

Существуют ли различия в операционной эффективности компаний развивающихся стран с ESG-рейтингом и без него?

Елена Вячеславовна Рябова,
Владимир Валерьевич Россохин

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Нижний Новгород, Россия

Проблемы социально ответственного поведения компаний становятся все более актуальными на современном этапе. При этом предпринимаемые фирмами действия в рамках социально ответственного поведения чаще всего выходят из поля вменяемых действующим законодательством процедур, требуют дополнительных затрат и финансирования. Положительные эффекты неочевидны, в том числе и в долгосрочной перспективе, что заставляет менеджмент компании особенно в развивающихся странах отказываться от внедрения социально-экологических мероприятий. Неоднозначность потенциальных экономических эффектов предопределила постановку вопроса об оценке схожести или отличия операционной эффективности и финансовой зависимости компаний с внедренной социальной ответственностью в модель бизнеса и без нее. Социально-экологическая ответственность компаний в данном исследовании оценивается с помощью ESG-рейтинга. Для дальнейшего исследования были сформированы выборки в разрезе стран и отраслей с группировкой по компаниям, имеющим ESG-рейтинг и без такового.

Эмпирический анализ был основан на статистических критериях различия. Выдвинутые гипотезы тестировались с помощью t-теста. Исследование основано на данных компаний за 2018, 2019, 2020 гг. стран: Бразилии, России, Индии, Китая, Южной Африки, Турции, Индонезии и Мексики, относящихся к развивающимся рынкам капитала. Для отраслевого разреза использовались укрупненные группы (секторы экономики), согласно классификации Thomson Reuters Eikon.

Исследование выявило в большинстве случаев значимое превышение значения финансового левериджа у компаний с ESG-рейтингом относительно компаний без него. Среднее значение рентабельности активов у предприятий с ненулевым ESG-рейтингом во всех секторах значимо выше рентабельности без такового. Таким образом, доказано, что внедрение социально ответственного поведения в финансовую политику фирмы экономически оправдано, несмотря на увеличение финансового левериджа. Результаты устойчивы на всем рассматриваемом интервале, пандемия не оказала влияния на изменение результатов.

Ключевые слова: корпоративная социальная ответственность, операционная эффективность, финансовые показатели, ESG-рейтинг, устойчивое развитие, структура капитала.

JEL: M14, Q01, G32.

doi: <https://doi.org/10.34023/2313-6383-2023-30-5-83-97>.

Для цитирования: Рябова Е.В., Россохин В.В. Существуют ли различия в операционной эффективности компаний развивающихся стран с ESG-рейтингом и без него? Вопросы статистики. 2023;30(5):83–97.

Are There Differences in the Operational Efficiency of Emerging Market Companies with and Without ESG Rating?

Elena V. Ryabova,
Vladimir V. Rossokhin

National Research University Higher School of Economics (HSE University), Nizhny Novgorod, Russia

The issue of socially responsible behavior of companies is becoming more and more relevant at the present stage. At the same time, the actions undertaken by firms in the framework of socially responsible behavior most often go beyond the procedures set by the current legislation and require additional costs and funding. Positive effects are not obvious, including in the long term, which makes the company's management, especially in developing countries, refuse to implement social and environmental measures. The ambiguity of potential economic effects made it possible to formulate a research question related to assessing the similarity/difference in operational efficiency and financial dependence of companies with and without social responsibility embedded in the business model. The social and environmental responsibility of companies in this study is assessed using the ESG rating. For further research, samples were formed by countries and industries grouped by companies with and without an ESG rating.

The empirical analysis was based on statistical tests of difference. The put forward hypotheses were tested using the t-test. The study is based on company data for 2018, 2019, and 2020 in countries of Brazil, Russia, India, China, South Africa, Turkey, Indonesia and Mexico, related to emerging capital markets. For the sectoral cross-section, were used aggregated groups (economic sectors) according to the Thomson Reuters Eikon classification.

The study revealed, in most cases, a significant excess of the value of financial leverage in companies with an ESG rating over companies without it. The average return on assets of enterprises with a non-zero ESG rating in all sectors is significantly higher than the return

on assets without it. Thus, it is proved that implementing socially responsible behavior into a company's financial policy is economically viable, despite the increase in financial leverage. The results are stable over the entire considered interval; the pandemic did not affect the change in the results.

