

**Влияние показателей экологической, социальной и корпоративной ответственности и их раскрытия на стоимость российских публичных компаний**

Заявка № 1301696

Еще в 1960-х годах в связи с популяризацией экологической повестки и зарождением идей об устойчивом развитии научное сообщество впервые стало интересоваться вопросом о влиянии социальной и экологической ответственности бизнеса на его экономические показатели. В вышедшей в 1970 году статье Милтон Фридман заключил, что инвестиции в социальную или экологическую деятельность, превышающие минимально допустимые юридические стандарты, влекут за собой дополнительные расходы и, тем самым, уменьшают стоимость фирмы [4]. В течение многих лет данное утверждение воспринималось как данность и подтверждалось рядом других исследований [5], однако активное распространение и развитие ESG-тенденций и практик к настоящему времени привели к смене такой научной парадигмы. Так, опубликованные в 2021 году результаты метаисследования Центра устойчивого бизнеса Stern Нью-Йоркского университета показали, что авторы 58% из изученных 1141 статьи и 27 мета-обзоров, опубликованных с 2015 г., в своих работах пришли к выводу о положительном влиянии ESG-деятельности современной компании на ее финансовые показатели и стоимость на долгосрочном горизонте [6].

Приведенные исследования преимущественно касаются развитых рынков Европы и США, в то время как многие российские компании лишь начинают активно внедрять ESG-практики в свои бизнес-процессы. При этом некоторые исследователи российского рынка в своих работах с 2020 года уже публиковали результаты о положительном влиянии ESG-деятельности и ее раскрытия на финансовые результаты российских компаний [1], при этом оставляя сам фактор стоимости, как правило, за рамками анализа.

Целью данной работы выступает оценка влияния показателей экологической, социальной и корпоративной ответственности и их раскрытия на стоимость российских публичных компаний, что позволит заполнить соответствующий пробел в исследовательской литературе, обосновать необходимость (или ее отсутствие) учета ESG-показателей и их раскрытия при осуществлении стоимостного анализа и принятии инвестиционных решений на российском рынке, а также дополнить общие выводы о приверженности российского финансового сектора и его участников концепции устойчивого развития.

Для выяснения взаимосвязи между стоимостью российских публичных компаний и ESG-практиками и их раскрытием была реализована предварительная оценка с применением дисперсионного анализа (ANOVA), построены регрессионные модели на панельных данных с фиксированными эффектами, выбор которых обусловлен наличием множества индивидуальных ненаблюдаемых особенностей исследуемых компаний. В качестве зависимой переменной использовался натуральный логарифм рыночной капитализации компаний, в качестве переменных интереса – наиболее распространенные сегодня в качестве оценки ESG-деятельности и ее раскрытия ESG-score от Thomson Reuters (ESG-рейтинг) и ESG-disclosure score от Bloomberg соответственно как в агрегированной оценке, так и в разбивке по компонентам. Выборку составили 51 публичная российская компания, период исследования – 2011–2021 гг. (данные несбалансированы).

В основу ANOVA-анализа легло разбиение итоговой выборки на 4 кластера по принципу принадлежности к первой или второй половине относительно медианы в осях ESG-перфоманса (агрегированный ESG-score) и его раскрытия (агрегированный ESG-disclosure score). Результаты показали, что компании с наилучшими показателями имеют статистически значимо большую капитализацию, чем компании, недостаточно инвестирующие в

ESG-деятельность или недостаточно раскрывающие ESG-информацию. При этом результаты проведенного теста Шеффе позволили нам также предположить, что связь между стоимостью компании и оценкой ее ESG-деятельности теснее, нежели связь между стоимостью компании и степенью раскрытия ею ESG-информации, хотя обе являются статистически значимыми. Указанные выводы сочетаются и с результатами корреляционного анализа – ESG-рейтинг и коэффициент раскрытия ESG-информации имеют положительную умеренную корреляцию с переменной стоимости фирмы на уровне более 0,43.

