

УДК 330.133.2 : 330.354:330.322

JEL classification G32 G34 M14

DOI: <https://doi.org/10.34020/1993-4386-2022-3-183-192>

ВЛИЯНИЕ ESG-ФАКТОРОВ НА РЫНОЧНУЮ КАПИТАЛИЗАЦИЮ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Д. Ю. Захматов

Казанский Федеральный Университет, Казань, Россия

Г. Ш. Валитов

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Россия

Инвестиционный анализ компаний с помощью критериев устойчивого развития, ESG принципов, направлен на приоритетный отбор компаний с оптимальными экологическими, социальными и управленческими характеристиками. Среди зарубежных авторов, исследующих рынки ценных бумаг, ведутся дискуссии о степени влияния данных факторов на рыночную капитализацию компаний, при этом наблюдаются полярные мнения. В отечественной практике наблюдается рост интереса к ESG принципам, причем как на законодательном уровне, так и на уровне корпоративных бизнесов, банков и рейтинговых агентств, однако исследование степени влияния данных принципов на стоимостные показатели акций компаний только формируется. В данной работе сделана попытка построить взаимосвязь между рыночной стоимостью российских компаний из различных отраслей и их финансовой и нефинансовой информацией за период 2018-2021 гг. Источником оценки эффективности экологической, социальной и управленческой политик российских компаний явились данные рейтингового агентства «Эксперт Ра» и финансовые показатели компаний. В ходе исследований выявлена обратная взаимосвязь между рыночной капитализацией компании и эффективной ESG политикой. Оптимальные ESG результаты, согласно исследованиям авторов настоящей статьи, в среднем являются положительным сигналом для компаний с государственным участием, однако в отношении компаний, относящихся к чувствительным к экологическим проблемам отраслей, получены отрицательные результаты.

Ключевые слова: ESG, устойчивое развитие, оценка бизнеса, стоимость бизнеса, нефинансовая отчетность, рыночная капитализация.

Введение. ESG – экологические, социальные и управленческие критерии для оценки корпоративного поведения компаний в последнее время становятся актуальными для инвесторов. Критерии в области экологических инициатив компаний определяют направления их деятельности в области защиты окружающей среды, в том числе проводимую работу по предупреждению вредных выбросов и в целях предупреждения неблагоприятного изменения климата. Политика взаимоотношений с работниками компаний и их клиентами также оценивается посредством социальных критериев ESG практик. В целях оценки критериев эффективности управления бизнесом применяются современные методы корпоративного управления, в том числе связанные с порядком оплаты труда топ-менеджеров, проведением процедур внутреннего аудита и контроля, соблюдением прав акционеров¹ и др.

Таким образом, интерес инвесторов и собственников компаний к ESG практикам обусловлен тем фактом, что они дополняют традиционный финансовый анализ, определяя дополнительные риски и возможности компаний.

По мнению экспертов, рост популярности использования ESG подхода при финансовом анализе происходит из-за интересов миллениалов, для которых бизнес и инвестиции направлены не исключительно на получение прибыли, а предусматривают гораздо больший диапазон влияния, включая потребности общества и заботу об окружающей среде. По данным исследований компании «Эрнст энд Янг», более 98 % институциональных инвесторов отслеживают ESG-рейтинг компаний, что также подтверждает актуальность данных вопросов для бизнеса².

Казалось бы, очевидно, что реализуемая ESG политика компании служит положительным сигна-

¹ the Investopedia Team. Environmental, Social, and Governance (ESG) Criteria. Investopedia. URL: <https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp> (дата обращения: 27.08.2022).

² Летюхина М. ESG-принципы: что это такое и зачем компаниям их соблюдать / РБК. URL: <https://trends.rbc.ru/trends/green/614b224f9a7947699655a435> (дата обращения: 27.08.2022).

лом для рыночной ее капитализации, однако следование критериям ESG ведет к крупным капитальным затратам, которые не всегда являются обоснованными и оптимальными, что может негативно повлиять на стоимость компании на рынке.

Целью данного исследования является определение влияния проведения ESG политики компании на её рыночную капитализацию. Для достижения указанной цели решались следующие задачи: (1) – анализ публикаций и методик, позволяющих определить зависимость между эффективностью ESG политики компании и её рыночной капитализацией; (2) – проведение статистического анализа выборки показателей российских компаний; (3) – определение зависимости между проведенной компанией ESG политикой и её рыночными котировками; (4) – выявление различий во влиянии эффективности ESG политики на рыночную капитализацию между компаниями с государственным участием и без, между компаниями из экологически чувствительных отраслей и из обычных.

В России принципы ESG менее распространены в сравнении с развитыми странами; российские рейтинговые агентства не проводят непрерывное балльное оценивание ESG политик компаний. Поскольку отечественные практики в области исследования влияния эффективности проведения ESG политики компании на её рыночную капитализацию в настоящее время только формируются, актуализируется необходимость реализации указанных цели и задач, но применительно к отечественным компаниям, тем более, что данная тема, посвященная совершенствованию методологии оценки стоимости бизнеса, становится одной из самых востребованных на российских экономических конференциях [1]. Кроме того, крупнейшие банки России уже внедряют в кредитный процесс ESG-оценку компаний и принципы «зеленых» финансов [2].

