

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.93-113>

JEL classification: C33, G32, G41



Влияние ESG-рейтингов на финансовые результаты компаний стран БРИКС

Анастасия Стрекалинаспециалист отдела закупок «Шлюмберже», Тюмень, Россия,
a.strekalina.sas@gmail.com, [ORCID](#)**Рената Закирова** ✉руководитель финансового отдела, ООО «Юнион Кэмикал Солюшенс», Уфа, Россия,
re.zakirova@gmail.com, [ORCID](#)**Алена Шинкаренко**ведущий специалист отдела разработки бюджета и управления эффективностью,
ПАО «НОВАТЭК», Москва, Россия,
Russia,alena.shinkarenko@yandex.ru, [ORCID](#)**Евгений Вацаниук**заместитель руководителя VC, Social Discovery Group, Лимассол, Кипр,
E.Vatsaniuk@yandex.ru, [ORCID](#)

Аннотация

Нефинансовые показатели становятся актуальной темой в контексте понимания успешного развития компаний по всему миру. Целью настоящей работы является исследование взаимосвязи между ESG-оценкой и финансовыми результатами компаний, ведущих деятельность на развивающихся рынках, в контексте стран БРИКС. Данное исследование включает три финансовых показателя, которые охватывают три различные точки зрения: бухгалтерские данные (ROA), рыночную эффективность (TSR) и экономические показатели (спред EVA). Оценки ESG, факторы по отдельности и другие финансовые показатели взяты из базы данных Refinitiv Eikon. Выборка состоит из 257 зарегистрированных на бирже компаний, работавших в странах БРИКС в период с 2017 по 2021 г. Основным методом исследования является метод с фиксированными эффектами для анализа панельных рядов. Результаты показали отсутствие статистической значимости между ESG и ROA. Кроме того, компонент корпоративного управления отрицательно влияет на ROA через оценку корпоративной социальной ответственности (КСО), что объясняется теорией легитимности. Что касается TSR, ESG, социальный и экологический компоненты оказывают положительное воздействие на показатель рыночной эффективности, что соответствует теории заинтересованных сторон. В то же время экономическая эффективность, ESG и социальный компонент рейтинга негативно влияют на спред EVA.

Ключевые слова: ESG, устойчивое развитие, финансовые результаты, БРИКС**Цитирование:** Strekalina A., Zakirova R., Shinkarenko A., Vatsaniuk E. (2023) The Impact of ESG Ratings on Financial Performance of the Companies: Evidence from BRICS Countries. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(4): 93-113. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.93-113>

The journal is an open access journal which means that everybody can read, download, copy, distribute, print, search, or link to the full texts of these articles in accordance with CC Licence type: Attribution 4.0 International (CC BY 4.0 <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

Введение

Тема ключевых детерминант финансовых результатов (ФР) всегда была актуальной. Любая команда руководителей хотела бы знать, как выйти на «верный путь» к успешному развитию своей компании. К сожалению, универсального решения данной задачи не существует. На сегодняшний день с научной точки зрения очевидно, что финансовые результаты компании определяются финансовыми и нефинансовыми факторами, а также их сочетанием.

В последние десятилетия социально-экономические и экологические проблемы становились все более серьезными, что заставило большинство экономик обратить внимание на практики устойчивого развития. Многие компании склоняются к переходу на зеленое развитие, чтобы попытаться бороться с изменениями климата и разрушением окружающей среды. ООН объединила самые актуальные экологические, социальные проблемы и проблемы корпоративного управления. На основании данных понятий она создала всеобъемлющие Цели устойчивого развития (ЦУР), чтобы обеспечить защиту и совершенствование экономических, социальных и экологических аспектов.

Все указанные инновации привлекли пристальное внимание к деятельности компаний со стороны как внутренних, так и внешних стейкхолдеров. Клиенты ожидали внедрения более высоких стандартов в области ESG. Регуляторы и определяющие политику лица стремились к более жесткому контролю за воздействием на окружающую среду,

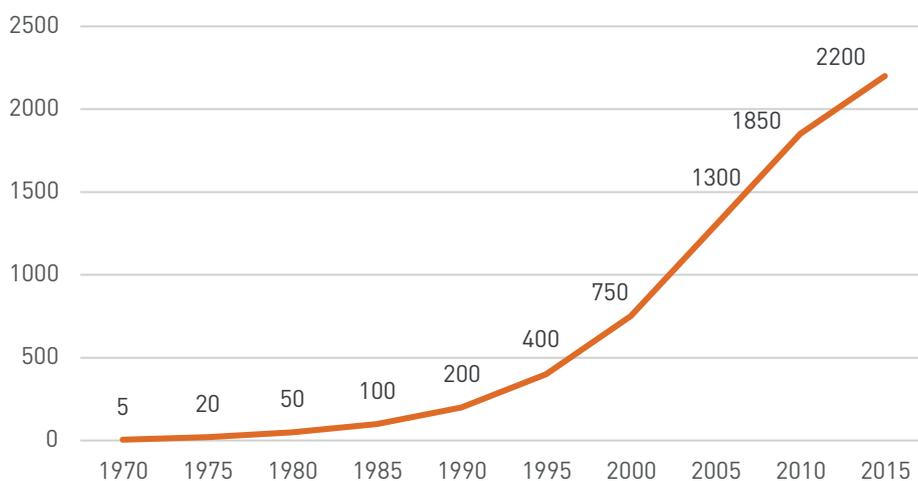
потреблением ресурсов, соблюдением прав человека и прозрачностью компании. Сотрудники и руководство стремились добиться соответствия видению международного сообщества касательно необходимости экологически более безопасных технологических процессов и производственных стратегий [1].

По мере того, как ESG-повестка начала привлекать значительное внимание крупных бизнесменов мирового уровня, на нее начали выделять существенные потоки капитала, инвестиции и расходы. Отсюда возник вопрос, каким образом внедрение практик устойчивого развития влияет на финансовые результаты компаний как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе.

Цель настоящей работы – подтвердить или опровергнуть существование значимой взаимосвязи между ESG-эффективностью и финансовыми результатами компаний и оценить, положительна или отрицательна данная связь.

Актуальность исследования проистекает из неопределенности влияния ESG-эффективности на финансовые результаты компании. К 2015 г. было опубликовано свыше 2000 научных статей, посвященных взаимосвязи между ESG-деятельностью и финансовыми результатами компании [2]. И их количество постоянно растет. Несмотря на то что этот вопрос широко изучался, в некоторых исследованиях утверждается, что эффективность ESG оказывает значительное положительное воздействие на ФР, а в других отмечается обратное.

Рисунок 1. Рост со временем количества исследований взаимосвязи между ESG и ФР



Источник: [2].

Кроме того, в их результатах наблюдаются заметные различия в зависимости от региона. В основном в статьях по данной теме внимание уделяется компаниям, работающим в развитых экономиках, таких как Европа и Северная Америка [3]. В исследованиях взаимосвязи между ESG и ФР компании из развивающихся стран изучались редко несмотря на то что они составляют существенную часть мирового бизнеса (Таблица 1). Такой пробел в литературе можно

объяснить недоступностью надежных данных до определенного времени. Однако сейчас научные исследования свидетельствуют о том, что положительная корреляция между практиками устойчивого развития и финансовыми результатами компаний с развивающихся рынков может превзойти такую корреляцию у компаний на развитых рынках [2].

Таблица 1. Страны, наиболее часто изучаемые в литературе по ESG

Номер	Страна	Документы	Цитаты
1	США	26	456
2	Италия	25	360
3	Германия	22	450
4	Великобритания	22	255
5	Испания	20	307
6	Франция	13	219
7	Южная Корея	13	74
8	Австралия	10	202
9	Малайзия	10	20
10	Индия	9	43
11	Канада	7	137
12	Нидерланды	6	18
13	Китай	5	53

Источник: [4].

Новизна настоящего исследования заключается в применении новой прокси финансовых результатов на основе методологии совокупного дохода акционеров (TSR) Бостонской консалтинговой группы [5]. Изучая взаимосвязь между ESG-оценками и TSR, наша работа представляет собой вклад в растущее число исследований устойчивого инвестирования и ответственных корпоративных практик. Данная новая методология TSR позволяет инвесторам и ученым рассмотреть с других точек зрения финансовые результаты компаний и их связи с практиками устойчивого развития.

Результаты данного исследования могут оказаться полезными для инвесторов, которые хотят составить портфель из компаний, представляющих различные отрасли, и стремятся к пониманию, каким образом информация о ESG-деятельности этих компаний может повлиять на стоимость их портфеля. Настоящее исследование может способствовать лучшему пониманию инвесторами и регулируемыми органами влияния эффективности ESG на финансовые результаты компаний и помочь им принять необходимые инвестиционные решения. Оно может также мотивировать руководство компаний проводить более продуктивную и эффективную политику и принимать инициативы в области ESG, поскольку ESG-эффективность может максимально увеличить рыночную стоимость.

Основным вкладом настоящего исследования в существующую литературу является то, что в предыдущих работах в основном рассматриваются бухгалтерские финансовые показатели компаний, ведущих деятельность на развитых рынках, в то время как в нашей статье также рассматриваются рыночные и стоимостные показатели финансовых результатов и уделяется внимание компаниям, работающим на развивающихся рынках.

Влияние практик устойчивого развития на финансовые результаты: тенденции в литературе

Происхождение внедрения инициатив устойчивого развития

Высокие финансовые результаты всегда являлись одним из основных приоритетов коммерческих компаний и организаций. Многие научные работы изучают и анализируют различные экономические и неэкономические факторы, влияющие на финансовые результаты компании. Кроме того, понятия корпоративной социальной ответственности и устойчивого развития завоевали большую популярность в контексте финансового рынка и роста результатов деятельности компании. В связи с этим существуют недавние исследования, которые изучали взаимосвязь между ESG и финансовыми результатами компании.

В концепцию ESG входит три основных компонента: экологический, социальный и корпоративное управление. Всеобъемлющие определения ESG-факторов даны в статье М. Т. Ли и И. Су «Понимание воздействия деятельности, соответствующей требованиям экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления на финансовые результаты: аргументы в пользу процессного подхода и подхода комплексного моделирования» (Understanding the Effects of Environment, Social, and Governance Conduct on Financial Performance: Arguments for a Process and Integrated Modelling Approach) [6]. Экологический компонент (E-компонент) оценивает, насколько успешно компании предотвращают нанесение вреда окружающей среде, включая изменение климата, истощение природных ресурсов, отходы и загрязнение. Социальный компонент (S-компонент) определяется взаимоотношениями в трудовом коллективе, условиями труда, разнообразием в организации, правами человека, приобретением акций компании работниками, законностью, инклюзивностью, ответственностью за продукцию, а также обеспечением здравоохранения и безопасности населения. Компонент корпоративной ответственности (G-компонент) отражает качество управления компанией, включая следующие характеристики: функции совета директоров, структура, политика компании, вознаграждение, лоббирование, коррупция и пожертвования.

Компании реализуют особые инициативы в рамках коммерческой деятельности в одном или более направлений ESG, которые стимулируют устойчивое развитие. Однако некоторые из этих действий могут содействовать созданию стоимости компании, в то время как другие могут уменьшать финансовую стоимость. Организации, приверженные принципам ESG, стремятся к более эффективному использованию ресурсов, что обеспечивает более высокую выручку, повышенные дивиденды и сниженные репутационные риски [7]. Компания McKinsey & Company (2019) осветила различные пути, при помощи которых серьезные ESG-установки создают ценность, включая рост доходов от реализации, сокращение расходов, повышение производительности и оптимизацию инвестиций и активов [8]. Тем не менее в то время как многие исследования изучали взгляды стейкхолдеров, текущие исследования все еще рассматривают количественное выражение точного воздействия ESG на создание стоимости.

Таким образом, оценка ESG используется как нефинансовый показатель оценки эффективности устойчивого развития компаний и объясняет, как компании работают в области экологических, социальных вопросов и вопросов корпоративного управления [9]. На данный момент существуют рейтинговые агентства, оценивающие показатели устойчивого развития компаний: Refinitiv, MSCI, Bloomberg, Sustainalytics и пр. Каждый составитель

ESG-рейтинга применяет свою уникальную методологию для оценки ESG-компонентов на основе различных наборов данных, присваивая различный вес каждой категории. В сравнении средняя корреляция между семью наиболее популярными составителями ESG-рейтингов составляет лишь 0,55, в то время как корреляция между различными составителями рейтингов намного выше – 0,99 [10].