Keywords: corporate social responsibility (CSR), operational efficiency, financial performance, ESG rating, sustainable development, capital structure.

JEL: M14, Q01, G32.

doi: <https://doi.org/10.34023/2313-6383-2023-30-5-83-97>.

For citation: Ryabova E.V., Rossokhin V.V. Are There Differences in the Operational Efficiency of Emerging Market Companies with and Without ESG Rating? *Voprosy Statistiki*. 2023;30(5):83–97. (In Russ.)

Актуальность

Еще в 1972 г. на конференции ООН был представлен доклад «Пределы роста», который считается основой (или отправной точкой) для формирования концепции устойчивого развития на международном уровне. В дальнейшем эти вопросы все чаще стали появляться на «повестке дня», начали зарождаться и развиваться международное и национальное законодательства стран — участниц ООН в области устойчивого развития, нефинансовой отчетности. В качестве одного из участников глобального международного процесса по переходу к устойчивому развитию выделяют компании, которые должны нести ответственность перед настоящим и будущими поколениями. В этой связи вопросы корпоративной социальной ответственности (далее КСО) бизнеса в последнее время все больше привлекают внимание как бизнес-сообщество, так и ученых [1–4]. Менеджеры и собственники компании стараются понять значимость и важность внедрения концепции устойчивого развития в бизнес-процессы и культуру поведения компании. Ученые стараются определить сущность, сходство и различия в используемой терминологии КСО/ESG (E — ответственное отношение к окружающей среде, *environment*; S — социальная ответственность, *social*; G — качество корпоративного управления, *governance*), особенности имплементации понятий, подходов и метрик в международной и национальной практиках, методик оценки интегральных рейтингов и ренкингов, показателей и т. д.

В 1991 г. Кэрролл представил «Пирамиду корпоративной социальной ответственности», выделяя экономическую, правовую, этическую и филантропическую ответственности бизнеса [5]. В 1997 г. была предложена концепция триединства на уровне компании «Triple Bottom Line» — «Profit, People, Planet» [6]. В настоящее время уже существует достаточно большое количество работ

и подходов, определяющих набор факторов, входящих в методику оценки международных и национальных рейтингов (ренкингов) устойчивого развития на уровне компаний.

Так, Джиллан и другие также представили анализ терминологии КСО/ESG и ее эволюцию. В результате авторы пришли к выводу, что ESG — более обширный термин, нежели КСО. В обоснование своих выводов авторы ссылаются на то, что в корпоративной социальной ответственности вопросы управления включены косвенно, а в ESG — в явном виде [7]. Несмотря на то, что авторы данного исследования поддерживают такую точку зрения, в приведенном исследовании эти метрики будут рассматриваться в качестве синонимов. Кроме изучения понятийного аппарата все больше стало уделяться внимания оценке взаимосвязи между КСО/ESG и эффективностью деятельности компании и наоборот.

С одной стороны, инвестиции в различные социально-экологические мероприятия сокращают текущие финансовые возможности компании. С другой — формируют лояльные отношения с разными группами стейкхолдеров, что обеспечивает конкурентные преимущества, экономические выгоды и улучшение финансовых показателей в будущем [8]. Исследованию данных явлений посвящено достаточное количество публикаций, однако представленные в них результаты существенно различаются. Применение разных рейтингов в исследованиях также влияет на результаты. Вместе с тем недостаточно изучена взаимосвязь финансовых показателей компании с КСО/ESG-метриками на развивающихся рынках капитала [9 и 10]. Отчасти это объясняется отсутствием необходимых данных для проведения аналогичных исследований.

Для реализации современных ESG-практик возникает повышенная потребность в финансовых ресурсах, в том числе за счет привлеченных источников финансирования, отмечается тенденция

роста «зеленых» облигаций, что порождает более высокий уровень финансового риска компаний. При этом практически не представлены результаты в области оценки взаимосвязи финансового левериджа и корпоративной ответственности бизнеса, что согласуется с выводами Джиллана, Янга и других [7 и 10]. Из данного обзора также следует, что большое внимание уделяется изучению взаимосвязи социальной ответственности компаний и операционной эффективности на развитых рынках.