Как известно, рыночная капитализация компаний зависит от множества отраслевых и внешних факторов, что предопределяет необходимость развития методологии и расширения методического инструментария финансового анализа деятельности компаний за счет ESG критериев. Это будет способствовать повышению достоверности прогнозов стоимости и динамики доходности ценных бумаг. Также отметим, что данная тема становится

более популярной в мировом научном сообществе, так за последние три года количество статей в Scopus на тему ESG увеличилось приблизительно в три раза.

Практическое применение результатов исследования заключается в выработке дополнительных критериев для принятия обоснованных инвестиционных решений на российском фондовом рынке. Также результаты исследования будут полезны компаниям для построения политики привлечения дополнительного финансирования и управления стоимостью бизнеса.

Объектом данного исследования являются российские компании из различных отраслей, а предметом – зависимость между рыночной капитализацией и оценкой эффективности проведения компаниями ESG политики.

Исходя из поставленных задач, первый раздел настоящей статьи посвящен анализу релевантной литературы, в которой рассматриваются общие характеристики ESG политики и примеры зависимости рыночной стоимости компаний от эффективности проводимой ими ESG политики на развитых и развивающихся рынках. Во втором разделе представлены четыре гипотезы, которые используются для доказательства существования зависимости между эффективностью ESG политики компаний и их рыночной капитализацией. В третьем разделе рассматриваются методологические подходы и модели, используемые для решения поставленных задач. Четвертый раздел посвящен результатам осуществленной авторами настоящей статьи выборки российских компаний, финансовая и нефинансовая информация о деятельности которых за 2018–2021 гг. исследовалась рейтинговым агентством «Эксперт Ра». Пятый раздел демонстрирует итоги проведенного авторами эмпирического исследования по выявлению зависимостей между результатами проводимой компаниями ESG политики и их рыночной стоимостью, в том числе результаты проверки выдвинутых авторами четырех гипотез.

Обзор литературы

Краткая характеристика ESG³

ESG получило широкую популярность после принятия в 2006 г. Принципов ответственного инвестирования ООН⁴, в которых ответственное инве-

³ *Снесарь Д.* ESG: всерьез, надолго, зелено (публикация от 21.04.2021). Аббревиатура ESG связана с основными принципами устойчивого развития: ответственным отношением к окружающей среде (англ., E – environment); высокой социальной ответственностью (англ., S – social); высоким качеством корпоративного управления (англ., G – governance). «В современном виде принципы экологического, социального и корпоративного управления (Environmental, Social and Governance) были институционализированы генеральным секретарем ООН Кофи Аннано еще в 2004 г., когда он обратился к CEO крупнейших мировых компаний с предложением под эгидой МВФ включить эти принципы в свои стратегии. Обращение называлось Who Cares Wins («Неравнодушный побеждает»). Борьба с изменением климата значится одной из целей устойчивого развития ООН». URL: <https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2021/04/26/867742-esg-vserez> (дата обращения: 21.08.2022).

⁴ Принципы ответственного инвестирования, разработанные Организацией Объединенных Наций / Официальный сайт организаций «FIRST for Sustainability» & «International Finance Corporation (IFC, World Bank Group)». URL: <https://firstforsustainability.org/ru/sustainability-in-action/external-initiatives/sustainability-frameworks/united-nations-principles-for-responsible-investment/> (дата обращения: 11.09.2022).

стирование определяется как стратегия и практика включения экологических, социальных и управленческих факторов в процесс принятия инвестиционных решений и реализации прав инвесторов для воздействия на поведение компаний [3, с. 10].

Стоимостной оценке ESG политики не хватает согласованности и четких критериев измерения по причине ее нефинансовых характеристик. Опора на собственные отчеты и опросы компаний имеет недостатки из-за субъективности или предвзятости, при использовании количественных данных эффективность ESG проблематично сравнивать между компаниями за различные периоды [4, с. 73]. Малик утверждает, что необработанные наборы данных вызывают противоречивость результатов исследований по ESG. Для борьбы с предвзятостью большинство исследователей используют стандартизированные рейтинги ESG, разработанные внешними рейтинговыми агентствами, такими как Kinder, Bloomberg, Thomson Reuters Eikon и др. [5, с. 433].

Как правило, наиболее высокие оценки по политике ESG принадлежат компаниям из уязвимых отраслей, так как повышение эффективности – положительный сигнал для инвесторов. Следует отметить, что ИТ-компании не являются лидерами в рейтингах по ESG политике, они занимают более низкие позиции, чем компании из других отраслей. В исследовании *Egorova et al* был проведен анализ каждого из критериев рейтинга ESG для ИТ-компаний в сравнении с другими отраслями, в результате исследователи определили, что ИТ-компании имеют слабые критерии E и S, а компонента G является средней по отношению к другим отраслям [6, с. 344].

Результаты исследования *Zhou* и др., проведенного на примере китайских торгующихся компаний, показывают, что повышение эффективности ESG политики компаний полезно для укрепления ее операционной способности, однако оно не оказывает существенного влияния на прибыльность компании и ее способности к росту [7, с. 15]. Улучшение показателей ESG листинговых компаний способствует повышению их рыночной стоимости, а их операционная мощь является одним из важных опосредующих способов воздействия ESG на рыночную стоимость компаний.

