ESG-информации российскими компаниями за период с 2015 по 2017 г. на примере компаний, входящих в индекс РСПП «Вектор устойчивого развития» и «Ответственность и открытость», показало, что раскрытие не всех ESG-показателей имеет равное положительное влияние на финансовую устойчивость компаний [Галазова, 2018].

Анализ воздействия нефинансовой информации на финансовые показатели деятельности российских публичных компаний – средневзвешенную стоимость капитала и среднегодовую доходность акций – выявил «наличие статистически значимой положительной взаимосвязи индекса раскрытия социальной информации и доходности акции (при статистически значимых регрессиях в целом)» [Федорова и др., 2020a].

Те же авторы оценивали уровень раскрытия экологической информации с помощью текстового анализа, для чего использовался авторский словарь. За основу словаря был взят глоссарий, представленный в тематической части по экологическим вопросам Руководства по отчетности в области устойчивого развития GRI. Также на основе коэффициента Тобина исследовалась инвестиционная привлекательность компаний. Эмпирический анализ деятельности 60 российских листинговых компаний за период с 2009 по 2018 г. показал, что статистически значимая взаимосвязь между уровнем раскрытия экологических сведений и инвестиционной привлекательностью компаний отсутствует [Федорова и др., 2020b].

Изучение влияния КСО на финансовую эффективность компании на примере формирующегося российского рынка привело к выводу о том, что на этом рынке, характеризующемся низкой прозрачностью и малой эффективностью, данные о расходах на КСО не имеют статистически значимой связи с показателями финансовой эффективности [Анкудинов, Бадыкова, 2020].

На основе оценки фундаментальных показателей модельных портфелей, сформированных в системе Bloomberg по 20 компаниям за период с 2013 по 2021 г., показано, что ESG-ориентированный портфель демонстрирует доходность выше ESG-нейтрального портфеля в кризисный период пандемии COVID-19. Установлено также, что малые и средние по капитализации компании относятся к ESG-нейтральным, «которые активнее инвестируют в свой рост и развитие, нежели в аспекты, связанные с ESG». По мнению авторов, компании стремятся переориентировать фокус инвестиций на связанные с ESG аспекты, когда достигают определенного размера и стабильного роста [Ефимова, Волков, Королёва, 2021].

Таким образом, исследования по интересующей нас проблематике часто содержат противоречащие друг другу результаты. Кроме того, в работах о взаимосвязи между уровнем раскрытия информации о факторах ESG и финансовыми показателями недостаточно рассмотрен вопрос о том, как меняется эта связь в зависимости от ряда характеристик компаний (например, от их отраслевой принадлежности, размера и других параметров).

ВЗАИМОСВЯЗЬ МЕЖДУ ESG-ПОКАЗАТЕЛЯМИ И ФИНАНСОВЫМИ ПОКАЗАТЕЛЯМИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ: МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ

Исследование охватывало 50 российских публичных компаний, акции которых обращались на Московской бирже в 2010–2019 гг.; общее число наблюдений – 361 (см. приложение 1). Источником финансовой и нефинансовой информации послужила база Bloomberg.

В выборку вошли все российские публичные акционерные общества, по которым в период с 2010 по 2019 г. содержалась информация обо всех четырех ESG-коэффициентах (подробно рассматриваются далее) в течение как минимум одного года. Необходимо отметить, что выборку составили не только эмитенты акций 1-го и 2-го уровня листинга, но и шесть эмитентов, акции которых относятся к 3-му уровню: ПАО «Нижнекамскнефтехим», «Уралкалий», «Новороссийский морской торговый порт», «ТрансКонтейнер», Raven Property Group (ПАО) и «Группа Черкизово». Эти компании в той или иной степени раскрывают ESG-информацию, несмотря на то, что Московская биржа не устанавливает для них требований по корпоративному управлению и раскрытию информации, как для эмитентов акций 1-го и 2-го уровня листинга. Это наглядный пример того, что предоставление нефинансовой информации во многом носит добровольный характер.

УПРАВЛЕНЕЦ 2021. Том 12. № 6

Рассматриваемые компании относились к девяти отраслям (по международной классификации). Но отраслевое сравнение проводилось в отношении групп компаний из двух отраслей, по которым было собрано наибольшее число наблюдений: материалы (129 наблюдений из 361) и коммунальные услуги (88 наблюдений из 361). В первую группу вошли компании, деятельность которых связана преимущественно с металлами и рудами, строительными и химическими товарами, контейнерами и упаковками, а также целлюлозно-бумажными и лесными товарами. Вторую группу составили компании, предоставляющие электрические, газовые, многоотраслевые услуги, а также услуги по водоснабжению. Другие отрасли нами не сравнивались ввиду незначительного количества представленных компаний.

В исследовании применялся традиционный финансовый анализ, который основывается на использовании учетных/бухгалтерских показателей рентабельности активов (ROA), рентабельности собственного капитала (ROE) и рентабельности капитала (ROC)[1]. Преимущество использования кредиторами и инвесторами бухгалтерских показателей обусловлено тем, что они основаны на верифицируемых аудиторскими компаниями данных бухгалтерских отчетов [Luo, 2015; Aras et al., 2010]. Качество и степень раскрытия ESG-показателей оценивались с помощью ESG-балла, который подсчитывался с использованием данных информационной базы Bloomberg. Эта же база послужила источником финансовой информации. Отраслевая принадлежность определялась в соответствии со стандартом BICS (Bloomberg Industry Classification Standard).

В рамках регрессионного анализа в качестве независимых переменных использовались коэффициенты раскрытия ESG-факторов (ESG-score, ESGS), экологических (E-score, ES) и социальных факторов (S-score, SS), а также факторов корпоративного управления (G-score, GS). Данные переменные могут принимать значение от 0 до 100 баллов. В качестве контрольных переменных применялись размер компании (firm size – FS); коэффициент оборачиваемости активов (asset turnover ratio – ATR); коэффициент финансового рычага (leverage ratio – LR); темп прироста активов (assets growth – AG). Оценивание коэффициентов при независимых и контрольных переменных осуществлялось с помощью объединенной модели панельных данных.