Теоретическая база

Существует две научных точки зрения на взаимосвязь между деятельностью в области ESG и финансовыми результатами компании. Первая точка зрения соотносится с наиболее широко распространенной теоретической концепцией – теорией заинтересованных сторон. Основная позиция целиком сосредоточена на идее, что практики «ответственного корпоративного управления» играют решающую роль в уменьшении агентских издержек, приводя интересы руководства в соответствие с интересами акционеров и реализуя стратегии, повышающие общую производительность. Кроме того, многочисленные источники литературы продемонстрировали, что компании, следующие ESG-принципам, эффективно снижают долгосрочные риски, связанные с авариями и судебными разбирательствами. Эти выводы подтверждают исследования, проведенные Х. Серваесом и А. Тамайю [13], Р. Экклесом с соавт. и Р. Альбукерке с соавт. [11–13].

Вторая точка зрения поддерживает идею повышения затрат на деятельность в области ESG, что отвечает краткосрочным интересам и приносит личную выгоду, а не создает реальную стоимость для компании [14]. Следовательно, несмотря на растущий научный интерес к изучению устойчивого развития взаимосвязь между деятельностью в области ESG и финансовыми результатами компании остается неопределенной, а понимание влияния деятельности в области ESG на финансовые результаты становится ключевым вопросом для обсуждений [2; 15; 16].

Как указано выше, растущее раскрытие ESG-информации быстро привлекло как интерес со стороны ученых, так и внимание инвесторов. Это привело к популяризации двух основных теорий, связанных с G-компонентом ESG-повестки – теории акционеров, которая быстро трансформировалась в теорию заинтересованных сторон [9].

Теория заинтересованных сторон стала одной из основных теоретических концепций в литературе, посвященной ESG [4]. Растущая доступность нефинансовой информации способствовала повышению прозрачности бизнеса и лояльности стейкхолдеров, для которых устойчивое ведение бизнеса является способом оправдания своих ожиданий. По мнению Б. Ченга с соавт., выполнение требований к прозрачности уменьшает информационную асимметрию между компаниями и акционерами, таким образом, снижая риски [17]. Как следствие, ESG-рейтинги стали ценным инструментом измерения удовлетворенности стейкхолдеров и демонстрации низких рисков для фондового рынка [18; 19].

Говоря о социально ответственных действиях компаний, важно упомянуть теорию легитимности, которая играет существенную роль в развитии и глобальной интеграции раскрытия ESG-информации. Теория имеет связь с S-компонентом ESG и поддерживает идею негласного соглашения между компанией и обществом, в котором она действует. У соглашения есть свои условия и положения, включая соответствие действующим социальным законам и нормам государства, а также оправдание ожиданий общества по вопросам ESG.

В литературе по ESG теорию легитимности используют как теоретическую базу, которая помогает понять процесс создания стоимости путем раскрытия нефинансовой информации. Под социальным и политическим давлением компаниям постоянно приходится повышать прозрачность. Несмотря на последующие затраты это может быть способом выполнить условия сделки между бизнесом и обществом, а также подчеркнуть легитимность действий компании [4]. Теория легитимности является примером того, как компания может выйти за рамки цели, заключающейся в получении экономической прибыли, и создать нефинансовую стоимость, которая в какой-то момент может трансформироваться в рост финансовых результатов.

С одной стороны, положительное влияние ESG-повестки на финансовые результаты можно объяснить теорией социального воздействия. А с другой стороны, согласно теории компромисса, существуют свидетельства отрицательного влияния устойчивого развития на финансовый успех компаний.

Теория социального воздействия соотносится с теорией заинтересованных сторон, утверждая, что для создания долгосрочной стоимости компаниям необходимо учитывать интересы всех субъектов. Теория социального воздействия основана на предположении, что положительные результаты в социальной сфере влекут за собой высокие финансовые результаты, удовлетворяя потребности различных стейкхолдеров [20]. Кроме того, ведение деятельности в области ESG помогает компаниям достичь конкурентного преимущества на рынке. Если потребности стейкхолдеров не удовлетворены, риски и затраты растут, что в итоге понижает рентабельность. Таким образом, соблюдение интересов стейкхолдеров в первую очередь улучшает репутацию компании, а затем влияет на ее финансовые результаты [21].

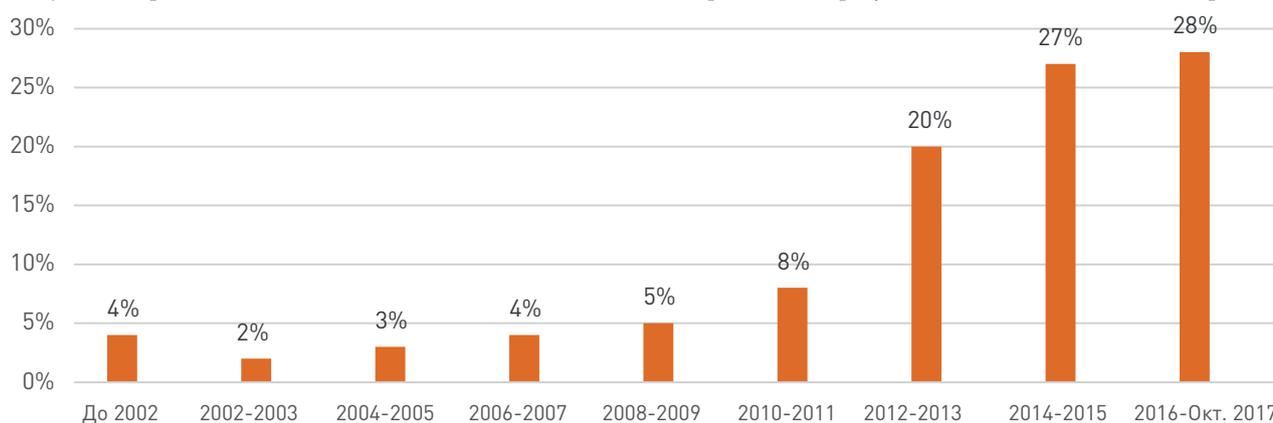
С другой стороны, существуют научные статьи, поддерживающие идею компромиссной гипотезы. Она гласит, что социальная деятельность может оказывать отрицательное воздействие на финансовые результаты компании из-за роста финансовых затрат. Иначе говоря, компромиссная гипотеза, или традиционное представление, подразумевает, что причиной роста расходов и падения прибыльности может быть достижение социальных и экологических целей [20].

Компании, развернувшие серьезную социально ответственную деятельность, включая благотворительность, инновации в области окружающей среды, инвестиции в социальную сферу и т.д., могут испытывать отток ресурсов и капитала, что приводит к относительному отставанию от фирм, проявляющих меньшую социальную активность. Более того, некоторые научные статьи показали, что из-за растущих финансовых расходов у таких компаний может наблюдаться падение котировок акций [21].

Обсуждение существующих исследований

Распределение по периодам времени

В последние десятилетия можно наблюдать растущее количество исследований по данной теме. Согласно Дж. Фриду с соавт., с 1970-х гг. по 2014 г. опубликовано около 2250 эмпирических исследований, посвященных причинно-следственной связи между ESG и финансовыми результатами, более 1000 научных исследований появились с 2015 г. [2; 6; 16]. Тем не менее многочисленные работы не приблизили окончательный единообразный вывод о влиянии эффективности в области ESG на финансовые результаты (Рисунок 2).

Рисунок 2. Процентный показатель статей о соотношении ESG и финансовых результатов компании (ФПК) по периодам

Источник: [22].

Исследования взаимосвязи между ESG и финансовыми результатами можно разделить на различные группы по разным методам, разным выборкам компаний, разным переменным, взятым как прокси финансовых результатов, и разным показателям устойчивого развития компаний.

Распределение показателей финансовых результатов

В целом работы подразделяются на два типа: исследования, ориентированные на компанию, и исследования, ориентированные на инвесторов. Исследования, ориентированные на компанию, изучают операционные показатели, такие как рентабельность капитала (ROE), рентабельность активов (ROA) или доходность акций в виде прибыли на акцию (EPS). В исследованиях, ориентированных на инвесторов, результаты деятельности компании рассматриваются с точки зрения инвестора с применением следующих показателей: Q Тобина или коэффициент Шарпа к портфелю акций.

В отчете исследователей Центра Стерна Нью-Йоркского университета изучалась разница между результатами этих двух видов работ на основании около 245 научных статей, опубликованных с 2015 по 2020 г. [16]. Основные выводы представлены на Рисунке 3. Среди исследований, ориентированных на компанию, в 58% работ, использовавших операционные показатели, сделаны выводы о положительном и статистически значимом влиянии ESG на финансовые результаты, 8% – показали отрицательные результаты, в 21% – сделали вывод о смешанном влиянии, а 13% не обнаружили статистической значимости. Что касается исследований, ориентированных на инвесторов, 33% научных работ показали положительное воздействие, 14% – отрицательные результаты, 26% – смешанные результаты, а в 26% – не выявлено статистической значимости. Таким образом, в исследованиях нет единого мнения касательно влияния ESG и финансовых результатов компаний независимо от их ориентированности на компании или инвесторов.

Рисунок 3. Результаты исследований по соотношению между ESG и финансовыми результатами

Источник: [16].

Как указано выше, в исследованиях, ориентированных на компанию, используются операционные показатели финансовых результатов, такие как ROA, ROE, ROCE (прибыль на задействованный капитал) и т.д. Однако среди этих исследований нет единства: в одних обнаружена положительная взаимосвязь [23; 24], в других сделаны выводы об отрицательной связи [25], также были примеры со смешанными результатами по различным бухгалтерским показателям

[26] и, наконец, несколько исследователей не обнаружили статистически значимого воздействия [27; 28].

С одной стороны, существуют многочисленные исследования, подтверждающие идею, что успешность ESG положительно соотносится с финансовыми результатами. Согласно этой точке зрения, высокая эффективность компании в области ESG отражает ее приверженность устойчивому развитию и управлению рисками, и оба эти вида

деятельности могут повысить финансовые результаты организации. Исследователи выявили, что по сравнению со своими конкурентами компании с высоким ESG-рейтингом в долгосрочной перспективе зачастую демонстрируют более высокие финансовые результаты. Согласно выводам настоящего исследования, у предприятий с хорошо налаженными ESG-практиками наблюдается тенденция к более высоким показателям операционной деятельности и меньшей опасности для окружающей среды. Ченгхонг Чжао с соавт. изучили взаимосвязь между ESG и финансовыми результатами в 20 крупных энергетических компаниях Китая, торгующихся на бирже, за 10-летний период [24]. Их вывод: ESG-оценки положительно влияют на прибыль на задействованный капитал (ROCE).

С другой стороны, некоторые исследователи заявляют, что между ESG и финансовым успехом может быть отрицательная связь, при этом другие предполагают, что между этими двумя показателями нет существенной взаимосвязи. Согласно данной точке зрения, деятельность в области ESG может отвлекать ресурсы от деятельности, приносящей прибыль, что может негативно сказаться на финансовых результатах. Е. Дюк-Грисалес и Х. Агилера-Каракуэль исследовали воздействие ESG-оценок и ROA на 104 компаниях из Бразилии, Чили, Колумбии, Мексики и Перу с 2011 по 2015 г. [25]. Выводы продемонстрировали статистически значимое отрицательное воздействие ESG-оценки и ее компонента на ROA. Это означает, что компании с более высокой эффективностью в области ESG имели более низкие финансовые результаты. Иначе говоря, не всегда компании с исключительно высокими достижениями в области устойчивого развития оказывались самыми прибыльными. Данный результат устанавливает основу для обратной зависимости между рациональным использованием природных ресурсов и прибыльностью в мире бизнеса.

Более того, воздействие на различные бухгалтерские показатели может быть разным. Карнини Пулино с соавт. изучали влияние ESG на EBIT (прибыль до уплаты процентов и налогов) и ROA на выборке из самых крупных итальянских компаний, котирующихся на бирже, с 2011 по 2020 г. [26]. Выводы свидетельствуют о положительном воздействии компонентов ESG на EBIT, но отрицательном влиянии на ROA. В частности, экологический и социальный компоненты оказывают положительное влияние на EBIT.