Qureshi и др. на примере выборки из европейских компаний наблюдают положительное влияние раскрытия информации об их устойчивом развитии и гендерного разнообразия в советах директоров на стоимость компаний, предполагая, что передовые методы управления, повышение доверия заинтересованных сторон и представительство женщин в советах директоров повышают рыночную капитализацию компаний [8, с. 1212]. Авторы определили,

что компании из чувствительных отраслей достигают сравнительно лучших экологических, социальных и управленческих показателей, так же как и компании с более высоким представительством женщин в советах директоров.

На индийском рынке в период 2006-2017 гг. *Chauhan* и др. документируют положительный эффект раскрытия нефинансовой информации на рыночную капитализацию компании [9, с. 38]. Согласно исследованию авторов, компании с эффективной ESG политикой имеют меньшую стоимость капитала и более высокую операционную прибыль. Эти компании также выплачивают существенные дивиденды.

Результаты работы *Chouaibi* и др. показывают, что более высокая приверженность компании к социально ответственным практикам, более широкое использование этического поведения по отношению к работникам способствует обеспечению эффективности компании [10, с. 457]. Авторы делают вывод, что такие компании имеют устойчивое конкурентное преимущество, что ведет к завышенной рыночной стоимости акций по сравнению с фундаментальными показателями.

Эмпирические результаты исследования доказывают, что взаимосвязь между социальными и финансовыми показателями связана с соблюдением деловой этики и степенью интенсивности «зеленых» инноваций⁵.

Эмпирические результаты работы *Wong* и др. показывают, что некоторые отрасли более уязвимы к неблагоприятной реакции фондового рынка из-за негативного освещения ESG в СМИ [11, с. 9]. Результаты исследования *Wong* доказывают, что такие характеристики компании, как уровень рыночной капитализации, ликвидность акций, принадлежность к индексу S&P500, корпоративная репутация и отраслевая специфика имеют большое значение в объяснении различий в реакции фондового рынка на неблагоприятную репутацию из-за неэффективной проводимой ESG политики.

Результаты работы *Thomas* и др., на основе данных по малазийским компаниям, показали положительную взаимосвязь между эффективностью проводимой ESG политики и показателями финансовой деятельности компании (ROA, ROE и Q-Тобина), однако значимой зависимостью была только для показателя ROE [12, с. 234]. Для дезагрегированных показателей устойчивости (E, S и G) результаты показали, что имеется существенная положительная связь между фактором S с ROE и Q-Тобина и фактором G с Q-Тобина. Это доказывает, что инвестирование компаний в свое устойчивое развитие приводит к увеличению рентабельности их собственного капитала.

⁵ Это подтверждают и авторы Руководства для директивных органов стран с переходной экономикой в Европе и Центральной Азии Европейской экономической комиссии Организации Объединенных Наций «*Инновационная политика в поддержку "зеленых" технологий*». URL: https://unece.org/DAM/ceci/publications/GreenTechnology/ECE_CECI_20_web.rus.pdf.

Выдвижение гипотез. Исходя из зарубежного опыта в рассматриваемой области, авторами настоящей статьи выдвинуты следующие гипотезы относительно российского рынка.

Гипотеза 1. Эффективная ESG политика, проводимая компанией, ведет к росту её рыночной капитализации.

Проведение экологической, социальной и управленческой политик компаний, по мнению авторов, должно способствовать улучшению их репутации, что, в свою очередь, как правило, позитивно влияет на рыночную капитализацию компаний.

Гипотеза 2. Влияние каждого из критериев ESG на капитализацию компаний одинаковое.

Результаты по критериям ESG, в особенности для российских компаний, достаточно высоко коррелированы между собой, следовательно, влияние на рыночные котировки не должны значительно различаться между экологическими, социальными и управленческими критериями.

Гипотеза 3. Проведение эффективной ESG политики для компаний с государственным участием имеет сравнительно большее положительное влияние на рыночную капитализацию.

По мнению авторов, корректно определенная стоимость ESG факторов российских компаний с государственным участием будет иметь значительно большее положительное влияние на их рыночные котировки из-за того, что они в наибольшей степени уязвимы от репутации компании среди инвесторов.

Гипотеза 4. Хорошие результаты по экологической политике компаний из уязвимых отраслей обладают сравнительно большим положительным сигналом для рыночной капитализации.

Безусловно, для компаний из отраслей, в которых существует высокая вероятность нанесения вреда природе, эффективность экологической политики должна способствовать росту рыночной капитализации, однако следует учитывать и потенциальные издержки, которые могут стать негативным сигналом для котировок компаний на рынке.

Методология. В целях доказательства гипотез и определения влияния эффективности проводимой компанией ESG политики на ее рыночную капитализацию, а также для выявления различий во влиянии в зависимости от различных факторов, авторами предлагается использовать модель панельной регрессии, в которой доходность акций объясняется финансовыми и нефинансовыми показателями. Также предлагается использовать фиктивные переменные для компаний из уязвимых для экологических проблем отраслей и для компаний с государственным участием. К наиболее экологически чувствительным компаниям, по нашему мнению, относятся компании из нефтегазовой, энергетической, агропромышленной и авиационной отраслей, а также из отраслей, деятельность компаний которых связана с добычей полезных ископаемых. Путем создания переменной с помощью произведения

индикаторов эффективности экологической, социальной и управленческой политик на бинарную переменную будут оценены различия во влиянии эффективности проведения ESG политики на рыночную капитализацию различных типов компаний. В данной работе анализируются три типа моделей, причем, в первой модели не будут использоваться бинарные переменные.