В ходе анализа рассчитывалось по два уравнения на каждый из показателей рентабельности: в одно уравнение входит общий коэффициент раскрытия ESG-информации, а в другое – три отдельных компонента этого коэффициента (E-score, S-score и G-score). В общей сложности было построено шесть уравнений:

$$\mathrm{ROA}_{it} = \alpha_0 + \beta_0^* \mathrm{ESGS}_{it} + \beta_1^* \ln(\mathrm{FS}_{it}) + \beta_2^* \mathrm{ATR}_{it} + \beta_3^* \mathrm{LR}_{it} + \beta_4^* \mathrm{AG}_{it} + \varepsilon_{it}; \quad (1)$$

$$\mathrm{ROC}_{it} = \alpha_0 + \beta_0^* \mathrm{ESGS}_{it} + \beta_1^* \ln(\mathrm{FS}_{it}) + \beta_2^* \mathrm{ATR}_{it} + \beta_3^* \mathrm{LR}_{it} + \beta_4^* \mathrm{AG}_{it} + \varepsilon_{it}; \quad (2)$$

$$\mathrm{ROE}_{it} = \alpha_0 + \beta_0^* \mathrm{ESGS}_{it} + \beta_1^* \ln(\mathrm{FS}_{it}) + \beta_2^* \mathrm{ATR}_{it} + \beta_3^* \mathrm{LR}_{it} + \beta_4^* \mathrm{AG}_{it} + \varepsilon_{it}; \quad (3)$$

$$\mathrm{ROA}_{it} = \alpha_0 + \beta_0^* \mathrm{ES}_{it} + \beta_1^* \mathrm{SS}_{it} + \beta_2^* \mathrm{GS}_{it} + \beta_3^* \ln(\mathrm{FS}_{it}) + \beta_4^* \mathrm{ATR}_{it} + \beta_5^* \mathrm{LR}_{it} + \beta_6^* \mathrm{AG}_{it} + \varepsilon_{it}; \quad (4)$$

$$\mathrm{ROC}_{it} = \alpha_0 + \beta_0^* \mathrm{ES}_{it} + \beta_1^* \mathrm{SS}_{it} + \beta_2^* \mathrm{GS}_{it} + \beta_3^* \ln(\mathrm{FS}_{it}) + \beta_4^* \mathrm{ATR}_{it} + \beta_5^* \mathrm{LR}_{it} + \beta_6^* \mathrm{AG}_{it} + \varepsilon_{it}; \quad (5)$$

$$\mathrm{ROE}_{it} = \alpha_0 + \beta_0^* \mathrm{ES}_{it} + \beta_1^* \mathrm{SS}_{it} + \beta_2^* \mathrm{GS}_{it} + \beta_3^* \ln(\mathrm{FS}_{it}) + \beta_4^* \mathrm{ATR}_{it} + \beta_5^* \mathrm{LR}_{it} + \beta_6^* \mathrm{AG}_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (6)$$

где β_i, $i = 0, ..., 6$, – оценки влияния ESG-факторов на финансовые показатели (соответствующие переменные отмечены звездочкой); ROA_{it} – коэффициент рентабельности активов; ROC_{it} – коэффициент рентабельности капитала; ROE_{it} – коэффициент рентабельности собственного капитала; ROA_{it} – общий коэффициент раскрытия ESG-информации; ES_{it} – коэффициент раскрытия информации в сфере экологии; ROC_{it} – коэффициент раскрытия информации в социальной сфере; ROE_{it} – коэффициент раскрытия информации в сфере корпоративного управления; $\ln(\mathrm{FS}_{it})$ – натуральный логарифм суммарных активов компании; ATR_{it} – коэффициент оборачиваемости активов; LR_{it} – коэффициент финансового рычага; AG_{it} – темп прироста активов, ε_{it} – случайная ошибка.

Сформулируем гипотезы исследования.

1. Существует положительная связь между уровнем раскрытия ESG-информации и показателями прибыльности российских компаний.

2. Связь между общим уровнем раскрытия ESG-информации и показателями прибыли российских компаний определяют перечисленные далее особенности компаний.

2.1. Уровень раскрытия ESG-информации (измеренный через коэффициент раскрытия). Предполагается, что публикация ESG-отчетности оказывает большее влияние на прибыльность компаний с более высоким средним уровнем ESGS: для инвесторов и кредиторов раскрытие ESG-факторов имеет значение только в том случае, если ESGS превышает некоторый минимальный уровень.

2.2. Принадлежность компаний к одной из двух групп, дифференцированных по величине активов.

[1] Все перечисленные показатели рассчитываются в процентах: показатель ROA (Return on assets) – как отношение чистой прибыли к активам, ROE (Return on Equity) – как отношение чистой прибыли к собственному капиталу компании, ROC (Return on capital) – как отношение чистой прибыли к собственному капиталу и долговым обязательствам компании.

Можно предположить, что рассматриваемая связь окажется более выраженной для сравнительно небольших компаний (по меркам крупнейших по капитализации российских публичных акционерных обществ), так как уровень ожиданий заинтересованных сторон относительно политики в сфере устойчивого развития крупной компании выше, чем относительно соответствующей политики компании с меньшим размером активов и, при прочих равных условиях, с меньшим потенциальным воздействием на общество, окружающую среду и т. д.

2.3. Принадлежность компаний к одной из двух групп, дифференцированных по величине финансового рычага. При принятии решений инвесторы, кредиторы и другие стейкхолдеры нуждаются в большем объеме раскрытия финансовой и нефинансовой информации компаниями, которые характеризуются более высоким уровнем риска. Следовательно, можно ожидать, что ESG-раскрытие окажет большее влияние именно на компании с относительно высоким уровнем долговой нагрузки.