Упомянутая выше неоднозначность результатов исследований, недостаточное использование данных развивающихся стран и отсутствие публикаций, посвященных оценке взаимосвязи структуры капитала (соотношение заемного и собственного капиталов) и ESG-рейтинга, обусловили актуальность данной работы.

Изученность вопроса

Дебаты о взаимосвязи КСО с результатами деятельности компании продолжают последние пятьдесят лет. Еще в 1953 г. появилась академическая работа Боуена, посвященная данной доктрине. Автор предложил набор принципов, которые необходимо учитывать при разработке решений и осуществлении действий, так как эти решения (действия) влияют на интересы стейкхолдеров, сотрудников и клиентов, оказывают непосредственное влияние на качество жизни общества в целом. Развитие теории данного вопроса нашло отражение в работе Агудело [11]. С обзором взаимосвязи основополагающих теорий, концепций и подходов управления компанией с социальной ответственностью бизнеса можно ознакомиться в работах Родригеса-Фернандеса, Янга и других [3 и 10].

Кроме того, в работах отмечается разнонаправленное влияние КСО на финансовые результаты деятельности компании. Часть исследователей получили положительную взаимосвязь между КСО и такими показателями, как капитализация, продажи, выручка и прибыль. Например, Вальдес-Хуарес и другие показали, что социальные, экономические и природоохранные мероприятия вносят существенный вклад в достижение финансовой рентабельности компании [12].

Ваддок и Грейвз на данных 469 американских компаний индекса S&P за два года (1990–1991 гг.) обнаружили существенную положительную связь социальной ответственности бизнеса с отдельными показателями финансовой эффективности.

В качестве критериев эффективности выступали валовая рентабельность, рентабельность активов и рентабельность собственного капитала, критерии КСО – Индекс Киндера, Лиденберга, Домини (Kinder, Lydenberg и Domini, KLD), взвешенный на основе экспертных оценок. Таким образом, корпоративная социальная ответственность положительно связана с финансовыми показателями, что подтверждает теорию о наличии свободных ресурсов на внедрение практик КСО [13]. Авторы отмечают, что уместна и обратная взаимосвязь: чем выше финансовые показатели компании, тем больше вероятность реализации концепции корпоративной социальной ответственности. Финансовый леверидж (отношение долга к совокупным активам) не оказался значимым фактором, в то же время находится в обратной зависимости от рейтинга KLD [13]. Схожие результаты, подтвержденные эмпирическим исследованием, отмечены в статье Родригеса-Фернандеса [3]. На примере испанских компаний, зарегистрированных на Мадридской фондовой бирже, он показал наличие двунаправленной связи между КСО и финансовыми показателями фирмы.

Результаты исследования Хиллмана и Кейма подтверждают, что эффективное взаимодействие с заинтересованными сторонами ведет к улучшению отдельных финансовых показателей (MVA, чистой прибыли). Размер компании при этом не оказался значимым. Результат существенно не менялся при тестировании модели на данных с разным временным лагом. При этом мероприятия и инвестиции в социальной сфере, иное участие в решении социальных вопросов негативно связано с созданием акционерной добавленной стоимости (MVA) [8]. То есть компания, удовлетворяющая интересам клиентов, сотрудников, сообществ, является более эффективной по отношению к компаниям-конкурентам, акционеры получают выгоду от реализации такой политики. Согласно иным исследованиям участники рынка включают в оценку акций социальную и экологическую ответственность компании, по крайней мере, в некоторой степени. Так, Гомес-Безарес с соавторами получили, что инвестирование в компании с корпоративной устойчивостью приносит более высокую доходность не только во время роста, но и уменьшает потери акционеров во время кризисов (обвала) фондового рынка. Акции компаний, ориентированных на корпоративную устойчивость, имеют

большую защищенность на финансовом рынке даже в условиях кризиса, что делает их более привлекательными инвестиционными активами, что, в свою очередь, является существенной выгодой для акционеров, приводя к общему росту их благосостояния [14]. Чой с соавторами также обнаружили положительную связь между показателями КСО и стоимостью компании, измеряемой коэффициентом Q-Тобина [15].