Модели

$$1. \quad \text{Return}_{i,j} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{EPS}_{i,j} + \beta_2 \cdot \text{BVPS}_{i,j} + \beta_3 \cdot \text{ESGfactor}_{i,j} + \varepsilon_{i,j} \quad (1)$$

$$2. \quad \text{Return}_{i,j} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{EPS}_{i,j} + \beta_2 \cdot \text{BVPS}_{i,j} + \beta_3 \cdot \text{ESGfactor}_{i,j} + \beta_4 \cdot \text{ESGfactor}_{i,j} \cdot V_{i,j} + \varepsilon_{i,j}, \quad (2)$$

где $V = 1$, если компания из уязвимой для экологических проблем отрасли;

$V = 0$, если компания из других отраслей.

$$3. \quad \text{Return}_{i,j} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{EPS}_{i,j} + \beta_2 \cdot \text{BVPS}_{i,j} + \beta_3 \cdot \text{ESGfactor}_{i,j} + \beta_4 \cdot \text{ESGfactor}_{i,j} \cdot G_{i,j} + \varepsilon_{i,j}, \quad (3)$$

где $G = 1$, если компания с государственным участием;

$G = 0$, если компания без государственного участия.

Объясняемая переменная. Во всех отраслях в качестве зависимой переменной выступает доходность акции за один год. Доходность акций, включенных в портфель, рассчитывается как отношение изменения цены за год к цене на начало прошлого года:

$$\text{Return} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_t}, \quad (4)$$

где P_t – цена акции на начало года;

P_{t-1} – цена акции на начало прошлого года.

Регрессоры. Объясняющими переменными, которые присутствуют в каждой из моделей являются прибыль на одну обыкновенную акцию (**EPS**) и балансовая стоимость на одну обыкновенную акцию (**BVPS**). В каждой модели присутствуют нефинансовые результаты компании, относящиеся к критериям **ESG** политики компании, а именно экологической (**E**), социальной (**S**) и управленческой политик (**G**). Данные критерии невозможно использовать вместе в одной регрессии, следовательно, модели будут итерироваться в зависимости от критерия. В модели, в которой рассматриваются различия во влиянии финансовой информа-

ции на рыночную капитализацию компаний с государственным участием и без, используются все четыре критерия *ESG* (*ESG, E, S, G*), а в модели, где будут рассматриваться различия в зависимости от принадлежности к отрасли, анализируются два критерия *ESG* (*ESG* и *E*).

Проверка моделей. В ходе исследования проводятся тесты на определение наилучшей модели, на выявление мультиколлинеарности, тест Вулдриджа на определение временной автокорреляции, а также тест Вальда на выявление гетероскедастичности. В завершение нами будут учтены поправки Дрисколла-Края для корректировки гетероскедастичности и пространственной автокорреляции.

Анализ выборки. Основным источником данных для проведения исследования является рейтинговое агентство «Эксперт Ра»⁶, которое регулярно публикует *ESG* рейтинг российских компаний. Рейтинги составляются по совокупной *ESG* политике компаний, а также по отдельным факторам. В ходе исследования использовались данные по *ESG* политике компаний за 2018-2021 гг. Выборка используемых данных не являлась сбалансированной по причине разного количества компаний, участвующих в рейтингах в различные годы, например, в 2018 г. и в 2019 г. в рейтинге было по 30 компаний, в 2020 г. – 55, а в 2021 г. – 155 компаний. Также из выборки были удалены компании, ценные бумаги которых не размещены на бирже. Для получения репрезентативных результатов в ходе исследования были скорректированы результаты эффективности проведения *ESG* политики компаниями на количество компаний в рейтинге с помощью использования перцентилей. То есть компания с наилучшей *ESG* политикой, согласно данным, полученным рейтинговым агентством, обладает наименьшим перцентилем.

Данные по ежегодной доходности акций рассматриваемых компаний по показателям *EPS* (прибыль компании, деленная на количество находя-

щихся в обращении обыкновенных акций) и *BVPS* (балансовая стоимость одной акции) за 2018-2021 гг. были «выгружены» с финансового портала «Smart-lab»⁷.

Данные по доходности ценных бумаг рассматриваемых компаний, а также данные по перцентильям компаний в рейтингах представляются в формате обыкновенных (недесятичных) чисел. При этом следует учитывать факт смещения показателей эффективности *ESG* политики в сторону положительных результатов из-за того, что ценные бумаги большинства компаний из нижней части рейтингов не торгуются на бирже, а также тот факт, что выборка по показателям *EPS* и *BVPS* – неоднородна, ввиду высоких значений показателя вариации.