2.4. Принадлежность к определенной отрасли. Предположительно для компаний из металлургической отрасли и других отраслей, так или иначе связанных с материалами (по классификации BICS), влияние раскрытия факторов ESG будет более значимым, чем в среднем по всем секторам экономики, в частности по отрасли коммунальных услуг. Это обусловлено тем, что компании, связанные с материалами, оказывают значительное негативное влияние на состояние окружающей среды, в том числе из-за выбросов в атмосферу продуктов сжигания различных видов топлива.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Дескриптивный анализ показал, что за рассматриваемый период число наблюдений выросло с 24 в 2010 г. до 43 в 2019 г. Это вызвано ростом числа компаний, публикующих отчеты об устойчивом развитии в соответствии с руководством Global Reporting Initiative (GRI). Описательная статистика переменных, использованных в рамках исследования, представлена в табл. 1.

Согласно данным в табл. 1, среднее значение коэффициентов рентабельности выборки составило: ROA – 6,72 %, ROC – 10,09 %, ROE – 15,94 %; медианное значение составило: ROA – 5,9 %, ROC – 10,14 % и ROE – 14,4 %. В целом за рассмотренный период раскрытие ESG-информации российскими публичными компаниями увеличилось. Общий коэффициент раскрытия ESG-показателей в среднем равнялся 38,41 балла; минимальный балл – 11,57, максимальный – 74,51.

Раскрытие экологических показателей в составе ESG-критериев было оценено в 30,23 балла (медианное значение – 28,68 балла); социальных показателей – 37,09 балла (медианное значение – 36,67 балла), показателей корпоративного управления – 55,24 балла (медианное значение – 57,14 балла). Хуже всего раскрывались экологические показатели, а лучше всего – показатели, связанные с корпоративным управлением. К примеру, у компании АК «Алроса» (ПАО) раскрытие показателей корпоративного управления достигло 93,74 балла, а в целом Bloomberg ESG disclosure score составил 55,83 балла. Эти данные проясняют тот факт, что АК «Алроса» входит в состав десяти международных ESG-рейтингов, а в 2021 г. включена в сотню

Таблица 1 – Описательная статистика, 2010–2019
Table 1 – Descriptive statistics, 2010–2019

Переменная	Mean	SD	Q (25 %)	Median	Q (75 %)	Min	Max
ROA, %	6,72	9,05	2,25	5,9	11,01	–42,7	53,6
ROC, %	10,09	11,79	5,59	10,14	22,63	–59,6	61,24
ROE, %	15,94	29,14	4,68	14,4	15,1	–141,26	190,68
ESGS	38,41	13,2	29,34	37,74	48,35	11,57	74,51
ES	30,23	15,75	18,75	28,68	41,09	1,55	79,89
SS	37,09	16,14	24,88	36,67	49,12	3,51	75
GS	55,24	14,33	46,43	57,14	62,5	17,86	93,74
FS, млрд руб.	2 230,93	4 934,14	215,298	517,44	1 163,68	41,75	31 197,5
ATR	0,64	0,39	0,42	0,57	0,79	0,09	2,64
LR	3,3	3,67	1,54	1,99	3,32	1,07	40,06
AG, %	10,65	32,17	–0,16	7,33	15,16	–52,21	417,06

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.

УПРАВЛЕНЕЦ 2021. Том 12. № 6

лучших компаний мира (ESG-рейтинг международного рейтингового агентства Moody's)[1].

Результаты корреляционного анализа, проведенного в ходе исследования (см. приложение 2), продемонстрировали наличие положительной взаимосвязи между коэффициентами рентабельности и коэффициентами уровня раскрытия ESG-информации для всех пар коэффициентов. При этом в некоторых случаях данное влияние статистически незначимо: лишь показатель ROE имеет положительную и статистически значимую связь со всеми коэффициентами ESG-раскрытия, тогда как показатель ROA значимо положительно связан с показателями ESGS и ES, а показатель ROC – только с показателем ES. В любом случае результаты корреляционного анализа позволяют предполагать, что раскрытие ESG-отчетности в целом оказывает положительное влияние на прибыльность российских компаний.

Регрессионный анализ проводился для уточнения причинно-следственных связей между рассматриваемыми показателями и уточнения полученных данных. Его результаты приведены в табл. 2, где представлены оценки коэффициентов в шести уравнениях: столбцы 1–3 относятся к уравнениям с общим коэффициентом ESG-раскрытия, а столбцы 4–6 – к уравнениям с его компонентами (ES, SS и GS).

Представленные в табл. 2 данные демонстрируют, что общий коэффициент раскрытия ESG-показателей (ESGS) положительно и статистически значимо связан со всеми тремя показателями рентабельности – ROA, ROC и ROE, хотя большее влияние характерно для показателя рентабельности собственного капитала. В данной модели не было выявлено влияния размера компании на рассматриваемые показатели.

Следует отметить, что на прибыльность российских публичных компаний статистически значимое положительное влияние оказывает общий коэффициент ESG-раскрытия и его экологический компонент. Воздействие отдельных компонентов ESG-оценки, связанных с раскрытием социальной информации, а также информации в сфере корпоративного управления, является несущественным.

Для углубленного исследования взаимосвязи ESGS и финансовых показателей с учетом особенностей компаний (гипотеза 2) были выделены группы компаний в зависимости от среднего значения коэффициента раскрытия ESG-отчетности (1-й признак), среднего размера компании (2-й признак), среднего значения коэффициента финансового рычага (3-й признак), а также отраслевой принадлежности компании (4-й признак).

При сравнении по первому признаку были получены данные о том, что компании с высоким ESGS отличаются более высоким значением показателя ROA, в то время как статистически значимых отличий между значениями ROC и ROE у таких компаний нет. Также следует отметить, что ESGS, в частности его экологический компонент, оказывает статистически значимое положительное влияние исключительно на показатели прибыльности компаний с высоким уровнем раскрытия ESG-информации.

Сравнение по второму признаку показало, что ESGS влияет на коэффициент рентабельности малых

[1] Отчет об устойчивом развитии АК «Алроса» (ПАО). 2020. С. 8. http://www.alrosa.ru/wp-content/uploads/2021/06/ALROSA_SGO2020_310821.pdf.