Ди Джули и Костовецкий, изучая влияние нефинансовых переменных на корпоративную социальную ответственность по 3000 крупнейших публичных компаний США с 2003 по 2009 г., обнаружили значимую и положительную связь между индексом KLD, размером компании, рентабельностью активов (ROA) и долей дивидендных выплат. Отрицательно связаны с KLD показатели размера долга, соотношение балансовой стоимости к рыночной (Book-to-market). То есть более прибыльные компании, выплачивающие дивиденды и имеющие невысокий долг, характеризуются более высоким значением индекса KLD. При этом доля дивидендов и размер долга не во всех тестируемых моделях значимы на 1%, в отличие от иных финансовых показателей. Денежные потоки и вовсе не объясняют показатели KLD [16].

Ховаев С.Ю., Кожевников А.Д. при выявлении взаимосвязи между уровнем КСО и организационно-финансовыми результатами фирмы выявили лишь слабую корреляцию между темпами роста выручки за пять лет и общим уровнем социальной ответственности. Это свидетельствует о том, что повышение уровня КСО приводит к долгосрочному росту. Или наоборот: организации, имеющие стабильный рост выручки, более склонны повышать свой уровень социальной ответственности. Данное исследование можно отнести к группе работ, не выявившей положительную взаимосвязь между КСО и финансовыми результатами компании. Единственная найденная взаимосвязь (положительная корреляция между уровнем КСО и темпами роста выручки) является достаточно слабой, в то время как сам уровень выручки и прибыли не связан с КСО. Анализ осуществлялся на примере 6505 организаций из 135 отраслей 127 стран [17].

Гарсия-Кастро с соавторами не нашли связи между корпоративной социальной ответственностью и финансовой эффективностью. Выборка включала 658 компаний за период с 1991 по 2005 г.

В качестве критериев эффективности выступали: рентабельность активов, рентабельность капитала, коэффициент Q-Тобина и рыночная стоимость активов. В качестве зависимой переменной — индекс KLD. Размер фирмы (величина активов), размер выручки, численность работников, вид экономической деятельности, уровень риска (отношение долгосрочных займов к активам) определяли состав контрольных переменных [18].

Изучая влияние экологических, социальных и управленческих практик (ESG) на показатели корпоративной финансовой эффективности (Q-Тобина, ROA) турецких компаний, включенных в индекс корпоративного управления Borsa Istanbul Corporate Governance Index (XKURY), Сайджили с соавторами получили неоднозначные результаты. С одной стороны, раскрытие экологической информации негативно сказывается на показателях корпоративной финансовой эффективности. С другой стороны, отдельные переменные, характеризующие корпоративное управление и защиту прав собственников, способствуют повышению эффективности бизнеса (Q-Тобина или ROA). Социальная компонента оказывает положительное влияние по большей части на операционную эффективность бизнеса (ROA), чем на стратегическую (Q-Тобина). Кадровая политика оказалась незначимой переменной в целом и в каждой подвыборке, что свидетельствует о характерном отличии для развивающихся рынков капитала. Кроме того, результаты разнятся в зависимости от масштаба бизнеса. Так, фактор раскрытия экологической информации показал негативное влияние на критерий Q-Тобина для крупных компаний и на ROA — для малых. Коэффициент финансового левериджа не оказался значимым ни в тестируемых моделях, ни в парных корреляциях с зависимыми переменными. В исследовании тестировалось двадцать независимых ESG-переменных. Период наблюдения 2007–2017 гг. [19].

Озелик и другие не обнаружили значительной связи между финансовыми показателями, риском, формой собственности и корпоративной социальной ответственностью, в то же время показали, что существует значительная связь между размером компании и корпоративной социальной ответственностью [20].