Кроме того, исследования, ориентированные на инвесторов, также добавляют рыночные показатели финансовых результатов, такие как Q Тобина, доходы и пр. При этом выводы также противоречивы. Например, в одном из предыдущих исследований Д. Д. Ли, Р. В. Фафф и К. Лангфельд-Смит изучали воздействие ESG как на ROA, ROS и ROE как бухгалтерские показатели эффективности, так и на абсолютный доход за три года, однофакторную и шестифакторную альфу как прокси рыночных показателей [29]. В выборку вошло около 500 компаний из индекса Доу Джонса (DJGI). Что касается результатов, авторы обнаружили отрицательную взаимосвязь между ESG и рыночными показателями, но не выявили воздействия ESG на бухгалтерские показатели. Более позднее исследование Патрика Вельте изучало воздействие ESG и его компонентов на ROA и Q Тобина [19]. Выборка состояла из 412 компаний, котирующихся на Первоклассном стандарте Германии за 2010–2014 гг. Результаты данного исследования противоречат предыдущей работе Д. Д. Ли, Р. В. Фаффа и К. Лангфельд-Смита. На основе регрессионного анализа

П. Вельте выяснил, что ESG и его компоненты оказывают положительное воздействие на ROA, однако для Q Тобина статистически значимые коэффициенты не обнаружены. Поэтому из-за различных значений влияние на рыночные и бухгалтерские показатели финансовых результатов может быть разным.

Тем не менее Р. Атан с коллегами изучал воздействие ESG на ROE и Q Тобина публичных компаний с ограниченной ответственностью из Малайзии [30]. Они проанализировали 54 компании за 2010–2013 гг. Регрессионный анализ не выявил статистической значимости как для ROE, так и для Q Тобина.

Более того, в некоторых работах обнаружено разное воздействие различных ESG-компонентов. Например, Д. Шарма, С. Бхаттачарья и С. Тхукрал концентрировались в своем исследовании на причинно-следственной связи между ESG-оценкой и раскрытием финансовых результатов компаний в Индии. В выборку вошли 99 компаний из индекса BSE-500 за 2011–2015 гг. Финансовые результаты определяли на основании ROA и Q Тобина. В исследовании сделан вывод об отрицательном влиянии ESG и его компонентов на бухгалтерские и рыночные показатели ФР. Однако социальный компонент положительно влияет на Q Тобина, а размер компании играет смягчающую роль в этой взаимосвязи [31].

Отдельный ряд статей посвящен теме стоимостно-ориентированного управления (COU). Стоимостно-ориентированные методы способствуют максимизации экономической ценности организации, распределяя активы компании с наибольшей эффективностью. Капитал не достается бесплатно; у него есть цена, которую необходимо учитывать при его использовании. Одним из наиболее широко применяемых в научных статьях показателей COU является экономическая добавленная стоимость (EVA). EVA измеряет добавочную стоимость, созданную руководителями, отражая рост или снижение стоимости компании за определенный период. Ее можно использовать как для прогнозирования, так и для ретроспективы [32]. EVA или экономическая прибыль – это расчет фактической прибыли, полученной предприятием в течение года, и она в значительной степени отличается от его бухгалтерской прибыли, поскольку последняя не учитывает стоимость акционерного капитала. EVA отображает прибыль, оставшуюся после учета стоимости всего капитала, включая акционерный капитал, в то время как бухгалтерская прибыль определяется без добавления затрат на акционерный капитал [33]. Технически EVA – это прибыль до выплаты процентов минус балансовая стоимость компании, умноженная на среднюю стоимость капитала [34].

Проблемы с EVA начались, когда аналитики попытались описать этот параметр, придав ему значение, которого у него фактически нет. Создание стоимости всегда зависит от ожиданий заинтересованных сторон. Реальная ситуация, когда значение EVA и экономическая прибыль в определенный год положительны и даже превысили ожидаемые показатели, но во то же время стоимость компании или структурного подразделения уменьшилась, потому что из-за слабого управления снизились ожидания [34].

Другое исследование, доказывающее, что EVA все-таки влияет на ESG – это «Исследование соотношения между ESG-эффективностью и экономической добавленной стоимостью», авторами которого являются Джинг Хуанг, Гикиан Ли, Чжишу Ли. В этой работе для исследования используются данные выборки, в которую входят котирующиеся на бирже компании с акциями класса А, с 2012 по 2019 г., чтобы проанализировать влияние между эффективностью

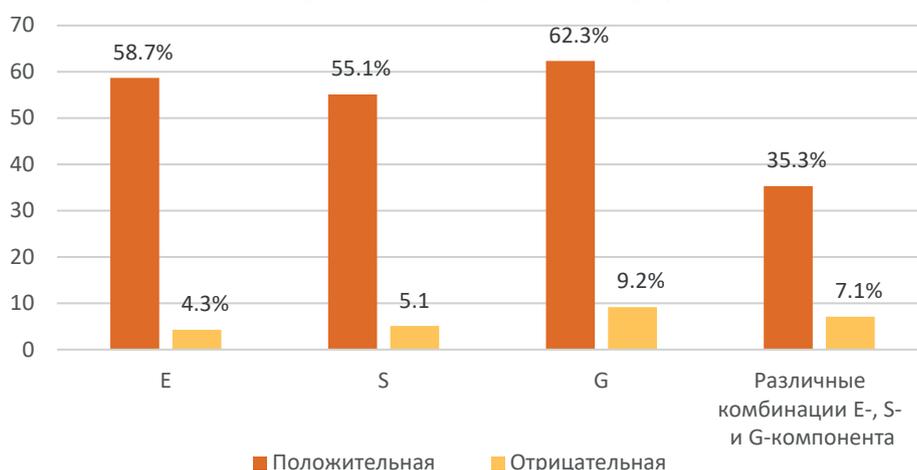
в области ESG и EVA путем эмпирического исследования, которое показало, что эффективность в области ESG существенно и положительно связана с EVA, а также что высокая эффективность в области ESG может влечь за собой рост показателя EVA [35]. Все три ESG-компонента оказывают существенно положительное воздействие на EVA. Что еще интереснее, данное исследование также выявило, что эффективность в области ESG сохраняет высокую важность в повышении показателя EVA у компаний, принадлежащих к отраслям с высокими выбросами углерода.

Более того, ESG-факторы влияют на финансовые результаты компаний по-разному. Некоторые компании могут сфокусироваться на инициативах в одной из этих трех областей, таким образом, повышая стоимость, в то время как другие могут фактически снизить финансовую стоимость. Например, компания может отдавать приоритет социальным практикам и взаимодействию с заинтересованными сторонами, при этом пренебрегать экологической ответственностью либо иметь корпоративное управление на низком уровне. Следовательно, более углубленное изуче-

ние отдельных факторов может обеспечить ценные аналитические выводы о том, каким образом ESG-деятельность влияет на финансовые результаты [25].

Таким образом, исследования могут рассмотреть лишь одну часть концепции ESG. В. Л. Крисостомо с коллегами изучили воздействие КСО на ROA и Q Тобина на 78 бразильских компаниях за 2001–2006 гг. [36]. Результаты свидетельствуют о существенно отрицательном соотношении между КСО и Q Тобина. Однако между КСО и Q Тобина не наблюдалось статистически значимой связи. Т. Г. Ланди и М. Скиарелли также рассматривали, как КСО воздействует на аномальную доходность итальянских компаний с 2007 по 2015 г. [37]. Аномальную доходность измеряли при помощи подхода Фама – Френча. В исследовании использовали отношение EBITDA (прибыль до вычета процентов, налогов, износа и амортизации) к акционерному капиталу, отношение задолженности к собственному капиталу, общие активы и ставку реинвестирования. Применяв модель с фиксированными эффектами для регрессионного анализа, авторы выявили незначительное влияние ESG на аномальную доходность.

Рисунок 4. E-, S- и G-категории и их связь с финансовыми результатами компании



Источник: [2].

Другим направлением исследований является нелинейная взаимосвязь между ESG и финансовыми результатами. В связи с этим М. Шаббир с коллегами изучали линейную и нелинейную взаимосвязь между КСО и финансовыми результатами. В исследовании используются данные по 350 компаниям, котирующимся на Фондовой бирже Карачи в Пакистане за 2008–2017 гг. [38]. В данной работе использовали два основных показателя эффективности компании: избыточную биржевую прибыль, а также ROA и ROC. В качестве контрольных переменных авторы применили показатель продаж, расходы на раскрытие информации по НИОКР и финансовый рычаг. При помощи линейного панельного регрессионного анализа авторы обнаружили, что существенная взаимосвязь между КСО и показателями финансовых результатов отсутствует. Тем не менее нелинейные модели указывают на то, что оценки раскрытия ESG-информации имели значимую U-образную связь ESG с ROA и ROC, но по биржевой прибыли показатели статистически незначимы.

Географические различия

На взаимосвязь между ESG и ФР может влиять географическая зона, на территории которой работает компания. Наиболее распространенное географическое деление в научной литературе применяется в сравнительных исследованиях

развивающихся и развитых стран. Институциональный контекст развитых и развивающихся экономик существенно различается. В развитых экономиках существует реально функционирующее обязательственное право, эффективно распространяется информация и присутствует большое количество активных потребителей. В развивающихся экономиках, напротив, слабое функционирование обязательственного права, плохо развито распространение информации и мало активных потребителей.

В развитых экономиках надежно обеспечено применение обязательственного права, а это означает, что физические лица или организации могут привлекаться к ответственности за вред, причиненный другим лицам. Благодаря этому у юридических и физических лиц возникает чувство ответственности, побуждающее действовать в рамках этических норм и принимать меры по предотвращению нанесения вреда другим лицам. Обеспечено также эффективное распространение информации, позволяющее потребителям принимать обоснованные решения в отношении продукции и услуг. Эту деятельность поддерживают многочисленные активные потребители, которые занимаются активным поиском информации и привлекают предприятия к ответственности за их действия.

С другой стороны, в развивающихся экономиках применение обязательственного права обеспечено на низком уровне, а это означает, что физические лица или организации невозможно привлечь к ответственности за вред, причиненный другим лицам. Такая безнаказанность создает культуру вседозволенности, при которой неэтичное поведение не встречает противодействия. Кроме того, распро-

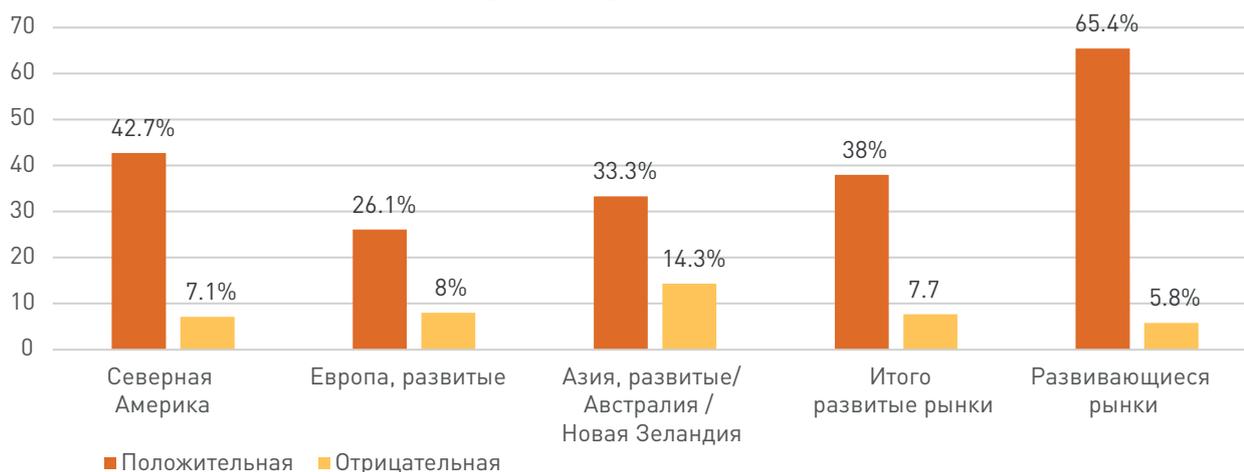
странение информации ограничено, из-за чего потребителям трудно принимать обоснованные решения. Наконец, в развивающихся экономиках активные потребители немногочисленны. Это означает, что предприятия испытывают меньшее давление, побуждающее их действовать в соответствии с этическими нормами [39].