Таблица 2 – Результаты регрессионного анализа панельных данных
Table 2 – Pooled panel data regression

Переменная	ROA	ROC	ROE	ROA	ROC	ROE
	1	2	3	4	5	6
Intercept	–1,59	–1,79	–7,71	0,58	–0,89	–5,42
ESGS	0,11***	0,09**	0,42***	–	–	–
ES	–	–	–	0,17***	0,11*	0,41***
SS	–	–	–	–0,07*	–0,04	–0,09
GS	–	–	–	–0,01	0,01	0,09
ln (FS)	0,26	0,42	–1,26	0,16	0,38	–1,42
ATR	4,67***	8,47***	11,05***	5,01***	8,7***	11,75***
LR	–0,39***	–0,22	2,01***	–0,3**	–0,17	2,16***
AG	0,06***	0,08***	0,17***	0,06***	0,08***	0,16***
R^2	0,15	0,15	0,14	0,17	0,15	0,14
Adjusted R^2	0,14	0,14	0,12	0,15	0,14	0,13
F-statistic	12,51***	12,35***	11,1***	10,31***	9,03***	8,38***
Observations	361	361	361	361	361	361

Примечания. Intercept – свободный член в уравнении регрессии, R-squared – коэффициент детерминации, Adjusted R-squred – скорректированный коэффициент детерминации, F-statistic – тестовая статистика в критерии Фишера (F-тесте), Observations – количество наблюдений. Звездочками отмечены уровни значимости: * – 10 %; ** – 5 %; *** – 1 %.

компаний (как они понимаются в данном исследовании) примерно в 1,5–2 раза сильнее, чем на коэффициент рентабельности компаний крупных. В выборке медианное значение активов компании составляло 517,44 млрд руб. Минимальное значение по сумме активов имело ПАО «ТрансКонтейнер» (41,75 млрд руб.), а максимальное – ПАО «Сбербанк» (31,2 трлн руб.).

Что касается отличий в раскрытии ESG-показателей в компаниях, различающихся по уровню финансового рычага / уровню риска (т. е. по третьему признаку), то ESGS оказывает большее влияние на прибыльность компаний с более высоким значением заемного капитала. Кроме того, чем выше доля заемного капитала, тем выше раскрытие. В особенности это касается показателей раскрытия корпоративного управления (GS), тогда как влияние раскрытия экологических (ES) и социальных (SS) факторов не является статистически значимым.

Результаты сопоставления по четвертому признаку свидетельствуют о том, что коэффициенты раскрытия ESG-информации выше у компаний из отрасли материалов, чем у компаний из отрасли коммунальных услуг, поскольку первые связаны с добычей и переработкой полезных ископаемых и существенно влияют на экологию, в том числе ввиду выбросов.

Уровень раскрытия ESG-информации положительно (и существенно) воздействует на все показатели рентабельности в компаниях из отрасли материалов. В то же время для компаний из отрасли коммунальных услуг получены более низкие значения общего коэффициента ESG-раскрытия, а также коэффициента раскрытия информации в сфере корпоративного управления (GS). В этом случае положительная связь между раскрытием ESG-информации и показателями прибыльности не прослеживается.

ОБСУЖДЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

Полученные в ходе исследования данные свидетельствуют о том, что в целом российские компании все активнее раскрывают ESG-показатели, при этом меньше всего публикуется информация, связанная с экологическими аспектами бизнеса. В течение рассмотренного периода общий коэффициент раскрытия вырос с 30,73 до 47,01 балла.

В целях тестирования базовой гипотезы о том, что ESG-раскрытие положительно связано с финансовыми результатами деятельности компаний, были выдвинуты дополнительные гипотезы о разности этой связи в компаниях, различающихся по уровню раскрытия ESG-информации, принадлежности к определенной отрасли, величине активов и финансового рычага. Все гипотезы подтвердились.

Результаты верификации гипотезы 1 о наличии положительной связи между полнотой раскрытия ESG-информации и финансовыми показателями российских компаний, а именно ROA, ROE и ROC, согласуются с выводами других исследователей [Plumlee et al., 2015; Triyani et al., 2020; Shabbir и Okere, 2020].

В подтверждение гипотезы 2.1 о том, что связь между общим уровнем раскрытия ESG-информации и показателями прибыли российских компаний отличается в компаниях с разным уровнем раскрытия ESG-информации, установлено, что общий коэффициент ESG-раскрытия, а также его экологический компонент оказывают статистически значимое положительное влияние исключительно на показатели прибыльности компаний с высоким уровнем раскрытия ESG-информации.

Влияние раскрытия информации, как и предполагалось согласно гипотезе 2.2, связано с размером компании. Раскрытие ESG-критериев относительно небольшими по величине активов компаниями имеет бóльшую связь с показателями прибыльности, нежели в крупных компаниях. Это можно объяснить тем, что для последних раскрытие является скорее нормой, тогда как для первых становится конкурентным преимуществом. Вывод совпадает с результатами исследований, которые показали, что вопросы, связанные с ESG, чаще волнуют компании, когда те достигают определенного размера и стабильного роста [Ефимов, Волков, Королёв, 2021].

В соответствии с гипотезой 2.3 коэффициент ESG-раскрытия (ESGS) оказывает статистически значимое положительное влияние на показатели прибыльности российских компаний и эта связь различна в зависимости от принадлежности компании к одной из двух групп, отличающихся по величине финансового рычага. Действительно, в ходе исследования установлено, что для компаний с высоким значением заемного капитала влияние раскрытия ESGS выше, причем на прибыль воздействует раскрытие показателей корпоративного управления и экологических показателей. Причина установленных различий может заключаться в том, что от компаний с высоким уровнем риска банки требуют большего раскрытия различных аспектов ESG.