Гарсия и Орсато на данных 2165 компаний из развитых и развивающихся стран тестировали влияние финансовых переменных на ESG-рейтинг и наоборот. В качестве зависимых пере-

менных выступали ROA, DCF, ESG-рейтинг. Результаты корреляции показывают статистически значимую связь между рейтингом ESG и финансовыми переменными, в том числе рентабельностью активов, финансовым левериджем, размером компании. Результаты регрессионного анализа показывают, что ESG-рейтинг для компаний развивающихся стран находится в обратной зависимости от ROA и финансового левериджа (отношение заемного капитала к активам компании). В то же время ESG-рейтинг для компаний развитых стран статистически значим и находится в прямой положительной связи с ROA, рыночной капитализацией, дисконтированными денежными потоками, размером компании. Финансовый леверидж при этом имеет значимое отрицательное влияние, приводящее к снижению рейтинга при увеличении доли заемного капитала. Относительно исследования обратной зависимости можно отметить также наличие различий в полученных результатах для компаний развитых и развивающихся рынков. Так, для компаний развивающихся стран ESG-рейтинг и финансовый леверидж оказывают негативное влияние на операционную эффективность (ROA и DCF). Для компаний развитых стран значимую и обратную зависимость на ROA и DCF оказывают финансовый леверидж и дамми-переменная, характеризующая наличие у компании индекса устойчивого развития или его отсутствие. Размер компании не показывает устойчивого результата относительно данной выборки. Таким образом, авторы подтвердили гипотезу институциональных различий о преобладании институциональной среды во взаимосвязи между финансовыми и ESG-показателями компаний. Компании развивающихся стран отдают приоритет накоплению капитала и не признают потенциальную стратегическую выгоду от социально ответственных инвестиций. Исследование охватывает период с 2007 по 2014 г. [21].

Подробный обзор результатов исследований, посвященных оценке взаимосвязи КСО, экологических, социальных, управленческих аспектов (ESG) и финансов фирмы, представлен также в работе Джиллана, Коха и Старкса [7]. Авторы отмечают, что в качестве факторов чаще всего выступают рыночные индикаторы (регион, отрасль и др.), характеристики корпоративного управления (состав и наличие совета директоров, его независимость, вознаграждения руководителям и т. д.), собственности (наличие и доля институциональ-

ных собственников, присутствие государственного участия, семейный бизнес и т. д.), риск фирмы (систематический, кредитный, юридический, стоимость собственного и заемного капиталов и некоторые другие), финансовые переменные (рентабельность активов, долгосрочная и краткосрочная доходность, рентабельность собственного капитала, свободный денежный поток и некоторые другие) и рыночная стоимость.

Проведенный обзор не позволил авторам выявить результаты оценки зависимости КСО и финансового левериджа (как соотношения заемного и собственного капиталов). В обзоре научных работ Джиллан, Кох и Старкс отмечают использование исследователями в качестве зависимой переменной кредитного риска, однако стоит отметить, что кредитный риск не обуславливается только соотношением долга и собственного капитала компании.

Исходя из анализа ранее приведенных работ, следует, что большинство исследований посвящено анализу влияния КСО на различные показатели компании развивающихся стран. Для оценки чаще всего применяются показатели рентабельности, рыночной стоимости компании, индикатор Q-Тобина. Структура капитала в качестве зависимой переменной не встречается. Наиболее часто оценивается степень и направленность влияния различных рейтингов на показатели операционной эффективности с помощью регрессионного анализа. При этом компании, не торгуемые на рынке ценных бумаг и не имеющие ESG-рейтинга, в анализ, как правило, не включаются. В данной работе, напротив, нас интересует схожесть или различие в показателях компаний, придерживающихся принципов корпоративной социальной ответственности, имеющих рейтинг ESG, и фирм, не декларирующих следование им, что позволит увеличить объем выборки в разрезе стран и отраслей.

В связи с этим выдвинуты следующие гипотезы:

- H_1 : Соотношение заемного и собственного капиталов компаний с рейтингом ESG не отличается от структуры капитала компаний без него;
- H_2 : Операционная эффективность компаний с рейтингом ESG не отличается от операционной эффективности компаний без него.

В качестве операционной эффективности будет выступать рентабельность активов, что согласуется с подходами существующих исследований [16, 19, 21].