Рисунок 5. Процентный показатель распространения публикаций в зависимости от развитости экономики



Источник: [22].

Рисунок 6. Взаимосвязь между ESG и ФПК в различных регионах



Источник: [2].

В некоторых исследованиях авторы концентрируются на том, каким образом воздействие эффективности в области ESG на финансовые результаты компании отличается в развитых и развивающихся странах в контексте ROA, ROE и Q Тобина. Например, Н. Наим, С. Канкая и Р. Билдик проанализировали 305 экологически вредных компаний из развитых стран и 78 – с развивающихся рынков [40]. Полученные результаты свидетельствуют о том, что влияние ESG-эффективности экологически вредных компаний на финансовые результаты в развитых странах выше. Между ESG с компонентами и всеми переменными финансовых результатов статистически значимой взаимосвязи не обнаружено. Что касается развитых стран, E-компонент оказывает положительное воздействие на ROA, S-компонент отрицательно влияет на ROA, ESG и G-компонент оказывают положительное воздействие на ROE. Более того, ESG и E-компонент положительно влияют на Q Тобина в развитых странах.

Другим примером является сравнительное исследование И. В. К. Тинга с соавт., в котором авторы изучали разни-

цу во влиянии ESG-оценки на ФП между развивающимися и развитыми рынками [41]. Исследование было основано на ESG-оценках из базы данных Thomson Reuters и охватывало 1317 компаний с развивающихся рынков и 3569 компаний с развитых рынков. Работа показала, что компании, работающие на развивающихся рынках, имели более высокую ESG-оценку по таким параметрам, как трудовые ресурсы, права человека, использование ресурсов и КСО. Однако влияние ESG-оценки на стоимость компании было статистически значимым и положительным только в развитых странах.

В заключение необходимо отметить, что исходя из опыта других исследований тему причинно-следственной связи между ESG-оценкой и финансовыми результатами компаний можно рассматривать с различных точек зрения. В некоторых работах рассматриваются различные зависимые переменные финансовых результатов: бухгалтерские или рыночные показатели. Кроме того, выборки также отличаются в зависимости от одной страны или группы стран. Другим видом исследования является изучение нелинейной взаимосвя-

зи. Эти разнообразные работы не дают преимущественного ответа на вопрос о влиянии ESG на финансовые результаты. В связи с этим данное исследование концентрируется на изучении такой причинно-следственной связи при помощи трех аспектов переменных финансовых результатов путем применения новых методов Бостонской консалтинговой группы.

Выдвижение гипотез

На основании анализа литературы настоящее исследование рассматривает взаимосвязь между ESG-рейтингом и финансовыми результатами в качестве основной темы. Мы решили охватить три разных вида показателей финансовых результатов, чтобы проанализировать способность различных компаний создавать стоимость. Кроме того, мы сосредоточиваем данное исследование на странах БРИКС, чтобы понять воздействие ESG-деятельности в развивающихся странах. Также мы включаем в анализ не только ESG-оценку, но и подкомпоненты, чтобы раскрыть более детальное воздействие. Таким образом, с учетом вышеупомянутых пробелов в исследованиях мы выдвигаем следующую гипотезу.

H1a: Общая ESG-оценка и оценки по компонентам оказывают отрицательное влияние на ROA ($\beta_1 < 0$).

Мы предполагаем, что влияние эффективности в области ESG на ROA будет отрицательным.

Мы считаем, что связь между бухгалтерскими критериями финансовых результатов и ESG-эффективности соотносится с принципами теории легитимности. Теория легитимности гласит, что компании занимаются ESG-деятельностью, чтобы выполнить требования нормативных актов, удовлетворить ожидания внешних стейкхолдеров и продемонстрировать свое стремление к благополучию общества даже ценой расчетных убытков и расходов. В целом отрицательное влияние ESG-оценки на ROA можно объяснить действием таких факторов, как возросшие издержки, затраты на выполнение требований нормативных актов и незрелость рынка.

H1b: Общая ESG-оценка и оценки по компонентам оказывают положительное влияние на TSR ($\beta_1 > 0$).

Мы ожидаем, что данный показатель продемонстрирует положительную взаимосвязь с ESG-оценкой. Наше предположение основано на нескольких научных статьях, которые рассуждают о повышении ожиданий и доверия инвесторов на основании высоких ESG-рейтингов. Положительная

взаимосвязь рыночных критериев финансовых результатов с ESG-оценкой согласуется с теорией заинтересованных сторон. Прозрачность и сравнительно большее соответствие этическим принципам компаний с более высокой ESG-оценкой привлекают инвесторов. Компании, активно внедряющие ESG-повестку в свою деятельность, вызывают большее доверие со стороны стейкхолдеров, что положительно влияет на котировки их акций.

H1c: Общая ESG-оценка и оценки по компонентам оказывают положительное влияние на EVA ($\beta_1 < 0$).

Мы ожидаем, что данный показатель продемонстрирует положительную взаимосвязь с ESG-оценкой. Данная гипотеза выведена из предыдущих исследований, указывающих на положительное соотношение между ESG-эффективностью и финансовыми результатами. Это дает основания предполагать, что устойчивые практики ведения бизнеса и ответственное корпоративное поведение оказывают положительное воздействие на способность компании создавать экономическую стоимость, превышающую ее стоимость капитала.

В целом значительную положительную взаимосвязь между ESG-эффективностью и EVA можно объяснить взаимозависимостью между операционной эффективностью, снижением риска, отношениями со стейкхолдерами и доступом к капиталу.

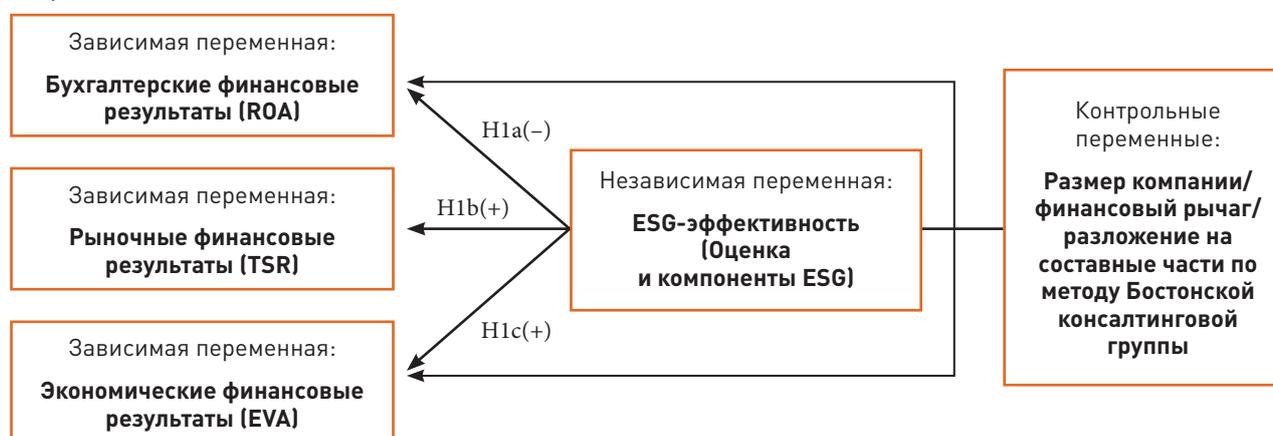
Методология исследования и данные

Данные и создание выборки

Целью настоящего исследования является изучение влияния ESG-оценок на финансовые результаты. Для достижения данной цели в работе применяется количественный метод, придающий особое значение объективным показателям и применению численного, статистического и математического анализа данных. Применяя точные количественные методики, данная работа стремится найти эмпирические доказательства и получить точное понимание сути взаимосвязи между оценками ESG и финансовыми результатами.

На Рисунке 7 представлена схема исследования, примененная в работе. В исследовании используется одна независимая переменная, представленная ESG-оценкой, и три зависимых переменных, представленных тремя показателями финансовых результатов. Для каждого показателя финансовых результатов определены отдельные контрольные переменные.

Рисунок 7. Схема исследования



Источник: составлено авторами.

В настоящей работе мы использовали годовые данные различных компаний, ведущих деятельность в странах БРИКС. Выбор стран БРИКС обусловлен наблюдением, что взаимосвязи между ESG и финансовыми результатами в развивающихся экономиках недостаточно широко изучены в существующей литературе из-за того, что компании, ведущие деятельность на развивающихся рынках, часто имеют более низкие ESG-рейтинги. Причиной могут быть ограниченные требования к раскрытию нефинансовой информации и относительно низкий уровень принятия ESG-стандартов, что вызвано более высокими инвестиционными рисками и волатильностью ресурсов. Однако следует отметить, что развивающиеся экономики с более высокими темпами роста, включая страны БРИКС, могут предложить компаниям возможности инвестирования в ESG-практики и эффективного их применения, таким образом, достигая более высоких ESG-оценок [2].

В окончательную выборку настоящего исследования вошло 257 компаний из стран БРИКС: 45 компаний из Бразилии, составляющих 76% рыночной капитализации страны (за исключением финансовых компаний), 27 компаний из России (78% рыночной капитализации страны), 63 компании из Индии (41% рыночной капитализации страны), 82 компании из Китая (26% рыночной капитализации страны) и 40 компаний из ЮАР (81% рыночной капитализации страны).

Окончательный набор данных охватывает период последних пяти лет с 2017 по 2021 г. В целом использование ESG-рейтингов странами БРИКС началось в 2010 г., когда появилась возможность получать ESG-данные из базы данных Refinitiv. Тем не менее важно отметить, что часть компаний не приняла интегрированную отчетность сразу в 2010 г. В связи с этим количество компаний, имевших ESG-рейтинг в 2010 г., довольно небольшое. Таким образом, критерием отбора для максимального охвата как можно большего количества котирующихся на бирже компаний из стран БРИКС является наличие данных, начиная с 2017 г. Итак, в окончательную выборку настоящего исследования вошло 257 компаний из стран БРИКС за период с 2017 по 2021 г.

Измерение и определение переменных

Зависимые переменные

В настоящем исследовании используется набор показателей финансовых результатов, среди которых бухгалтерские, рыночные и экономические показатели. Наш подход основан на развитии показателей финансовых результатов, начиная с базовых бухгалтерских показателей, таких как чистая прибыль или рентабельность активов (ROA), и заканчивая рыночными показателями, такими как совокупный доход акционеров (TSR), и экономическими показателями, такими как экономическая добавленная стоимость (EVA). Анализ литературы, проведенный выше, свидетельствует о том, что существуют исследования, ориентированные на компанию, которые концентрируют внимание на бухгалтерских показателях финансовых результатов, и работы, ориентированные на инвесторов, которые используют рыночные показатели финансовых результатов. Результаты отличаются друг от друга из-за различных зависимых переменных. В связи с этим мы решили рассмотреть несколько показателей финансовых результатов, чтобы понять разницу во влиянии ESG-оценки на неодинаковые финансовые результаты.

Работа Амира Хоссейна Рахдари посвящена созданию специальной тройной структуры рейтинга с рейтингами

корпоративного управления, корпоративной социальной ответственности и корпоративных финансовых результатов [21]. Часть этой структуры рейтинга, касающаяся финансовых результатов, рассматривает его с трех точек зрения: бухгалтерской, рыночной и экономической. Исходя из этого, мы также решили выбрать по одному показателю из каждого направления.