Подтвердилась и гипотеза 2.4 о том, что связь между уровнем раскрытия ESG-информации и показателями прибыльности компании отличается в зависимости от ее отраслевой принадлежности. Для компаний из группы отраслей, связанных с материалами, все показатели ESG-раскрытия положительно влияют на показатели прибыльности. В то же время относительно компаний из отрасли коммунальных услуг эта связь прослеживается не для всех показателей рентабельности. Данный вывод совпадает с результатами других исследователей [Кузубов, Евдокимова, 2017, с. 35].

Выявлено, что компании, уделяющие внимание корпоративной устойчивости, реагирующие на глобальные тенденции и национальные приоритеты, представляют более полные данные для участия в ESG-рейтингах и индексах, на которые ориентируют-

УПРАВЛЕНЕЦ 2021. Том 12. № 6

ся кредиторы и инвесторы. В результате раскрытие ESG-информации российскими компаниями положительно влияет на их показатели прибыльности. Для кредиторов это важный критерий оценки рисков при выдаче традиционных и «зеленых» кредитов. Инвесторы включают в свои портфели акции данных компаний, ожидая, что они будут подвержены меньшей волатильности в будущем и обеспечат более стабильный доход.

Взрывной рост числа ESG-фондов во всем мире также создает спрос на нефинансовую информацию о ESG-критериях. Таким образом, раскрывать данную информацию целесообразно, причем особое внимание следует уделять экологическим показателям. Кроме того, компаниям можно рекомендовать интегрировать отчеты об устойчивом развитии с годовыми отчетами, участвовать в ESG-рейтингах и ESG-рэнкингах.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Необходимо отметить ограничения данного исследования, которые не позволяют экстраполировать сделанные выводы на отдельные отрасли.

В частности, препятствиями являются небольшой размер выборки (50 компаний) и 10-летний временной горизонт анализа (период, когда российские компании начали публиковать нефинансовые отчеты). Интерпретацию полученных результатов ограничивает выбор показателей: использовалась бухгалтерские показатели и балансовая стоимость, а не рыночная капитализация компании, которая наиболее важна для инвесторов.

Еще одно существенное ограничение связано с отраслевой принадлежностью рассматриваемых компаний, а именно небольшим числом компаний и наблюдений в группах из таких отраслей, как потребительские товары и недвижимость. Это обусловлено более поздним выходом соответствующих компаний на фондовые рынки и, следовательно, более поздним началом публикации отчетов об устойчивом развитии.

Перспективными направлениями будущих исследований являются:

- влияние раскрытия отдельных компонентов ESG на рыночную стоимость компании на развитых и развивающихся рынках;
- разница в раскрытии ESG-критериев и во влиянии на рыночную стоимость компаний с различными формами собственности;
- влияние раскрытия отдельных компонентов ESG на рыночную стоимость компаний различных отраслей;
- тренды в построении устойчивых корпоративных стратегий бизнеса, ответственное инвестирование. ■

Приложение 1. Характеристики выборки
Appendix 1. Characteristics of the sample

Отрасль согласно международной классификации	Число и доля наблюдений, ед./%	Число и доля компаний, ед./%	Наименование компаний
Materials (материалы)	129/36	16/32	АК «Алроса» (ПАО), ГК «Петропавловск» (ПАО), ОК «Русал» (ПАО), ПАО «Акрон», «Мечел», «ММК», «Нижнекамскнефтехим», «Новолипецкий металлургический комбинат», «Норникель», «Полиметалл», «Полюс», «Северсталь», «Трубная металлургическая компания», «Уралкалий», «Фосагро», «ЭН+ГРУП»
Utilities (коммунальные услуги)	88/24	11/22	ПАО «Газпром», «Интер РАО», «Мосэнерго», «ОГК-2», «Россети», «Россети Московский регион», «Русгидро», «ТГК-1», «ФСК ЕЭС», «Энел Россия», «Юнипро»
Energy (энергетика)	56/16	6/12	ПАО «Газпром Нефть», «Лукойл», «Нефтяная компания Роснефть», «Новатэк», «Сургутнефтегаз», «Татнефть»
Communications (коммуникационные услуги)	24/7	4/8	ПАО АФК «Система», «МТС», «Ростелеком», «Mail.ru»
Financials (финансы)	22/6	3/6	Банк ВТБ (ПАО), «Сбербанк», «Тинькофф Банк»
Industrials (промышленность)	15/4	4/8	ПАО «Аэрофлот», «Глобалтранс», «Новороссийский морской торговый порт», «ТрансКонтейнер»
Real estate (недвижимость)	13/4	2/4	ПАО «Группа ЛСР», Raven Property Group (ПАО)
Consumer staples (потребительские товары повседневного спроса)	10/3	3/6	ПАО «Группа Черкизово», «Магнит», «О`кей»
Consumer discretionary (потребительские товары выборочного спроса)	4/1	1/2	ПАО «М.Видео»
Всего	*361/100*	*50/100*	

Приложение 2. Корреляционная матрица изучаемых переменных
Appendix 2. Correlation matrix for the variables under study

Переменная	ROA	ROE	ROC	ESGS	ES	SS	GS	FS	ATR	LR	AG
ROA	–	0,71***	0,9***	0,13**	0,18*	0,05	0,03	–0,08	0,24***	–0,17***	0,23***
ROE	0,71***	–	0,71***	0,15***	0,15***	0,11**	0,13**	–0,01	0,12**	0,22**	0,19**
ROC	0,9***	0,71***	–	0,08	0,1*	0,05	0,03	-0,05	0,3***	-0,1*	0,23***
ESGS	0,13**	0,15***	0,08	–	0,91***	0,82***	0,73***	0,13**	-0,05	0,03	–0,1**
ES	0,18*	0,15***	0,1*	0,91***	–	0,72***	0,46***	0,12**	–0,06	–0,05	–0,09
SS	0,05	0,11**	0,05	0,82***	0,72***	–	0,42***	0,11**	0,01	0,07	–0,12**
GS	0,03	0,13**	0,03	0,73***	0,46***	0,42***	–	0,09	–0,08	0,14***	–0,06
FS	–0,08	–0,01	–0,05	0,13**	0,12**	0,11**	0,09	–	–0,29***	0,32***	0,02
ATR	0,24***	0,12**	0,3***	–0,05	–0,06	0,01	–0,08	–0,29***	–	–0,2***	0,11**
LR	–0,17***	0,22***	–0,1*	0,03	–0,05	0,07	0,14***	0,32***	–0,2***	–	0,04
AG	0,23***	0,19***	0,23***	–0,1**	–0,09	–0,12**	–0,06	0,02	0,11**	0,04	–

Примечание. Звездочками отмечены уровни значимости: * – 10 %; ** – 5 %; *** – 1 %.