Результаты регрессионного анализа позволили установить причинно-следственные связи, однако, предположения о положительном влиянии рейтинговых оценок ESG-деятельности и степени раскрытия ESG-информации на рыночную стоимость российских публичных не подтвердили – в моделях с фиксированными эффектами при контроле на финансовые показатели оба показателя значимого влияния на показатель стоимости фирмы не оказали ни на общей выборке, ни при отдельном рассмотрении анализе выборок с компаниями с капитализацией менее 250 млрд. руб. или компаниями, принадлежащими к промышленным отраслям, в которых, основываясь на результатах работ [1] и [2], ESG-факторы и их раскрытие предположительно могли бы внести больший положительный вклад в оценку рыночной стоимости фирм. При этом наиболее значимыми переменными с точки зрения вклада в исследуемый показатель стоимости российских компаний оказались ожидаемые величина активов фирмы, рентабельность, объемы капитальных вложений, объемы денежных средств на счетах и краткосрочных инвестиций и другие. Такие результаты позволяют нам сделать вывод о том, что в настоящий момент на российском рынке скорее наблюдается обратная от предполагаемой положительная взаимосвязь между рыночной оценкой стоимости компаний и рейтинговыми оценками ESG-перфоманса и всестороннего раскрытия ESG-информации. Так, более крупные и более финансово-эффективные компании имеют большую возможность вкладываться в ESG-повестку, и потому имеют в среднем большие значения соответствующих ESG-рейтингов.

Полученные выводы способствуют пониманию того, что сегодня российские компании вряд ли могут рассчитывать на значимое улучшение своих финансовых показателей и, в частности, своей стоимости в глазах инвесторов посредством борьбы за лучшие значения оценок ESG-перфоманса и степени раскрытия ESG-информации. Исследование может быть расширено за счет применения и других ESG-рейтингов, процессы формирования которых могут значимо отличаться в зависимости от агентства [3], а также изучением влияния изменений таких ESG-рейтингов на стоимость российских компаний. Кроме того, широким потенциалом для дальнейших исследований обладает вопрос количественного учета оценок ESG-деятельности в инвестиционном анализе, возрастание значимости которых нельзя исключать и на российском рынке уже в ближайшие годы.

### Источники и литература

- 1) Батаева Б. С., Кокурина А. Д., Карпов Н. А. Влияние раскрытия ESG-показателей на финансовые результаты российских публичных компаний //Управленец. – 2021. – Т. 12. – №. 6. – С. 20-32.
- 2) Benkraiem R. et al. Carbon performance and firm value of the World's most sustainable companies //Economic Modelling. – 2022. – Т. 116. – С. 106002.
- 3) Berg F., Koelbel J. F., Rigobon R. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings //Review of Finance. – 2022. – Т. 26. – №. 6. – С. 1315-1344.
- 4) Friedman M. A Friedman doctrine: The social responsibility of business is to increase its profits //The New York Times Magazine. – 1970. – Т. 13. – №. 1970. – С. 32-33.

- 5) Vance S. C. Are socially responsible corporations good investment risks //Management review. – 1975. – Т. 64. – №. 8. – С. 19-24.
- 6) Whelan T. et al. ESG and financial performance //Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from. – 2021. – Т. 1. – С. 2015-2020.

### Иллюстрации

Модель с фиксированными эффектами

Зависимая переменная: M\_Cap

	1	2	
ESG_S	-0,001		Обозначения: M_Cap - натуральный логарифм рыночной капитализации (в млн руб.) ESG_S - ESG-score (от 0 до 100) ESG_DS - ESG-disclosure score (от 0 до 100) Size - натуральный логарифм балансовой стоимости активов (в млн руб.) Profit - ROA (%) Leverage - D/A Cash - балансовое отношение денежных средств и их эквивалентов к активам CAPEX - балансовое отношение инвестиций в ОС и НМА к активам Growth - ежегодный рост выручки (%) const - свободный член уравнения регрессии
ESG_DS		-0,002	
Size	0,353*	0,627***	
Profit	1,808***	1,391***	
Leverage	-0,517	-0,731	
Cash	1,117**	0,83	
CAPEX	3,433**	1,608*	
Growth	-0,004	-0,001	
const	7,990***	4,298***	
Year FE	Yes	Yes	
n	307	334	
within-R <sup>2</sup>	0,631	0,544	

Рис. : Результаты модели с фиксированными эффектами в двух спецификациях