В качестве бухгалтерского показателя мы выбрали наиболее широко распространенный в исследованиях показатель – рентабельность активов (ROA). Ее рассчитывают по следующей формуле: Чистая прибыль : Общие активы. Это отношение отображает, насколько эффективно компании управляют своими операциями и используют активы для получения прибыли. Преимущество бухгалтерских показателей заключается в том, что они могут предоставить исчерпывающие доказательства взаимозависимости между бухгалтерской и экономической прибылью. Кроме того, ROA служит основополагающим индикатором финансовых результатов, нормализуя сравнение компаний, устраняя влияния различий в размере. ROA также описывает ежегодные изменения в условиях ведения бизнеса. В предыдущих исследованиях интегрированной отчетности, таких как работы Д. Шармы с соавт., П. Маларвижи и Р. Матта, Н. Наима с соавт., ROA также используется в качестве показателя [28; 31; 40]. Тем не менее ROA может подвергнуться критике из-за того, что этот показатель не отражает перспективу и не принимает во внимание факторы риска. Этот недостаток можно нивелировать, включив в модель контрольные переменные.

В отношении рыночных и экономических показателей мы решили ввести в наше исследование новшество и изучить воздействие ESG-эффективности на такие показатели, как совокупный доход акционеров и экономическая добавленная стоимость. Эти показатели финансовых результатов помогают оценить эффективность деятельности компании с внешней и внутренней точек зрения соответственно.

TSR – это показатель эффективности деятельности компании, представленный Бостонской консалтинговой группой, который отображает самые важные финансовые изменения в компании с точки зрения инвестора [5]. Его расчет основывается на изменении в цене акции в процентах за период и учитывает дивиденды на одну акцию за установленный период. Рост TSR привлекает инвесторов, поскольку представляет собой всесторонний коэффициент, указывающий на увеличение показателей, целевых для инвесторов. Этот показатель также позволяет инвесторам проводить всесторонние сравнения, поскольку его расчетами трудно манипулировать.

На сегодняшний день влияние повестки устойчивого развития стало одним из важных факторов при принятии инвестиционных решений. Это особенно справедливо в отношении устойчивых инвестиций и ответственных корпоративных практик. Понимание влияния высокой ESG-эффективности на финансовые результаты компании и создание биржевой стоимости может помочь инвесторам принимать обоснованные решения. Данное исследование влияния TSR на ESG способствует разрешению вопроса о важности включения ESG-факторов в инвестиционные стратегии.

Тем не менее TSR обеспечивает понимание только внешнего процесса создания стоимости, соответственно, необходимо оценить внутренний процесс создания стоимости, обеспечивающий глубинное понимание ключевых сти-

мулов, лежащих в основе фундаментальных показателей эффективности предприятия. Если говорить о стоимостно-ориентированных показателях, то EVA используется в научной литературе чаще других. EVA – это показатель финансовых результатов, предназначенный для оценки способности компании создавать экономическую стоимость, повышающую ее стоимость капитала. EVA завоевала широкое признание в качестве ценного инструмента оценки финансовых результатов компании и создания стоимости. Экономическую добавленную стоимость рассчитывают путем вычитания стоимости капитала для компании из ее чистой операционной прибыли после налогов (NOPAT). Формула расчета EVA следующая:

$EVA = NOPAT - (\text{Вложенный капитал} \cdot \text{Стоимость капитала})$.

Далее представлена разбивка на компоненты, используемые в расчетах:

Чистая операционная прибыль после налогов (NOPAT) – это операционная прибыль, полученная компанией после вычета налогов. Ее рассчитывают путем умножения EBIT на разность единицы и налоговой ставки.

Вложенный капитал означает общий капитал, используемый компанией, включая заемный и собственный капитал. Он представляет собой денежные средства, вложенные в деятельность компании, и обычно рассчитывается как разность между общими активами и текущими пассивами.

Стоимость капитала – это норма прибыли, необходимая инвесторам для компенсации риска, связанного с инвестированием в компанию. Она представляет собой альтернативные издержки использования капитала для определенной инвестиции. Стоимость капитала обычно выражается в процентах и включает стоимость заемного и собственного капитала.

Для повышения сопоставимости переменной мы используем спред EVA. Спред EVA рассчитывается путем вычитания стоимости капитала из ROIC, где ROIC – отношение NOPAT к задействованному капиталу. Спред EVA показывает, выше или ниже требуемой нормы прибыли доходность, создаваемая компанией. Положительный спред EVA свидетельствует о том, что компания создает избыточную прибыль, а отрицательный спред EVA означает, что компания не покрывает свои расходы на капитал. Анализ спреда EVA в динамике по времени может помочь оценить эффективность создания стоимости компанией и ее способность создавать доходность, превышающую стоимость капитала.

Независимые переменные

В нашей работе применяются такие независимые переменные, как показатели ESG. Мы использовали ESG-оценку и связанные с ней компоненты Refinitiv в качестве прокси ESG-эффективности [42]. Общая ESG-оценка Refinitiv состоит из трех оценок по компонентам, включающих 10 оценок по категориям ESG. Оценки по категориям охватывают 186 элементов данных, соответствующих каждой отрасли, а элементы данных, в свою очередь, объединяют 630 элементов данных, благодаря чему ESG-оценка Refinitiv является одной из самых всесторонних оценок.

В связи с этим E-компонент состоит из показателей использования ресурсов, выбросов и инноваций; в S-компонент входят трудовые ресурсы, права человека и ответственность за продукцию; G-компонент касается управления, акционеров и стратегии корпоративной социальной ответственности (КСО). Вес всех категорий нормализован до процентных показателей от 0 до 100.

Методология Refinitiv по оценке ESG-рейтингов является общепризнанным инструментом анализа того, насколько эффективно компании ориентируются в быстро меняющемся мире, адаптируясь к вопросам, важным для мирового сообщества. Оценка Refinitiv всеобъемлюща, насколько это возможно, и охватывает широкий спектр вопросов от глобального потепления до равноправия полов. Как следствие, данные Refinitiv по ESG широко применяют в научной литературе для изучения и тестирования научных гипотез [26; 40; 41; 43; 44].

Контрольные переменные

На основании предыдущих научных статей мы определили наиболее широко используемые и значимые переменные и решили взять отдельные контрольные переменные для различных показателей финансовых результатов.

Для ROA и EVA мы выбрали размер компании, финансовый рычаг и отношение капитальных затрат к активам. Данные переменные выбраны в соответствии с теоретическими ожиданиями и совпадают с переменными из предыдущих исследований, которые изучали влияния ESG-оценок на финансовые результаты компаний [3; 31; 40; 43; 45; 46].

Размер компании определяется при помощи натурального логарифма объема продаж фирмы. Одно из предыдущих исследований стабильно показывало положительную корреляцию между размером компании и финансовыми результатами [4; 47]. Это можно объяснить действием различных факторов, которые имеются в распоряжении крупных компаний, таких как преимущество экономии за счет масштаба и области применения, доступности свободных ресурсов и более жесткий контроль стейкхолдеров. Кроме того, крупные компании являются объектом повышенного внимания СМИ и внешнего давления, что заставляет их более полно следовать политике корпоративного управления [43].

Финансовый рычаг определяется как отношение общей суммы обязательств к общим активам. С одной стороны, обеспечение выплаты задолженности на постоянной основе может способствовать эффективному управлению. Однако избыточный финансовый рычаг, высокие процентные ставки или существенные суммы выплат по долгам могут сократить доступные денежные потоки для будущих инвестиций [40]. У компаний с большой долей заемных средств выше вероятность агентских издержек по задолженности и издержек, связанных с финансовыми затруднениями. Кроме того, повышенная сумма финансовых обязательств данных компаний может привести к их уязвимости и снижению финансовых результатов [43]. Таким образом, мы ожидаем отрицательную корреляцию между финансовым рычагом и финансовыми результатами компании.

CAPEX, представляющий капитальные затраты как долю общих активов, служит прокси для инвестиций. С точки зрения долгосрочной перспективы принято считать, что у CAPEX положительная корреляция с экономическими результатами компании [43].

Что касается модели с TSR, мы следовали методологии Бостонской консалтинговой группы по разложению TSR на составные части и использовали эти части в качестве контрольных переменных [48]. Бостонская группа предлагает три основных драйвера, влияющих на TSR: основная стоимость, ожидания инвесторов и распределение свободного денежного потока.

Основная стоимость представляет собой балансовую стоимость будущих денежных потоков компании, принимая во

внимание ее рентабельность, производительность активов, перспективы роста и стоимость капитала. Работая над этими фундаментальными аспектами, компания может повлиять на восприятие и оценку рынком ее деятельности, что потенциально может увеличить цену ее акций. Сочетание роста продаж и изменения уровня рентабельности дает приблизительное представление о повышении основной стоимости компании. В данном исследовании мы используем изменение рентабельности по ЕБИТ в качестве прокси основной стоимости.

Ожидания инвесторов измеряются при помощи премии за ожидания, которая показывает, как оценочный коэффициент компании соотносится с коэффициентами равнозначных компаний из той же отрасли. Создавая положительное впечатление у инвесторов и вызывая доверие, компания может способствовать повышению ожиданий, что повлечет за собой рост биржевой стоимости акций. Коэффициент по ЕБИТДА служит показателем оценочного коэффициента компании и широко применяется инвесторами для приблизительной оценки будущих перспектив компании. Его определяют, разделив стоимость предприятия, включающую рыночную стоимость собственного и заемного капитала, на ЕБИТДА. В данном исследовании мы намеренно предпочли мультипликатор EV/Выручка мультипликатору EV/ЕБИТДА, понимая, что некоторые компании из нашей выборки отчитались об отрицательной прибыли за определенные годы, вошедшие в наш анализ.

Помимо этого, оптимизация распределения свободного денежного потока может способствовать повышению TSR. Дивиденды оказывают непосредственное влияние на TSR, а другие механизмы, такие как выкуп акций и выплата задолженности, могут косвенно повлиять на стоимость компании, таким образом, увеличивая общие доходы акционеров. Дивидендный доход, изменение стоимости акций на руках акционеров и изменение чистой задолженности являются способами распределения свободного денежного потока инвесторам, а вместе взятые, они формируют прибыль от свободного денежного потока.

Таблица 2. Результаты регрессионной модели для H1a: модель с фиксированными эффектами с робастными стандартными ошибками

Модель 1a: ESG в качестве независимой переменной	Зависимая переменная: ROA	Модель 1a: G-компонент в качестве независимой переменной	Зависимая переменная: ROA	Модель 1a: КСО в качестве независимой переменной	Зависимая переменная: ROA
ESG	-0.0004 (0.0003)	G-компонент	-0.0003* (0.0002)	КСО	-0.0004** (0.0002)
Ln (Продажи)	0.163*** (0.046)	Ln (Продажи)	0.159*** (0.044)	Ln (Продажи)	0.168*** (0.044)
Обязательства к активам	-0.249* (0.198)	Обязательства к активам	-0.250* (0.197)	Обязательства к активам	-0.250* (0.197)
Капитальные затраты к активам	0.162* (0.065)	Капитальные затраты к активам	0.153* (0.063)	Капитальные затраты к активам	0.150 (0.066)

Методология

Спецификация эконометрической модели

H1a: Общая ESG-оценка и оценки по компонентам оказывают отрицательное влияние на ROA ($\beta_1 < 0$).

H1b: Общая ESG-оценка и оценки по компонентам оказывают положительное влияние на TSR ($\beta_1 > 0$).

H1c: Общая ESG-оценка и оценки по компонентам оказывают положительное влияние на EVA ($\beta_1 < 0$).

Модели по гипотезам представлены следующими уравнениями:

$$ROA_{n,t} \sim \alpha + \beta_1 \cdot ESG_{n,t} + \beta_2 \cdot Size_{n,t} + \beta_3 \cdot Leverage_{n,t} + \beta_4 \cdot Capex_{n,t} + \varepsilon_{n,t};$$

$$TSR_{n,t} \sim \alpha + \beta_1 \cdot ESG_{n,t} + \beta_2 \cdot EBIT_mg_{n,t} + \beta_3 \cdot Multiple_{n,t} + \beta_4 \cdot FCF_{n,t} + \varepsilon_{n,t};$$

$$EVAspread_{n,t} \sim \alpha + \beta_1 \cdot ESG_{n,t} + \beta_2 \cdot Size_{n,t} + \beta_3 \cdot Leverage_{n,t} + \beta_4 \cdot Capex_{n,t} + \varepsilon_{n,t},$$

где $ESG_{n,t}$ – один из 14 описанных выше ESG-показателей; α – свободный член, принимающий во внимание ненаблюдаемые фиксированные эффекты; $\varepsilon_{n,t}$ – параметр ошибки.