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. (2018). Управление стейкхолдерами в российских крупнейших нефтегазовых компаниях // Управленец. Т. 9, № 4. С. 20–27. DOI: 10.29141/2218-5003-2018-9-4-3.

Благов Ю.Е. (2010). Корпоративная социальная ответственность: эволюция концепции. Санкт-Петербург: Высшая школа менеджмента СПбГУ.

Вашакмадзе Т. (2013). Влияние показателя ESG на будущую капитализацию компании. Эмпирическое тестирование на американском фондовом рынке // Финансовая жизнь. № 4. С. 63–80.

Галазова С.С. (2018). Влияние ESG-факторов на устойчивое развитие компаний и финансовую результативность корпоративного сектора // Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ). № 4. С. 81–87.

Ефимова О.В., Волков М.А., Королёва Д.А. (2021). Анализ влияния принципов ESG на доходность активов: эмпирическое исследование // Финансы: теория и практика. № 25 (4). С. 82–97. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-4-82-97.

Завьялова Е.Б. (2018). Корпоративная социальная ответственность: эволюция подходов и идей // Финансовый бизнес. № 2 (193). С. 26–31.

Измайлова М.А. (2021). Устойчивое развитие как составляющая корпоративной социальной ответственности // Мир (Модернизация. Инновации. Развитие). Т. 12, № 2. С. 100–111. https://doi.org/10.18184/2079-4665.2021.12.2.100-113

Кузубов С.А., Евдокимова М.С. (2017). Повышает ли стоимость компании публикация нефинансовых отчетов по стандартам GRI? (на примере стран БРИКС) // Учет. Анализ. Аудит. №. 2. С. 28–36. https://doi.org/10.26794/2408-9303-2017--2-28-36

Овруцкий А.В. (2016). Репутация. Репутационный дискурс. Репутационный ущерб // Психолог. № 4. С. 10–18. DOI: 10.7256/2409-8701.2016.4.19631.

Ткаченко И.Н., Раменская Л.А. (2016). Влияние корпоративной социальной ответственности на капитализацию компании (результаты эмпирического исследования) // Управленческие науки. Т. 6, № 3. С. 85–94. https://doi.org/10.26794/2304-022X-2016-6-3-85-94.

Федорова Е.А., Афанасьев Д.О., Нерсесян Р.Г., Ледяева С.В. (2020a). Влияние нефинансовой информации на основные показатели российских компаний // Журнал Новой экономической ассоциации. № 2 (46). С. 73–96. DOI: 10.31737/2221-2264-2020-46-2-4.

Федорова Е.А., Ширяева Л.К., Хрустова Л.Е., Демин И.С., Ледяева С.В. (2020 b). Раскрытие вопросов экологии в отчетности и инвестиционная привлекательность российских компаний // Управленец. Т. 11, № 5. С. 29–46. DOI: 10.29141/2218-5003-2020-11-5-3.

Чернышёва Е. (2020). Поставить на зеленое // Спецпроект РБК. 16.12.2020. https://plus-one.rbc.ru/economy/postavit-na-zelenoe.

Alareeni B.A., Hamdan A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance*, vol. 20, no. 7, pp. 1409–1428.

Aras G., Aybars A., Kutlu O. (2010). Managing corporate performance: Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets. *International Journal of Productivity and Performance Management*, vol. 59, no. 3, pp. 229–254. https://doi.org/10.1108/17410401011023573.

Atan R., Alam M.M., Said J., Zamri M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality*, vol. 29 no. 2, pp. 182–194. https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033.

Bataeva B., Kozhevina O.V. (2020, November 13–14). Development of conditions of innovations institutionalization contributing to the Russian sustainable development. *Innovative Economic Symposium, IES 2020*, Samara, 250069. DOI: 10.1007/978-3-030-60929-0_7/

Bodhanwala S., Bodhanwala R. (2018). Does corporate sustainability impact firm profitability? Evidence from India. *Management Decision*, vol. 56, vol. 8, pp. 1734–1747.

Bowen H. (1953). *Social responsibility of the businessman*. New York, Harper.

Carroll A.B. (1999). Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct. Business & Society, vol. 38, no. 3, pp. 268–295. https://doi.org/10.1177/000765039903800303.

Carroll A.B. (2016). Carroll's pyramid of CSR: Taking another look. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, vol. 1, Article number: 3.

Clarkson M.B.E. (1994). *A Risk Based Model of Stakeholder Theory*. The Center for Corporate Social Performance & Ethics, Toronto: University of Toronto.

Crisóstomo V., Freire F., Vasconcellos F. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, vol. 7, no. 2, pp. 295–309.

De Villiers C., Naiker V., Van Staden C.J. (2011). The effect of board characteristics on firm environmental performance. *Journal of Management*, vol. 37, no. 6, pp. 1636–1663.

Dufwa L., Hammarström M. (2015). Corporate sustainability and the financial implications for the european basic materials industry. https://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/40462/1/gupea_2077_40462_1.pdf.

Freeman R.E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Liu Y., Saleem S., Shabbir R., Shabbir M. S., Irshad A., Khan S. (2021). The relationship between corporate social responsibility and financial performance: A moderate role of fintech technology. *Environmental Science and Pollution Research*, vol. 28, pp. 20174–20187. DOI: 10.1007/s11356-020-11822-9.

Luo X., Wang H., Raithel S., Zheng Q. (2015). Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns. *Strategic Management Journal*, vol. 36, no. 1, pp. 123–136.