Результаты исследования. В данном исследовании используются показатели *EPS* и *BVPS* для смягчения эффекта масштаба. Во всех рассматриваемых моделях изменение размера чистой прибыли и балансовой стоимости капитала на одну обыкновенную акцию имеют положительное влияние на рыночную капитализацию компании, однако зависимости не являются значимыми.

В ходе исследования сначала была рассчитана модель для всех рассматриваемых компаний с целью определения зависимости между эффективностью проводимой *ESG* политики компании и её рыночной капитализацией. Для первой модели наилучшим типом является сквозная регрессия. Согласно результатам, мы видим обратную зависимость между положением в рейтинге по эффективности *ESG* политики, как при рассмотрении агрегированных результатов, так и по каждому отдельному критерию. Наибольшая обратная зависимость происходит при рассмотрении агрегированных результатов по *ESG* политике. Значимые обратные зависимости между эффективностью проводимой *ESG* политики и рыночной капитализацией имеют место при рассмотрении агрегированных результатов, результатов по экологической и социальной политикам.

Таблица 1

Дескриптивные статистики показателей

Показатель	Min	Max	Среднее	Ст. откл.	Вариация
Доходность	-68	156	12	38	3,21
<i>EPS</i>	-290	3133	173	444	2,57
<i>BVPS</i>	-1626	6847	434	1177	2,71
<i>ESG_perc</i>	0,65	81,29	21,75	20,11	0,92
<i>E_perc</i>	0,65	98,06	22,92	21,90	0,96
<i>S_perc</i>	0,65	96,77	23,00	21,96	0,95
<i>G_perc</i>	0,65	89,68	22,04	20,06	0,91

Источник: финансовый портал «Smart-lab».

⁶ <https://raexpert.ru/> (дата обращения: 07.09.2022).

⁷ <https://smart-lab.ru/> (дата обращения: 07.09.2022).

**Зависимость между рыночной стоимостью компаний
и финансовой, а также нефинансовой информацией**

Модель	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>EPS</i>	0,0129	0,0124	0,0136	0,0127
	0,0063	0,0064	0,006	0,0066
<i>BVPS</i>	0,001	0,001	0,0014	0,0014
	0,0018	0,0018	0,0017	0,0018
<i>ESG_perc</i>	0,254*			
	0,1			
<i>Environmental_perc</i>		0,238**		
		0,0717		
<i>Social_perc</i>			0,2254*	
			0,072	
<i>Governance_perc</i>				0,14
				0,0676
<i>Intercept</i>	3,385	3,521	3,712	5,967
	2,2814	1,7357	1,74	0,0676
Кол-во наблюдений	131	131	131	131

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Источник: расчеты автора.

При рассмотрении различий во влиянии проведения ESG политики на рыночную капитализацию между компаниями из обычных отраслей и из отраслей, чувствительных к экологическим проблемам, оптимальной моделью является панельная регрессия с фиксированными эффектами. В данном случае анализу будут подвергнуты зависимости между суммарными результатами ESG политики и рыночной капитализацией компаний, а также между результатами по экологической политике и рыночной стоимостью компаний. Все полученными зависимостями и различия являются существенными, причем при низких уровнях значимости. Например, увеличение перцентиля в рейтинге по ESG политике для компаний из обычных отраслей на один пункт ведет к снижению рыночной стоимости компании на 1,73 п.п., а для компаний из отраслей, уязвимых к экологическим, – к росту рыночной капитализации на 0,44 п.п. Похожие результаты имеются и при рассмотрении результатов по экологической политике: увеличение перцентиля в рейтинге по эффективности проводимой экологической политики на один пункт ведет к снижению котировок компаний из обычных отраслей на 1,43 п.п., а для компаний из чувствительных отраслей – к росту на 0,38 п.п. Следовательно, можно сделать вывод о том, что для российских компаний из финансовой отрасли, телекоммуникационной отрасли, отрасли розничной торговли рост эффективности ESG политики является положительным сигналом для их рыночной стоимости, однако для компаний из отраслей, чувствительных к экологическим проблемам (субъекты авиационной индустрии, нефтегазовой отрасли, добывающей отрасли, аграрной отрасли и т.д.), – отрицательным сигналом.

Для определения различий во влиянии эффективности ESG политики на рыночную капитализацию компании между компаниями с государственным участием и без такового, в ходе исследования рассмотрены модели для агрегированного рейтинга ESG, а также для рейтингов по каждому определенному фактору. В каждом случае наилучшей признана модель со случайными эффектами. Все выявленные зависимости и различия, связанные с показателями эффективности ESG политики, являются значимыми; гипотезы о равенстве эффектов нулю отвергаются при низком уровне значимости. По результатам расчетов была выявлена тенденция обратной зависимости между проводимой ESG политикой компании и её рыночной стоимостью для компаний без государственного участия. Также было выявлено, что, котировки компаний с государственным участием положительно реагируют на улучшение ESG политики в целом, а также на улучшение экологической, социальной и управленческой политик.

Например, при росте перцентиля на один пункт в агрегированном рейтинге по ESG политике капитализация компаний без государственного участия увеличиваются на 0,39 п.п., а для компаний с государственным участием происходит снижение уровней котировок на 0,28 п.п. Наиболее сильное различие в эффектах проявляется при анализе рейтинга по управленческой политике компаний. Так, при росте перцентиля на один пункт, рыночная стоимость компаний без государственного участия повышается на 0,32 п.п., а для государственных компаний, в среднем по выборке, происходит снижение на 0,4 п.п.