Эмпирические результаты

Результаты бухгалтерского показателя

В Таблице 2 представлены результаты общей модели с ESG-оценкой в качестве независимой переменной устойчивого развития и ROA – в качестве зависимой переменной. Мы рассмотрели следующие переменные: Size (размер компании), Leverage (финансовый рычаг) и коэффициент CAPEX (капитальные затраты). Знаки при коэффициентах полностью соответствуют нашим ожиданиям, заключавшимся в том, что размер компании и коэффициент CAPEX имеют статистически значимые положительные коэффициенты, а у финансового рычага – статистически значимый отрицательный коэффициент.

Модель 1а: ESG в качестве независимой переменной		Модель 1а: G-компонент в качестве независимой переменной		Модель 1а: КСО в качестве независимой переменной	
Наблюдения	1274	Наблюдения	1274	Наблюдения	1276
R ²	0.216	R ²	0.216	R ²	0.221
F-статистика	69.323*** (df = 4; 1009)	F-статистика	69.691*** (df = 4; 1009)	F-статистика	71.853*** (df = 4; 1011)
Примечание:	*p<0,1**p<0,05***p<0,01	Примечание:	*p<0,1**p<0,05***p<0,01	Примечание:	*p<0,1**p<0,05***p<0,01

Примечание: сгенерировано RStudio («Stargazer»).

Источник: составлено авторами.

Помимо этого, более глубокий анализ ESG-компонентов, коэффициентов экологической и социальной оценки также указывает на отсутствие статистически значимого влияния. Чтобы лучше изучить этот результат, мы определяем, какая категория компонента корпоративного управления играет решающую роль в данном влиянии. Результаты свидетельствуют о том, что у категории КСО отрицательный статистически значимый коэффициент, равный -0.0004 (статистически значим на уровне 5%) (См. Таблицу 2). Таким образом, первая часть первой гипотезы не отклоняется для ESG-оценки и компонента корпоративного управления. Отрицательное влияние ESG-оценок на ROA в странах БРИКС можно объяснить несколькими факторами, характерными для развивающихся экономик.

В странах БРИКС может быть разная степень строгости регулирования и исполнения законов в отношении ESG-практик. Это согласуется с теорией легитимности, поскольку компании, ведущие деятельность в данных регионах, могут пострадать от издержек соблюдения законодательства, штрафов или правовой ответственности, связанными с экологическими, социальными вопросами и вопросами корпоративного управления. Эти факторы снижают прибыльность и отрицательно влияют на ROA. Кроме того, страны БРИКС могут столкнуться с ограничениями по ресурсам, такими как ограниченный доступ к экологически чистым технологиям, неразвитая инфраструктура или неэффективное использование ресурсов. Эти ограничения также могут повысить операционные издержки и снизить производительность, что затем отрицательно отразится на ROA.

Еще одним фактором может быть то, что компании, функционирующие в странах БРИКС, находятся в процессе перехода к более передовым ESG-практикам. Первоначальные инвестиции, необходимые для соблюдения ESG-стандартов, такие как инвестиции в обновление инфраструктуры или внедрение экологических инноваций, могут временно снизить прибыльность. Например, Китай с неизменно самыми низкими ESG-оценками в настоящее время находится в процессе перехода к более устойчивому развитию. Таким образом, компаниям, работающим в таких условиях, приходится идти на дополнительные затраты, чтобы соответствовать новым требованиям. Поэтому на таких развивающихся рынках у компаний может наблюдаться кратковременное отрицательное воздействие ESG-оценок на финансовые результаты.

Восприятие инвесторами и динамика рынка играют крайне важную роль в определении оценки стоимости и финансовых результатов компании. Если рынок не полностью одобряет или вознаграждает компании за их усилия в области ESG, компании с более высокими ESG-оценками могут не почувствовать быстрого положительного влияния на их ROA. Это может привести к отрицательной корреляции между ESG-оценками и ROA.

Результаты рыночных показателей

В Таблице 3 приведены результаты общей модели с ESG-оценкой в качестве независимой переменной устойчивого развития и TSR – в качестве зависимой переменной. Знаки при коэффициентах полностью соответствуют нашим ожиданиям, заключавшимся в том, что все контрольные переменные имеют статистически значимые положительные коэффициенты. Таким образом, ESG-оценки оказывают положительное влияние на рыночные результаты компании. В связи с этим увеличение ESG на 1 пункт влечет за собой увеличение TSR на 0.009.

Кроме того, при более глубоком анализе ESG-компонентов коэффициенты экологической и социальной оценки также демонстрируют положительное статистически значимое воздействие (См. Таблицу 3). Однако часть ESG, относящаяся к корпоративному управлению, не имеет статистически значимого коэффициента (см. Приложение 1).

В связи с этим увеличение экологического компонента на 1 пункт приведет к увеличению TSR на 0.006 (статистически значимо на уровне 5%). Для более качественного изучения данного результата мы также рассматриваем различные категории экологического компонента. Результат свидетельствует о том, что у категории использования ресурсов есть статистически значимый коэффициент, равный 0.005 (статистически значим на уровне 5%) (См. Таблицу 3). Согласно методологии Refinitiv, категория использования ресурсов отражает эффективность деятельности компании и ее способность снизить количество используемого сырья, энергии или воды, а также найти более экологичные решения, усовершенствовав управление цепочкой поставок. Поэтому совершенствование практик использования ресурсов может привести к более высоким рыночным результатам компаний.

Таблица 3. Результаты регрессионной модели для H1b: модель с фиксированными эффектами с робастными стандартными ошибками

Модель 1b: ESG в качестве независимой переменной	Зависимая переменная: TSR	Модель 1b: E-компонент в качестве независимой переменной	Зависимая переменная: TSR	Модель 1b: Использование ресурсов в качестве независимой переменной	Зависимая переменная: TSR
ESG	0.009*** (0.003)	E-компонент	0.006** (0.002)	Использование ресурсов	0.005** (0.002)
Рост рентабельности по EBIT	0.010* (0.008)	Рост рентабельности по EBIT	0.010* (0.008)	Рост рентабельности по EBIT	0.010 (0.004)
Рост отношения EV к выручке	0.277*** (0.086)	Рост отношения EV к выручке	0.278*** (0.086)	Рост отношения EV к выручке	0.226*** (0.086)
Доход от свободного денежного потока	-0.0001 (0.001)	Доход от свободного денежного потока	-0.0001 (0.001)	Доход от свободного денежного потока	-0.0001 0.001
Наблюдения	1128	Наблюдения	1 128	Наблюдения	1 128
R2	0.079	R2	0.075	R2	0.078
F-статистика	14.908*** (df = 4; 699)	F-статистика	14.244*** (df = 4; 699)	F-статистика	14.915*** (df = 4; 702)
Примечание: *p<0.1**p<0.05***p<0.01		Примечание: *p<0.1**p<0.05***p<0.01		Примечание: *p<0.1**p<0.05***p<0.01	

Примечание: сгенерировано RStudio (Stargazer).

Источник: составлено авторами.

Помимо этого, у социального компонента есть положительный статистически значимый коэффициент по TSR, равный 0.011 (статистически значим на уровне 1%) (Таблица 4). Поэтому рост социального компонента на 1 пункт приведет к увеличению TSR на 0.011. Кроме того, регрессия по категориям социального компонента показывает, что все категории оказывают положительное и статистически значимое воздействие на TSR. Таким образом, все категории социального компонента, включая трудовые ресурсы, права человека, сообщество и ответственность за продукцию, важны для повышения рыночных результатов. Однако компонент корпоративного управления и его категории не оказывают статистически значимого влияния на TSR. Следовательно, мы не отклоняем вторую часть первой гипотезы для ESG-оценок, экологического и социального компонента. Положительное воздействие ESG-оценок на TSR в странах БРИКС может быть вызвано приведенными ниже причинами.

В первую очередь, согласно теории заинтересованных сторон, компании с более высокими ESG-оценками обычно имеют более тесные связи с клиентами, сотрудниками и органами власти. Причиной является то, что компании, ори-

ентированные на более ответственные экологические и социальные процессы, наряду с прозрачным корпоративным управлением, обладают лучшей социальной репутацией и завоевывают дополнительное доверие стейкхолдеров. Хорошие отношения со стейкхолдерами могут повысить лояльность клиентов, удовлетворенность сотрудников и их производительность, а также способствовать возникновению поддерживающего нормативно-правового регулирования, что в конечном итоге положительно скажется на финансовых результатах компании и TSR. Кроме того, существует растущая тенденция по поиску инвесторами возможностей экологически ответственного инвестирования, которое соответствует их ценностям и способствует положительному экологическому и социальному влиянию. Компании с высокими ESG-оценками часто воспринимаются как располагающие большими возможностями для решения возникающих социальных проблем, адаптации к изменениям в нормативном регулировании и соответствия ожиданиям стейкхолдеров. Такое восприятие привлекает социально ответственных инвесторов, что ведет к повышенному спросу на акции компаний и потенциально стимулирует рост стоимости акций, соответственно, и рост TSR.

Таблица 4. Результаты регрессионной модели для H1b: модель с фиксированными эффектами с робастными стандартными ошибками

Модель 1b: S-компонент в качестве независимой переменной	
	Зависимая переменная TSR
S-компонент	0.011*** (0.003)
Рост рентабельности по ЕБИТ	0.009* (0.004)
Рост отношения EV к выручке	0.264*** (0.040)
Доход от свободного денежного потока	-0.0001 (0.001)
Наблюдения	1128
R2	0.086
F-статистика	16.508*** (df=4; 699)
Примечание: *p<0.1**p<0.05***p<0.01	

Примечание: сгенерировано RStudio (Stargazer).

Источник: составлено авторами.

Во-вторых, компании с высокими ESG-результатами имеют тенденцию следовать бизнес-практикам, ориентированным на устойчивое развитие, которые учитывают экологические факторы наряду с финансовыми вопросами. Эти практики могут снизить риски и улучшить репутацию, в конечном итоге способствуя долгосрочному созданию стоимости. Что касается снижения риска, компании в странах БРИКС, ориентированные на ESG, с большей вероятностью будут соблюдать экологические и социальные нормы. Путем эффективного управления рисками, связанными с воздействием на окружающую среду, социальными спорами и проблемами корпоративного управления, компании могут избежать затратных юридических штрафов, репутационных потерь и прерывания производственного процесса. Данный упреждающий подход к управлению рисками обеспечивает повышение TSR.

И последний важный момент касается того, что поскольку выборка исследования состояла из развивающихся компаний, важно отметить инвестиционные возможности. У компаний из стран БРИКС с высокими ESG-оценками может быть более легкий доступ к капиталу и более низкие проценты по займам. Инвесторы, сознательные в области ESG, включая социально ответственные инвестиционные фонды и институциональных инвесторов, все больше интересуются компаниями с высокими ESG-результатами. Облегченный доступ к капиталу и растущие инвестиционные возможности могут предоставить компаниям ресурсы, необходимые для стимулирования роста, инноваций и расширения на рынке, что ведет к повышению TSR.

Результаты по экономическим показателям

В Таблице 5 приведены результаты модели с ESG-оценкой в качестве независимой переменной устойчивого развития и спреда EVA – в качестве зависимой переменной. Учитывая воздействие ESG на спред EVA, отрицательный коэффициент ESG статистически значим и равен $-0,008$ (статистически значим на уровне 10%). В связи с этим увеличение ESG на 1 пункт влечет за собой снижение спреда EVA на 0.008.

Кроме того, при более глубоком анализе ESG-компонентов коэффициенты экологического компонента, компонента корпоративной ответственности и их категорий также демонстрируют отсутствие статистически значимого воздействия. Тем не менее у социальной части ESG коэффициент статистически значим и равен $-0,007$ (статистически значим на уровне 10%) (См. Таблицу 5). Это означает, что при увеличении социального компонента на 1 спред EVA снизится на 0.007. Для более качественного изучения данного результата мы также выясняем, какая категория социального компонента играет ключевую роль в данном воздействии. Результат свидетельствует о том, что у категории трудовых ресурсов есть отрицательный статистически значимый коэффициент, равный 0.007 (статистически значим на уровне 1%) (См. Таблицу 5). Согласно методологии Refinitiv, категория трудовых ресурсов отражает эффективность деятельности компании в области повышения удовлетворенности работой, обеспечения защиты здоровья и безопасности на рабочем месте, разнообразия в организации и равных возможностей, а также создания условий роста для трудовых ресурсов. Таким образом, мы не отклоняем последнюю часть первой гипотезы для ESG-оценки и социального компонента. Отрицательное влияние ESG-оценки на EVA в странах БРИКС можно объяснить действием нескольких факторов, характерных для этих экономик.