Marrewijk van, M. (2003). Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion. *Journal of Business Ethics*, vol. 44, no. 2, pp. 95–105. https://doi.org/10.1023/A:1023331212247.

Mitchell R.K., Agle B.R., Wood D.J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, vol. 22, no. 4, pp. 853–886. https://doi.org/10.2307/259247.

Plumlee M., Brown D., Hayes R.M., Marshall S.R. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 34, no. 4, pp. 336–361. http://dx.doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004.

Shabbir M., Okere W. (2020). The relationship between corporate social responsibility, environmental investments and financial performance: evidence from manufacturing companies. *Environmental Science and Pollution Research*, vol. 27, no. 1. DOI: 10.1007/s11356-020-10217-0.

Shabbir M.S., Aslam E., Irshad A., Bilal K., Aziz Sh., Abbasi B.A., Zia S. (2020). Nexus between corporate social responsibility and financial and non-financial sectors' performance: A non-linear and disaggregated approach. *Environmental Science and Pollution Research*, vol. 27, no. 31. pp. 39164–39179. DOI: 10.1007/s11356-020-09972-x.

Steurer R., Langer M.E., Konrad A., Martinuzzi A. (2005). Corporations, stakeholders and sustainable development I: A theoretical exploration of business–society relations. *Journal of Business Ethics*, vol. 61/3, pp. 263–281.

Waddock S. (2000). The multiple bottom lines of corporate citizenship: Social investing, reputation, and responsibility audits. *Business and Society Review*, vol. 105, no. 3, pp. 323–345.

References

Ankudinov A.B., Badykova I.R. (2020). Empiricheskiy analiz vzaimosvyazi raskhodov na realizatsiyu politiki sotsial'noy otvetstvennosti i finansovoy effektivnosti rossiyskikh kompaniy [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.

Bataeva B.S. (2018). Upravlenie steykkholderami v rossiyskikh krupneyshikh neftegazovykh kompaniyakh [Stakeholder engagement: The case of the Russian largest oil and gas companies]. *Upravlenets – The Manager*, vol. 9, no. 4, pp. 20–27. DOI: 10.29141/2218-5003-2018-9-4-3.

Blagov Yu.E. (2010). *Korporativnaya sotsial'naya otvetstvennost': evolyutsiya kontseptsii* [Corporate social responsibility: An evolution of the concept]. Saint Petersburg: Vysshaya shkola menedzhmenta SPbGU.

Vashakmadze T. (2013). Vliyanie pokazatelya ESG na budushchuyu kapitalizatsiyu kompanii. Empiricheskoe testirovanie na amerikanskom fondovom rynke [Impact of ESG indicator on the future capitalization of the company. Empirical testing in the American stock market]. *Finansovaya zhizn' – Financial Life*, no. 4, pp. 63–80.

Galazova S.S. (2018). Vliyanie ESG-faktorov na ustoychivoe razvitie kompaniy i finansovuyu rezul'tativnost' korporativnogo sektora [The influence of ESG factors on the sustainable development of companies and the financial performance of the corporate sector]. *Vestnik Rostovskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta (RINKh) – Vestnik of Rostov State University of Economics*, no. 4, pp. 81–87.

Efimova O.V., Volkov M.A., Koroleva D.A. (2021). Analiz vliyaniya printsipov ESG na dokhodnost' aktivov: empiricheskoe issledovanie [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. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-4-82-97.

Zav'yalova E.B. (2018). Korporativnaya sotsial'naya otvetstvennost': evolyutsiya podkhodov i idey [Corporate social responsibility: Evolution of approaches and ideas]. *Finansovyy biznes – Financial Business*, no. 2(193), pp. 26–31.

Izmaylova M.A. (2021). Ustoychivoe razvitie kak sostavlyayushchaya korporativnoy sotsial'noy otvetstvennosti [Sustainable development as a new component of corporate social responsibility]. Mir (Modernizatsiya. Innovatsii. Razvitie) – MIR (Modernization. Innovation. Research), vol. 12, no. 2, pp. 100–111. https://doi.org/10.18184/2079-4665.2021.12.2.100-113.

Kuzubov S.A., Evdokimova M.S. (2017). Povyshaet li stoimost' kompanii publikatsiya nefinansovykh otchetov po standartam GRI? (na primere stran BRIKS) [Does the company value increase through the publication of non-financial reports under GRI guidelines? (On the example of BRICS countries)]. *Uchet. Analiz. Audit – Accounting. Analysis. Auditing*, no. 2, pp. 28–36. https://doi.org/10.26794/2408-9303-2017--2-28-36.

Ovrutskiy A.V. (2016). Reputatsiya. Reputatsionnyy diskurs. Reputatsionnyy ushcherb [Reputation. Reputational discourse. Reputational damage]. *Psikholog – Psychologist*, no. 4, pp. 10–18. DOI: 10.7256/2409-8701.2016.4.19631.

Tkachenko I.N., Ramenskaya L.A. (2016). Vliyanie korporativnoy sotsial'noy otvetstvennosti na kapitalizatsiyu kompanii (rezul'taty empiricheskogo issledovaniya) [Corporate social responsibility effect on the company capitalization (the results of an empirical study)]. *Upravlencheskie nauki – Management Sciences*, vol. 6, no 3, pp. 85–94. https://doi.org/10.26794/2304-022X-2016-6-3-85-94.

Fedorova E.A., Afanas'ev D.O., Nersesyan R.G., Ledyaeva S.V. (2020a). Vliyanie nefinansovoy informatsii na osnovnye pokazateli rossiyskikh kompaniy [Impact of non-financial information on key financial indicators of Russian companies]. *Zhurnal Novoy ekonomicheskoy assotsiatsii – The Journal of the New Economic Association*, no. 2 (46), pp. 73–96. DOI: 10.31737/2221-2264-2020-46-2-4.