Таблица 3

Зависимость между рыночной стоимостью компаний и финансовой, а также нефинансовой информацией с учетом сигналов для компаний из экологически чувствительных отраслей

Модель	(1)	(2)
<i>EPS</i>	0,0061	0,0048
	0,149	0,0143
<i>BVPS</i>	-0,0307	-0,0267
	0,013	0,0149
<i>ESG_perc</i>	-1,7349**	
	0,3387	
<i>ESG_perc</i> × <i>Sensitive Industries</i>	2,1746**	
	0,4888	
<i>Environmental_perc</i>		-1,433***
		0,2274
<i>Environmental_perc</i> × <i>Sensitive Industries</i>		1,817***
		0,2687
<i>Intercept</i>	29,785*	28,024**
	9,44	7,948
Кол-во наблюдений	131	131

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Источник: расчеты автора.

Таблица 4

Зависимость между рыночной стоимостью компаний и финансовой, а также нефинансовой информацией с учетом сигналов для компаний с государственным участием

Модель	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>EPS</i>	0,0139	0,0138	0,0151	0,013
	0,01204	0,0116	0,0115	0,0127
<i>BVPS</i>	0,00138	0,0013	0,0009	0,00097
	0,003	0,0029	0,00284	0,0031
<i>ESG_perc</i>	0,393**			
	0,1146			
<i>ESG_perc</i> × <i>State</i>	-0,6769***			
	0,0344			
<i>Environmental_perc</i>		0,3778**		
		0,086		
<i>Environmental_perc</i> × <i>State</i>		-0,5439***		
		0,0758		
<i>Social_perc</i>			0,3288**	
			0,0841	
<i>Social_perc</i> × <i>State</i>			-0,5962***	
			0,0267	
<i>Governance_perc</i>				0,323**
				0,0851
<i>Governance_perc</i> × <i>State</i>				-0,721***
				0,0632
<i>Intercept</i>	5,3209	4,468	6,2818	7,988*
	3,47	2,66	2,77	3,11
Кол-во наблюдений	131	131	131	131

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Источник: расчеты автора.

Результаты проверки гипотез. В ходе исследования были выдвинуты четыре гипотезы.

Эффективная ESG политика компании ведет к росту её рыночной капитализации.

Влияние каждого из критериев ESG на капитализацию компаний одинаковое.

Проведение эффективной ESG политики для компаний с государственным участием имеет сравнительно большее положительное влияние на рыночную капитализацию.

Хорошие результаты по экологической политике компаний из уязвимых отраслей обладают сравнительно большим положительным сигналом для рыночной капитализации.

Каждая из гипотез доказывалась с помощью проведения регрессионного анализа, для доказательства 3-ей и 4-ой гипотез были использованы бинарные переменные для выявления сигналов для определенных типов компаний.

Первая гипотеза отвергается на примере данных по российским компаниям, так как в ходе исследования были выявлены существенные обратные зависимости. В сравнении с показателями прибыльности или уровня балансовой стоимости капитала компании, эффективность проведение ESG политики ведет к снижению рыночной стоимости компании.

Вторая гипотеза подтверждается, потому что влияния каждого из критериев ESG на капитализацию компаний схожи; при этом гипотезы о равенстве эффектов каждого из критериев ESG нулю отвергается при приблизительно одинаковом уровне значимости.

Третья гипотеза также подтверждается, так как в ходе исследования были выявлены значимые различия во влиянии эффективности ESG политики на уровень рыночной капитализации компаний с государственным участием и без. Эффект влияния оптимальной ESG политики на рыночную стоимость компаний с государственным участием оказался положительным, в сравнении с компаниями без государственного участия.

Четвертая гипотеза отвергается, так как в ходе исследования были выявлены значимые различия во влиянии эффективности ESG политики на уровень рыночной капитализации компаний из экологически чувствительных и других отраслей. Эффективная ESG политика имеет отрицательный сигнал для рыночной капитализации компаний из экологически чувствительных отраслей.

Выводы. Критерии эффективности экологической, социальной и управленческой политик компании имеют существенное значение при принятии инвестиционных решений в развитых странах. Принципы ESG на текущий момент времени не играют ключевой роли при рассмотрении инвестиционных вопросов в России, однако некоторые положительные тенденции уже четко проявляются; например, банки начинают учитывать ESG принципы при кредитовании корпоративных клиентов, создаются специальные экспертно-аналитические порталы, некоторые компании отчитываются по проведенной ESG политике.

В ходе данного исследования была рассмотрена зависимость между рыночной стоимостью компании

и результатами проводимой ею ESG политики. Для начала, был изучен зарубежный опыт в рассматриваемой области. В большинстве научных статей зарубежных авторов, исследующих компании из развитых и развивающихся стран, выявлялась прямая зависимость между рыночными котировками компаний и эффективностью проводимой ими ESG политики. В России рейтинговые агентства не публикуют в непрерывном режиме результаты влияния проводимой компаниями ESG политики на уровень их рыночной капитализации, экономической эффективности т.п., поэтому в данном исследовании в качестве уровня эффективности проводимой компаниями ESG политики мы использовали результаты рейтинга от рейтингового агентства «Эксперт Ра» по каждому из ESG факторов за 2018-2021 гг. По причине того, что количество компаний, представленных в рейтинге (в том числе по отраслям), – разное, нами, в качестве объясняемой переменной, использовались проценты компаний в рейтингах.