Компании стран БРИКС все еще находятся на ранних этапах процесса полного внедрения ESG-практик в свои стратегии и деятельность. Неполная осведомленность, низкий спрос со стороны инвесторов на инвестиции, ориентированные на ESG, или нехватка ресурсов для осуществления ESG-инициатив могут ослабить взаимосвязь между ESG-оценкой и EVA. Первоначальные инвестиции и корректировки, необходимые для приведения в соответствие со стандартами ESG, могут временно повлиять на прибыльность и препятствовать росту EVA. Однако в долгосрочной перспективе данные действия могут способствовать повышению устойчивости и созданию стоимости.

Таблица 5. Результаты регрессионной модели для H1c: модель с фиксированными эффектами с робастными стандартными ошибками

Модель 1с: ESG в качестве независимой переменной	Зависимая переменная:	Модель 1с: S-компонент в качестве независимой переменной	Зависимая переменная:	Модель 1с: Трудовые ресурсы в качестве независимой переменной	Зависимая переменная:
	Спред EVA		Спред EVA		Спред EVA
ESG	-0.008* (0.005)	S-компонент	-0.007* (0.004)	Трудовые ресурсы	-0.007*** (0.003)
Ln (Продажи)	2.501*** (0.468)	Ln (Продажи)	2.493*** (0.465)	Ln (Продажи)	2.518*** (0.455)
Обязательства к активам	-1.224*** (0.452)	Обязательства к активам	-1.246*** (0.455)	Обязательства к активам	-1.244*** (0.466)
Капитальные затраты к активам	3.180** (1.681)	Капитальные затраты к активам	3.300** (1.697)	Капитальные затраты к активам	3.418** (1.694)
Наблюдения	1 266	Наблюдения	1 266	Наблюдения	1 272
R2	0.078	R2	0.079	R2	0.084
F-статистика	21.271*** (df = 4; 1001)	F-статистика	21.355*** (df = 4; 1001)	F-статистика	23.114*** (df = 4; 1007)
Примечание: *p<0.1**p<0.05***p<0.01.		Примечание: *p<0.1**p<0.05***p<0.01.		Примечание: *p<0.1**p<0.05***p<0.01.	

Примечание: сгенерировано RStudio (Stargazer).

Источник: составлено авторами.

Для более подробного описания необходимо отметить, что компании, работающие на развивающихся рынках, таких как БРИКС, и активно инвестирующие в устойчивое развитие, осуществляют значительные расходы, связанные с экологическими инициативами и соблюдением стандартов. Эти расходы, включающие затраты на улучшение условий труда, совершенствование корпоративного управления и внедрение новых технологий, отрицательно влияют на прибыльность компании и, соответственно, на EVA.

Кроме того, как отмечалось ранее, страны БРИКС сталкиваются с дополнительными трудностями при внедрении практик устойчивого развития. Это может быть связано с ограниченным доступом к информационным технологиям, недостаточной осведомленностью общества об устойчивом развитии, а также с неэффективным использованием ресурсов. Эти факторы также влияют на операционные расходы компаний и отрицательно влияют на экономическую стоимость.

Наконец, из-за широко распространенного восприятия EVA с точки зрения инвестора важно отметить, что в рыночной среде стран БРИКС присутствует волатильность, политическая неопределенность и дополнительные риски. Неопределенность рынка влияет на поведение инвесторов и их способы принятия решений. Инвесторы могут обращать внимание на другие факторы, таким образом не уделяя должного внимания долгосрочным финансовым преимуществам от внедрения ESG-практик. Это препятствует росту EVA, несмотря на усилия компаний по улучшению ESG-показателей.

Вывод и рекомендации

Обсуждение результатов

Повестка устойчивого развития активно внедряется в деловую сферу стран БРИКС. За последние годы в этом направлении был достигнут определенный прогресс, однако

для преодоления существующих трудностей и совершенствования практик устойчивого развития необходимы дополнительные усилия.

Для улучшения внедрения ESG-практик в странах БРИКС необходимо усилить нормативно-правовую базу, особенно в отношении прозрачности раскрытия информации и введения обязательных стандартов отчетности по устойчивому развитию. Другим важным аспектом является необходимость уделять дополнительное внимание социальным аспектам устойчивого развития с точки зрения прав человека, трудовых ресурсов и общества в целом. Для достижения успеха необходимо поощрять международное сотрудничество, а также обмен знаниями и практиками в области ESG-опыта.

Несмотря на то что высокие ESG-оценки компаний из стран БРИКС могут отрицательно влиять на показатели прибыльности, в частности на ROA, эта взаимосвязь может быть разной в зависимости от отраслевых и географических факторов. По мере роста приверженности компаний устойчивому развитию, регулирование требований к отчетности будет ужесточаться, а отношение к устойчивому развитию изменится. Таким образом, мы полагаем, что в долгосрочной перспективе отрицательное влияние ESG-показателей на ROA, вероятно, снизится, и между этими показателями появится более положительная взаимосвязь.

Подобное предположение можно сделать и для EVA. По мере того, как практики устойчивого развития набирают темп и развивается нормативная база, компании, эффективно решающие вопросы устойчивого развития, могут со временем повысить свою экономическую стоимость. Снижение рисков путем внедрения практик устойчивого развития способствует созданию устойчивой стоимости в долгосрочной перспективе.

Внедрение ESG-повестки в бизнес-процессы компаний оказывает положительное влияние на рыночную стоимость компании и повышает доходность акционеров, в частности, показатель TSR. Отраслевые и страновые факторы могут влиять на состояние рынка и, следовательно, на степень положительной взаимосвязи между ESG-эффективностью и финансовыми результатами. Тем не менее несмотря ни на что на данный момент повестку устойчивого развития все больше признают как один из стимулов обеспечения стабильности и гарантии высоких финансовых результатов

Значение исследования

Настоящая работа несет важную информацию для инвесторов. Результатом исследования стало понимание, каким образом ESG-оценка эффективности работы компании может повлиять на рыночную стоимость акций, которая, в свою очередь, может повлиять на инвестиционные стратегии. Данная информация также может заинтересовать регуляторов, позволяя им принимать более обоснованные решения в области инвестирования в устойчивое развитие. Помимо этого, данное исследование может быть полезным для руководителей компаний и может помочь им принимать более эффективную ESG-политику и инициативы. Признавая наличие у практик устойчивого развития потенциала к увеличению рыночной стоимости, компании могут уделять больше внимания внедрению ESG-повестки в свои бизнес-стратегии. Как следствие, они могут повысить свои финансовые результаты и способствовать достижению более всеобъемлющих целей в области устойчивого развития. Настоящее исследование вносит существенный вклад в имеющуюся литературу, выводя область анализа за преде-

лы традиционных бухгалтерских финансовых показателей. Данная работа подчеркивает важность изучения влияния устойчивого развития на финансовые показатели, рассматривая более одного финансового показателя, поскольку это позволяет увидеть результаты с различных точек зрения и оценить разное влияние.

Данная работа расширяет рамки исследования, добавив новую прокси финансовых результатов – совокупный доход акционеров. Результаты данной работы могут служить руководством для инвесторов, стремящихся привести свои портфели в соответствие с устойчивыми ценностями, предоставляя им возможность принимать обоснованные решения. Кроме того, исследование способствует принятию обоснованных решений компаниями при их попытках создать долгосрочную стоимость, подчеркивая важность внедрения ESG-практик в свои стратегии. Наконец, исследование вносит вклад в развитие устойчивого инвестирования, подчеркивая важность ESG-эффективности и ее влияния на финансовые результаты. Таким образом, в будущих исследованиях полезно изучить влияние TSR на финансовые показатели более обширной выборки компаний.

Кроме того, в то время как предыдущие работы в основном уделяли внимание компаниям, ведущим деятельность на развитых рынках, наше исследование особо сосредоточено на компаниях, работающих на развивающихся рынках, таким образом обеспечивая глубинное понимание определенного контекста и проясняя динамику финансовых показателей в этих странах. Рассматривая более широкий спектр финансовых показателей и изучая условия развивающихся рынков, данное исследование углубляет понимание взаимосвязи между финансовыми показателями и предпринимательской средой. Результаты исследования подчеркивают важность изучения влияния географии на взаимосвязь между ESG и финансовыми результатами. Даже в рамках одной группы стран у каждой страны свой уровень внедрения и применения практик устойчивого развития. Несмотря на существование общих основ каждая страна по-разному адаптирует повестку устойчивого развития и выделяет важные для себя аспекты.

Ограничения и будущие исследования

Важно признать ограничения, вызванные выбранной структурой настоящего исследования. Во-первых, набор данных, применяемый в данном исследовании, ограничен компаниями, зарегистрированными на биржах в странах БРИКС в определенный момент времени. Временной период анализа также ограничен данными, доступными на момент проведения исследования.

Тем не менее нехватка существующих исследований по данной теме указывает на потенциальные возможности для будущих исследований. В будущих исследованиях необходимо рассмотреть более широкую выборку стран с развивающейся экономикой на более длительном временном горизонте. Важно сравнить также различные статистические методы анализа данных, дополнить и подтвердить выводы, полученные с помощью данного метода.

Вопрос доступности и качества ESG-данных может создавать проблемы для стран БРИКС, влияя на точность и сопоставимость ESG-оценок. Несогласованные стандарты отчетности, пробелы в данных и ограниченная практика раскрытия информации могут препятствовать достовер-

ной оценке ESG-эффективности компании. А это затруднит точную оценку взаимосвязи между ESG-оценкой и финансовыми показателями.

Другим ограничением измерения ESG-оценки являются разные методологии, применяемые различными рейтинговыми агентствами. Если ESG-оценки неточно отражают реальную ESG-эффективность компании или не учитывают характерные для конкретной отрасли нюансы, результаты могут оказаться недостоверными.

Учитывая описанные ограничения, в будущих исследованиях необходимо рассмотреть возможность проверки аналогичных гипотез с применением альтернативных баз данных, таких как MSCI или Bloomberg. Сравнительный анализ основных различий между разными ESG-оценками может дать ценное представление о различиях в рейтингах и их воздействии на стоимость компании. Понимание этих различий поможет провести перекрестную проверку и повысит доверие стейкхолдеров к ESG-рейтингам.

Кроме того, дальнейшее изучение расходов на внедрение ESG позволит компаниям лучше понять потенциальное увеличение стоимости. Изучение финансовых последствий и потребностей в ресурсах, связанных с внедрением ESG-практик, поможет компаниям принимать обоснованные решения по распределению ресурсов и ожидаемой отдаче от своей деятельности в области устойчивого развития. Данное исследование внесет вклад в обоснование необходимости принятия ESG и обеспечит глубокое понимание экономических аспектов деловой практики, основанной на принципах устойчивого развития.

Вывод исследования

В предыдущих источниках литературы, посвященной стимулированию больших достижений в компаниях, внимание в основном уделялось развитым экономикам. При этом они упускали из виду важность развивающихся рынков, несмотря на их значительную представленность в глобальной картине бизнеса. Недостаток внимания к ESG-эффективности на развивающихся рынках можно частично объяснить недостатком достоверных данных до относительно недавнего времени.

На основе анализа данных по 257 компаниям, торгующимся на биржах стран БРИКС, и при помощи 14 отдельных показателей ESG-эффективности, включая общую ESG-оценку, оценки отдельно по ESG-компонентам и их соответствующим категориям, целью нашего исследования была проверка гипотезы о том, что ESG-эффективность оказывает как отрицательное влияние на финансовые результаты компаний из стран БРИКС (измеренные по бухгалтерским метрикам, таким как ROA), так и положительное влияние на экономические и рыночные показатели финансовых результатов.