Fedorova E.A., Shiryaeva L.K., Khrustova L.E., Demin I.S., Ledyaeva S.V. (2020 b). Raskrytie voprosov ekologii v otchetnosti i investitsionnaya privlekatel'nost' rossiyskikh kompaniy [Disclosure of environmental information in corporate reports and investment attractiveness of Russian companies]. *Upravlenets – The Manager*, vol. 11, no. 5, pp. 29–46. DOI: 10.29141/2218-5003-2020-11-5-3.

Chernysheva E. (2020). *Postavit' na zelenoe. Cpetsproekt RBK* [Put on green. RBC special project]. December 16, 2020. https://plus-one.rbc.ru/economy/postavit-nazelenoe.

Alareeni B.A., Hamdan A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance*, vol. 20, no. 7, pp. 1409–1428.

Aras G., Aybars A., Kutlu O. (2010). Managing corporate performance: Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets. *International Journal of Productivity and Performance Management*, vol. 59, no. 3, pp. 229–254. https://doi.org/10.1108/17410401011023573.

Atan R., Alam M.M., Said J., Zamri M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality*, vol. 29 no. 2, pp. 182–194. https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033.

Bataeva B., Kozhevina O.V. (2020, November 13–14). Development of conditions of innovations institutionalization contributing to the Russian sustainable development. *Innovative Economic Symposium, IES 2020*, Samara, 250069. DOI: 10.1007/978-3-030-60929-0_7/

Bodhanwala S., Bodhanwala R. (2018). Does corporate sustainability impact firm profitability? Evidence from India. *Management Decision*, vol. 56, vol. 8, pp. 1734–1747.

Bowen H. (1953). *Social responsibility of the businessman*. New York, Harper.

Carroll A.B. (1999). Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct. Business & Society, vol. 38, no. 3, pp. 268–295. https://doi.org/10.1177/000765039903800303.

Carroll A.B. (2016). Carroll's pyramid of CSR: Taking another look. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, vol. 1, Article number: 3.

Clarkson M.B.E. (1994). *A Risk Based Model of Stakeholder Theory*. The Center for Corporate Social Performance & Ethics, Toronto: University of Toronto.

Crisóstomo V., Freire F., Vasconcellos F. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, vol. 7, no. 2, pp. 295–309.

De Villiers C., Naiker V., Van Staden C.J. (2011). The effect of board characteristics on firm environmental performance. *Journal of Management*, vol. 37, no. 6, pp. 1636–1663.

Dufwa L., Hammarström M. (2015). Corporate sustainability and the financial implications for the european basic materials industry. https://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/40462/1/gupea_2077_40462_1.pdf.

Freeman R.E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Liu Y., Saleem S., Shabbir R., Shabbir M. S., Irshad A., Khan S. (2021). The relationship between corporate social responsibility and financial performance: A moderate role of fintech technology. *Environmental Science and Pollution Research*, vol. 28, pp. 20174–20187. DOI: 10.1007/s11356-020-11822-9.

Luo X., Wang H., Raithel S., Zheng Q. (2015). Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns. *Strategic Management Journal*, vol. 36, no. 1, pp. 123–136.

Marrewijk van, M. (2003). Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion. *Journal of Business Ethics*, vol. 44, no. 2, pp. 95–105. https://doi.org/10.1023/A:1023331212247.

Mitchell R.K., Agle B.R., Wood D.J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, vol. 22, no. 4, pp. 853–886. https://doi.org/10.2307/259247.

Plumlee M., Brown D., Hayes R.M., Marshall S.R. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 34, no. 4, pp. 336–361. http://dx.doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004.

Shabbir M., Okere W. (2020). The relationship between corporate social responsibility, environmental investments and financial performance: evidence from manufacturing companies. *Environmental Science and Pollution Research*, vol. 27, no. 1. DOI: 10.1007/s11356-020-10217-0.

Shabbir M.S., Aslam E., Irshad A., Bilal K., Aziz Sh., Abbasi B.A., Zia S. (2020). Nexus between corporate social responsibility and financial and non-financial sectors' performance: A non-linear and disaggregated approach. *Environmental Science and Pollution Research*, vol. 27, no. 31. pp. 39164–39179. DOI: 10.1007/s11356-020-09972-x.

Steurer R., Langer M.E., Konrad A., Martinuzzi A. (2005). Corporations, stakeholders and sustainable development I: A theoretical exploration of business–society relations. *Journal of Business Ethics*, vol. 61/3, pp. 263–281.

Waddock S. (2000). The multiple bottom lines of corporate citizenship: Social investing, reputation, and responsibility audits. *Business and Society Review*, vol. 105, no. 3, pp. 323–345.

Информация об авторах

Батаева Бэла Саидовна

Доктор экономических наук, профессор Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления факультета экономики и бизнеса. **Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации** (125993 (ГСП-3), РФ, г. Москва, Ленинградский проспект, 49). E-mail: bbataeva@fa.ru.

Кокурина Аглая Дмитриевна

Старший преподаватель факультета экономических наук. **НИУ ВШЭ** (101000, РФ, г. Москва, ул. Мясницкая, д. 20). E-mail: akokurina@hse.ru.

Карпов Никита Андреевич

Аналитик. **Компания Benchmark Executive** (125167, РФ, г. Москва, Ленинградский проспект, д. 47, стр. 2). E-mail: nakarpov_2@edu.hse.ru.

Information about the authors

Bela S. Bataeva

Dr. Sc. (Econ.), Professor of Corporate Finance and Corporate Governance Dept. **Financial University under the Government of the Russian Federation** (49 Leningradskiy Ave., Moscow, 125993, Russia). E-mail: bbataeva@fa.ru.

Aglaya D. Kokurina

Senior Lecturer of the Faculty of Economic Sciences. **National Research University Higher School of Economics** (20 Myasnitskaya St., Moscow, 101000, Russia). E-mail: akokurina@hse.ru.

Nikita A. Karpov

Analyst. **Benchmark Executive** (47/2 Leningradskiy Ave., Moscow, 125167, Russia). E-mail: nakarpov_2@edu.hse.ru.