С помощью регрессионного анализа была выявлена обратная зависимость между эффективностью ESG политики компании и её рыночной стоимостью (на примере ценных бумаг российских компаний, торгующихся на фондовой бирже). Также были определены положительные сигналы на рыночную капитализацию компании от улучшения показателей по каждому из факторов ESG политики для компаний с государственным участием, однако для компаний из отраслей, чувствительных к экологическим проблемам, улучшение ESG политики имеет негативное влияние на рыночную капитализацию компании.

Основная трудность исследования – низкий уровень объема данных по нефинансовой информации – в России пока недостаточно развит процесс формирования интегрированной отчетности, в состав которой входит множество нефинансовых показателей, характеризующих деятельность компаний разных отраслей.

В дальнейшем исследование может быть усложнено путем использования методов машинного обучения и моделей бинарного выбора. Также возможно использование региональной сегментации для выявления различий во влиянии проведения ESG политики на рыночную капитализацию между компаниями из разных стран.

Литература

1. Zakhmatov D., Vagizova V., Valitov G. Accounting for ESG Risks in the Discount Rate for Business Valuation // Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные Финансы. 2022. Т. 16, № 1. С. 83–98. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.1.2022.83-98.
2. Ситник А. А. «Зеленые» финансы: понятие и система // Актуальные проблемы российского права. 2022. Т. 17, № 2 (135). С. 63–80. DOI: 10.17803/1994-1471.2022.135.2.063-080.EDN MQSIOJ.
3. Лазарян С.С., Никонов И. В., Хачатрян А. В. Эволюция, основные понятия и опыт регулирования ESG: Доклад НИФИ Минфина России. – М.: НИФИ Минфина, 2021. – 55 с. URL: https://www.nifi.ru/images/FILES/Reports/НИФИ_Экологические_социальные_управленческие_факторы_ESG.pdf.

4. Han J. J., Kim H. J., Yu J. Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea // *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*. 2016. Vol. 1. PP. 61–76. DOI: 10.1186/s41180-016-0002-3.

5. Malik M. Value-Enhancing Capabilities of CSR: A Brief Review of Contemporary Literature // *Journal of Business Ethics*. 2015. Vol. 127. PP. 419–438. DOI: 10.1007/s10551-014-2051-9.

6. Egorova A. A., Grishunin S. V., Karminsky A. M. The Impact of ESG-factors on the performance of Information Technology Companies / Part of special issue // the 8th International Conference on Information Technology and Quantitative Management (ITQM 2020 & 2021): Developing Global Digital Economy after COVID-19. 2022. No. 199. PP. 339–345. DOI: 10.1016/j.procs.2022.01.041.EDN KOGRF0.

7. Zhou G., Liu L., Luo S. Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance // *Business Strategy and the Environment*. 2022. Vol. 31, Issue 7. PP. 3371–3387. DOI: 10.1002/bse.3089.

8. Qureshi M. A., Kirkerud S., Tran K. T., Ah-san T. the impact of sustainability (environmental,

social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: the moderating role of industry sensitivity // *Business Strategy and the Environment*. 2019. Vol. 29, Issue 3. PP. 1199–1214. DOI: 10.1002/bse.2427.

9. Chauhan Y., Kumar S. Do investors value the nonfinancial disclosure in emerging markets? // *Emerging Markets Review*. 2018. Vol. 37. PP. 32–46. DOI: 10.1016/j.ememar.2018.05.001.

10. Chouaibi S., Chouaibi J. Social and ethical practices and firm value: the moderating effect of green innovation: evidence from international ESG data // *International Journal of Ethics and Systems*. 2021. Vol. 37, Issue 3. PP. 442–465. DOI: 10.1108/IJOES-12-2020-0203.

11. Wong J. B., Zhang Q. Stock market reactions to adverse ESG disclosure via media channels // *The British Accounting Review*. 2022. Vol. 54, Issue 1. Article 101045. DOI: 10.1016/j.bar.2021.101045.

12. Thomas C. J., Tuyon J., Matahir H., Dixit S. the Impact of Sustainability Practices on Firm Financial Performance: Evidence from Malaysia // *Management and Accounting Review*. 2021. Vol. 20, No. 3. PP. 211–243. DOI: 10.24191/MAR.V20i03-09.

Сведения об авторах

Захматов Дмитрий Юрьевич – кандидат экономических наук, доцент Высшей школы бизнеса Казанского Федерального Университета, Казань, Россия.

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-0568-0127>

E-mail: z_dmitry@bk.ru

Валитов Гаяз Шамилевич – студент Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», Москва, Россия.