Полученные результаты указывают на то, что практики устойчивого развития оказывают отрицательное воздействие на показатели бухгалтерских и экономических результатов. Такая отрицательная взаимосвязь свидетельствует о том, что компании с высокой ESG-эффективностью имеют тенденцию к более низкой прибыльности. Эти результаты соответствуют существующим исследованиям, посвященным корпоративной экологической легитимности компаний из стран БРИКС, притом, что эти компании инвестируют в ESG-практики для поддержания своей репутации и обеспечения соответствия необходимым стандартам.

Кроме того, исследование обнаружило положительное воздействие практик устойчивого развития на рыночные результаты деятельности компаний. Положительная корреляция говорит о том, что у компаний с более высокими ESG-оценками существует тенденция к более высоким ценам на акции и большему благосостоянию акционеров. Эти результаты согласуются с принципами теории заинтересованных сторон, которые утверждают, что компании, ведущие деятельность в странах БРИКС, придерживаются практик устойчивого развития, чтобы удовлетворить потребности своих стейкхолдеров и завоевать доверие.

Продемонстрировав благоприятную взаимосвязь между практиками устойчивого развития и рыночными результатами деятельности, настоящее исследование подчеркивает важность учета ESG-повестки как одного из ключевых стимулов успеха на рынке. Оно предоставляет эмпирические доказательства, что компании, отдающие предпочтение инициативам устойчивого развития, с большей вероятностью получают положительные результаты в области результативности на фондовом рынке и ценности для акционеров. Данное ценное наблюдение помогает понять более всеобъемлющие последствия практик устойчивого развития, подчеркивая соответствие интересам стейкхолдеров и потенциальное создание долгосрочной стоимости компаниями, работающими в странах БРИКС.

В целом настоящее исследование помогает понять ESG-эффективность на развивающихся рынках, раскрывая суть потенциальных плюсов и минусов между практиками устойчивого развития и финансовыми результатами. Оно подчеркивает важность учета особенностей отраслевых и страновых факторов при изучении связи между эффективностью в области устойчивого развития и финансовыми результатами, что является ценным вкладом в литературу по данной теме.

Список литературы

1. Alkaraan, F., Albitar, K., Hussainey, K., & Venkatesh, V. G. (2022). Corporate transformation toward Industry 4.0 and financial performance: The influence of environmental, social, and governance (ESG). *Technological Forecasting and Social Change*, 175(March 2021), 121423. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121423>
2. Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
3. Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
4. Khan, M. A. (2022). ESG disclosure and Firm performance: A bibliometric and meta analysis. *Research in International Business and Finance*, 61(April), 101668. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101668>
5. Boston Consulting Group. (2000). *New Perspectives on Value Creation : A Study of the World's Top Performers*. <https://media-publications.bcg.com/pdf/>

- VCR/2000-VCR-New-Perspectives-on-Value-Creation.pdf
6. Lee, M. T., & Suh, I. (2022). Understanding the effects of Environment, Social, and Governance conduct on financial performance: Arguments for a process and integrated modelling approach. *Sustainable Technology and Entrepreneurship*, 1(1), 100004. <https://doi.org/10.1016/j.stae.2022.100004>
 7. Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572–597. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.11.001>
 8. Henisz, W., Koller, T., & Nuttall, R. (2019). Five ways that ESG creates value. *McKinsey Quarterly*, November, 1–12.
 9. Hedqvist, L., Larsson, A., Hansen, F., & Duras, T. (2020). ESG or Financial Performance – Does It Have to Be a Choice? May.
 10. Deloitte. (2023). Quantifying ESG How ESG implementation impacts key valuation metrics (Issue January). https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/be/Documents/mergers-acquisitions/be_quantifying_esg_report_en_.pdf
 11. Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness. *Management Science*, 59(5), 1045–1061. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1630>
 12. Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
 13. Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science*, 65(10), 4451–4469. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>
 14. Agoraki, M. E. K., Giaka, M., Konstantios, D., & Patsika, V. (2023). Firms' sustainability, financial performance, and regulatory dynamics: Evidence from European firms. *Journal of International Money and Finance*, 131, 102785. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102785>
 15. Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66(June 2020), 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
 16. Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015-2020. NYU | STERN Report, 520–536. https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021_Rev_0.pdf
 17. Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
 18. Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52, 400–407. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.09.019>
 19. Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
 20. Preston, L., & O'Bannon, D. P. (1997). The Corporate Social-Financial Performance Relationship. *Business and Society*, 36(4), 419–429.
 21. Rahdari, A. H. (2016). Developing a fuzzy corporate performance rating system: A petrochemical industry case study. *Journal of Cleaner Production*, 131, 421–434. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.05.007>
 22. Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2018). The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential. *Sustainability (Switzerland)*, 10(2). <https://doi.org/10.3390/su10020494>
 23. Haninun, H., Lindrianasari, L., & Denziana, A. (2018). The effect of environmental performance and disclosure on financial performance. *International Journal of Trade and Global Markets*, 11(1–2), 138–148. <https://doi.org/10.1504/IJTG.2018.092471>
 24. Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., Zhou, Y., & Kang, J. (2018). ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China's listed power generation companies. *Sustainability (Switzerland)*, 10(8), 1–18. <https://doi.org/10.3390/su10082607>
 25. Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2019). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multinationals: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315–334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
 26. Pulino, S. C., Ciaburri, M., Magnanelli, B. S., & Nasta, L. (2022). Does ESG Disclosure Influence Firm Performance? *Sustainability (Switzerland)*, 14(13), 1–18. <https://doi.org/10.3390/su14137595>
 27. Kim, S., & Li, Z. (2021). Understanding the impact of esg practices in corporate finance. *Sustainability (Switzerland)*, 13(7). <https://doi.org/10.3390/su13073746>
 28. Malarvizhi, P., & Matta, R. (2016). “Link between Corporate Environmental Disclosure and Firm Performance”-Perception or Reality? Review of Integrative Business and Economics Research, 5(3), 1–34. <http://www.latimes.com/world/europe/la-fg-climate-change-talks-paris-updates-htmlstory.html>
 29. Lee, D. D., Faff, R. W., & Langfield-Smith, K. (2009). Revisiting the Vexing Question: Does Superior Corporate Social Performance Lead to Improved Financial Per-

- formance? *Australian Journal of Management*, 34(1), 21–49. <https://doi.org/10.1177/031289620903400103>
30. 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: An International Journal*, 29(2), 182–194. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
31. Sharma, D., Bhattacharya, S., & Thukral, S. (2019). Resource-based view on corporate sustainable financial reporting and firm performance: Evidences from emerging Indian economy. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 13(4), 323–344. <https://doi.org/10.1504/IJBGE.2019.099565>
32. Petravičius, T., & Tamošiuniene, R. (2008). Corporate performance and the measures of value added. *Transport*, 23(3), 194–201. <https://doi.org/10.3846/1648-4142.2008.23.194-201>
33. Wallace, J. S. (1997). Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what you pay for? *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 275–300. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00009-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00009-3)
34. Fernandez, P. (2003). Three residual income valuation methods and discounted cash flow valuation (Vol. 31, Issue 2). <https://doi.org/10.53841/bpspr.2016.31.2.33>
35. Huang, J., Li, G., & Li, Z. (2022). Research on the Correlation between ESG Performance and Economic Value Added. *Forest Chemicals Review*, 1501, 1501–1514. <http://www.forestchemicalsreview.com/index.php/JFCR/article/view/1019%0Ahttp://www.forestchemicalsreview.com/index.php/JFCR/article/download/1019/957>
36. Crisóstomo, V. L., De Souza Freire, F., & De Vasconcellos, F. C. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295–309. <https://doi.org/10.1108/17471111111141549>
37. Landi, G., & Sciarelli, M. (2019). Towards a more ethical market: the impact of ESG rating on corporate financial performance. *Social Responsibility Journal*, 15(1), 11–27. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0254>
38. Shabbir, M. S., Aslam, E., Irshad, A., Bilal, K., Aziz, S., 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*, 27(31), 39164–39179. <https://doi.org/10.1007/s11356-020-09972-x>
39. McWilliams, A., Siegel, D. S., & Wright, P. M. (2006). Corporate social responsibility: Strategic implications. *Journal of Management Studies*, 43(1), 1–18. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2006.00580.x>
40. Naeem, N., Cankaya, S., & Bildik, R. (2022). Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. *Borsa Istanbul Review*, 22, S128–S140. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.014>
41. Ting, I. W. K., Azizan, N. A., Bhaskaran, R. K., & Sukumaran, S. K. (2020). Corporate social performance and firm performance: Comparative study among developed and emerging market firms. *Sustainability (Switzerland)*, 12(1). <https://doi.org/10.3390/SU12010026>
42. Refinitiv. (2022). Environmental, social, and governance scores from Refinitiv. Refinitiv. https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf
43. Gonçalves, T. C., Louro, D., & Barros, V. (2023). Can Corporate Sustainability Drive Economic Value Added? Evidence from Larger European Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(4). <https://doi.org/10.3390/jrfm16040215>
44. Umar, M., Mirza, N., Rizvi, S. K. A., & Naqvi, B. (2022). ESG scores and target price accuracy: Evidence from sell-side recommendations in BRICS. *International Review of Financial Analysis*, 84(October), 102389. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102389>
45. Gholami, A., Sands, J., & Rahman, H. U. (2022). Environmental, Social and Governance Disclosure and Value Generation: Is the Financial Industry Different? *Sustainability (Switzerland)*, 14(5). <https://doi.org/10.3390/su14052647>
46. Saini, N., Antil, A., Gunasekaran, A., Malik, K., & Bala-kumar, S. (2022). Environment-Social-Governance Disclosures nexus between Financial Performance: A Sustainable Value Chain Approach. *Resources, Conservation and Recycling*, 186(July), 106571. <https://doi.org/10.1016/j.resconrec.2022.106571>
47. Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance — A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148–160. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.001>
48. Boston Consulting Group. (2004). The next frontier. In *The value creators report*. <https://doi.org/10.7748/ldp2011.12.14.10.11.p7144>

Приложение 1

Результаты регрессионной модели для H1b: модель с фиксированными эффектами с робастными стандартными ошибками

Model 1b: Трудовые ресурсы в качестве независимой переменной	
	Зависимая переменная:
	TSR
Трудовые ресурсы	0.004* (0.002)
Рост рентабельности по ЕБИТ	0.010** (0.004)
Рост отношения EV к выручке	0.266*** (0.040)
Доход от свободного денежного потока	-0.0001 (0.001)
Наблюдения	1128
R2	0.073
F-статистика	13.760*** (df = 4; 702)
Примечание:	*p<0.1**p<0.05***p<0.01

Model 1b: Права человека в качестве независимой переменной	
	Зависимая переменная:
	TSR
Права человека	0.005*** (0.002)
Рост рентабельности по ЕБИТ	0.010*** (0.008)
Рост отношения EV к выручке	0.268*** (0.085)
Доход от свободного денежного потока	-0.0001 (0.001)
Наблюдения	1128
R2	0.079
F-статистика	15.009*** (df = 4; 702)
Примечание:	p<0.1**p<0.05***p<0.01

Model 1b: Сообщество в качестве независимой переменной	
	Зависимая переменная:
	TSR
Сообщество	0.005** (0.002)
Рост рентабельности по ЕБИТ	0.010* (0.008)
Рост отношения EV к выручке	0.263*** (0.086)
Доход от свободного денежного потока	-0.0002 (0.001)
Наблюдения	1128
R2	0.076
F-статистика	14.338*** (df = 4; 702)
Примечание:	*p<0.1**p<0.05***p<0.01

Model 1b: Ответственность за продукцию в качестве независимой переменной	
	Зависимая переменная:
	TSR
Ответственность за продукцию	0.005*** (0.002)
Рост рентабельности по ЕБИТ	0.009 (0.008)
Рост отношения EV к выручке	0.258*** (0.086)
Доход от свободного денежного потока	-0.0002 (0.0005)
Наблюдения	1128
R2	0.078
F-статистика	14.794*** (df = 4; 702)
Примечание:	*p<0.1**p<0.05***p<0.01

Примечание: сгенерировано RStudio (Stargazer).

Источник: составлено авторами.

Вклад авторов: в настоящую статью авторы внесли равный вклад.

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 14.10.2023; одобрена после рецензирования 15.11.2023; принята для публикации 05.12.2023.