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-1424-6514>

E-mail: valitov2001@gmail.com

THE INFLUENCE OF ESG FACTORS ON THE MARKET CAPITALIZATION OF RUSSIAN COMPANIES

D. Zakhmatov

Kazan Federal University, Kazan, Russia

G. Valitov

National Research University "Higher School of Economics", Moscow, Russia

Investment analysis of companies using sustainable development criteria, ESG principles, is aimed at priority selection of companies with optimal environmental, social and managerial characteristics. There are discussions among foreign authors researching securities markets about the degree of influence of these factors on the market capitalization of companies, while there are polar opinions. In domestic practice, there is an increase in interest in ESG principles, both at the legislative level and at the level of corporate businesses, banks and rating agencies, however, a study on the impact of these principles on the value indicators of company shares is only being formed. In this paper, an attempt is made to build a relationship between the market value of Russian companies from various industries and their financial and non-financial information for the period 2018-2021. The source of the assessment of the effectiveness of environmental, social and managerial policies of Russian companies was the data of the rating agency "Expert Ra" and the financial indicators of the companies. The research revealed an inverse relationship between the company's market capitalization and effective ESG policy. Optimal ESG results, according to the research of the authors of this article, on average are a positive signal for companies with state participation, but negative results have been obtained for companies belonging to industries sensitive to environmental problems.

Key words: ESG, sustainable development, business valuation, business value, non-financial reporting, market capitalization.

References

1. Zakhmatov D., Vagizova V., Valitov G. Accounting for ESG Risks in the Discount Rate for Business Valuation // *Journal of Corporate Finance Research / Korporativnye Finansy*, 2022, Vol. 16, No. 1, pp. 83-98. DOI: 10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.1.2022.83-98.
2. Sitnik A. A. "Green" finance: concept and system, *Aktual'nye problemy rossiiskogo prava*. 2022, Vol. 17, No. 2 (135), pp. 63-80. (In Russ.). DOI: 10.17803/1994-1471.2022.135.2.063-080. EDN MQSIOJ.
3. Lazaryan S.S., Nikonov I. V., Khachatryan A. V. *Evolyutsiya, osnovnye ponyatiya i opyt regulirovaniya ESG: Doklad NIFI Minfina Rossii* [Evolution, basic concepts and experience of ESG regulation: Report of the NIFI of the Ministry of Finance of the Russian Federation], Moscow: NIFI Minfina, 2021, 55 с. URL: https://www.nifi.ru/images/FILES/Reports/НИФИ_Экологические_социальные_управленческие_факторы_ESG.pdf.
4. Han, J.J., Kim, H.J. & Yu, J. Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea, *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, 2016, Vol. 1, PP. 61–76. DOI: 10.1186/s41180-016-0002-3.
5. Malik M. Value-Enhancing Capabilities of CSR: A Brief Review of Contemporary Literature, *Journal of Business Ethics*, 2015, Vol. 127. PP. 419–438. DOI: 10.1007/s10551-014-2051-9.
6. Egorova A. A., Grishunin S. V., Karminsky A. M. the Impact of ESG-factors on the performance of Information Technology Companies, Part of special issue the 8th International Conference on Information Technology and Quantitative Management (ITQM 2020 & 2021): Developing Global Digital Economy after COVID-19, 2022, No. 199, PP. 339–345. DOI: 10.1016/j.procs.2022.01.041.EDN KOGRFO.
7. Zhou G., Liu L., Luo S. Sustainable development, ESG performance and company market value: Mediating effect of financial performance, *Business Strategy and the Environment*, 2022, Vol. 31, Issue 7, PP. 3371–3387. DOI: 10.1002/bse.3089.
8. Qureshi M. A., Kirkerud S., Tran K. T., Ahsan T. the impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: the moderating role of industry sensitivity, *Business Strategy and the Environment*, 2019, Vol. 29, Issue 3, PP. 1199-1214. DOI: 10.1002/bse.2427.
9. Chauhan Y., Kumar S. Do investors value the nonfinancial disclosure in emerging markets? *Emerging Markets Review*, 2018, Vol. 37, PP. 32–46. DOI: 10.1016/j.ememar.2018.05.001.
10. Chouaibi S., Chouaibi J. Social and ethical practices and firm value: the moderating effect of green innovation: evidence from international ESG data, *International Journal of Ethics and Systems*. 2021, Vol. 37, Issue 3, PP. 442– 465. DOI: 10.1108/IJOES-12-2020-0203.
11. Wong J. B., Zhang Q. Stock market reactions to adverse ESG disclosure via media channels, *the British Accounting Review*, 2022, Vol. 54, Issue 1, Article 101045. DOI: 10.1016/j.bar.2021.101045.
12. Thomas C. J., Tuyon J., Matahir H., Dixit S. the Impact of Sustainability Practices on Firm Financial Performance: Evidence from Malaysia, *Management and Accounting Review*, 2021, Vol. 20, No. 3, PP. 211–243. DOI: 10.24191/MAR.V20i03-09.

About the authors

Dmitry Yu. Zakhmatov – Ph.D. in Economics, Associate Professor, Graduate School of Business of Kazan Federal University, Kazan, Russia.
 ORCID (ORCID ID): <https://orcid.org/0000-0002-0568-0127>
 E-mail: z_dmitry@bk.ru

Gayaz Sh. Valitov – Student, National Research University "Higher School of Economics", Moscow, Russia.
 ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0003-1424-6514>
 E-mail: Valitov2001@gmail.com