Методология

В данном исследовании — исходя из сформулированных гипотез — для оценки различий в коэффициентах рентабельности активов и соотношения заемного и собственного капиталов компаний, уделяющих внимание КСО и не фокусирующихся на устойчивом развитии, был использован *t*-тест. Этот тест позволяет судить о наличии или отсутствии значимых различий средних значений исследуемых показателей у различных групп. Нулевая гипотеза утверждает, что средние значения двух выборок равны или их разница равна нулю. Если имеются основания отклонить нулевую гипотезу, то принимается альтернативная, и есть основание утверждать, что существуют значимые различия между двумя группами и они относятся к разным генеральным совокупностям.

Москалу и Винтила, используя данный подход, оценивали разницу между различными финансовыми показателями, в том числе рентабельностью активов и финансовым рычагом, у разных групп предприятий [22]. При этом, рассчитывая *t*-статистику, они утверждают, что уровень значимости, определяемый исследователем, может быть разным — 1%, 5% или 10%.

Мантравади и Редди для оценки эффективности деятельности компаний до и после процедуры слияния также использовали *t*-тест с уровнем значимости 5% [23]. Грегг и Вальжак применили аналогичный подход, в том числе ориентируясь на (*P*-value) < 0,001 [24]. Кроме того, они больше уделяли внимание изучению показателя *P*-value при анализе полученных результатов, нежели *t*-статистики.

Исходя из этого, в данном исследовании авторы опираются на *t*-тест при оценке значимости различий в значениях рентабельности и финансового левериджа компаний, относящихся к разным группам. При этом понимая, что уровень значимости каждый исследователь выбирает для себя индивидуально, предполагается при проведении анализа опираться на двустороннее *P*-value.

Относительно используемого индикатора КСО стоит отметить, что единой методики его оценки пока не сформировано. Однако во многих научных работах для оценки уровня КСО/ESG используется подход, ориентированный на применение интегрального индекса, рассчитанного рейтинговым агентством. Например, в качестве

показателя уровня социальной ответственности использовался синтетический рейтинг KLD, составленный на основе результатов «социального аудита» нефинансовой отчетности публичных корпораций [16, 25, 26]. Родригес-Фернандес в качестве индекса КСО использовал средневзвешенную сумму четырех компонентов, отражающих вовлеченность компании в глобальную повестку по формированию и отражению нефинансовой отчетности в области устойчивого развития [3]. Чой с соавторами в качестве индекса КСО применили индекс Корейского института экономической справедливости (КЕИ), характеризующий результативность КСО корейских компаний [15].

В настоящей работе для оценки КСО использовался интегральный ESG-рейтинг из базы данных Эйкон (EIKON). Во-первых, это релевантный подход, так как ESG-рейтинг учитывает большее количество параметров нефинансовой отчетности компаний, в том числе и корпоративное управление, и, по мнению Джиллана и других, считается более всеобъемлющим показателем. Во-вторых, это практически единственный рейтинг, оценивающий в настоящее время социально-экологическое поведение компаний, в том числе развивающихся рынков капитала. Все компании при этом были разделены на две подвыборки: компании, имеющие данный рейтинг и без него.

Данные

Исследование основано на данных компаний стран: Бразилии, России, Индии, Китая, Южной Африки, Турции, Индонезии и Мексики, относящихся к развивающимся рынкам капитала. Из рассмотрения сразу были исключены компании с нулевой выручкой. Таким образом, первоначальная выборка состояла из 33291 наблюдения по 11097 наблюдений в год за 2018–2020 гг. в разрезе укрупненных групп компаний (секторов): топливно-энергетического комплекса (ТЭК, Energy); горнодобывающей, лесной и химической промышленности, по разведке, добыче и переработке полезных ископаемых, за исключением нефти, газа и угля (Базовые материалы, Basic Materials); промышленного сектора (Промышленность, Industrials); автомобилестроения, торговли, строительства, гостиницы, общественного питания, досуга, развлечений и т. п. (Циклическое потребление, Consumer Cyclicals); в области ры-

боловства, сельского хозяйства, производства продуктов питания, напитков, одежды, табачных изделий, иных товаров (услуг) для домашнего и личного пользования (Нециклическое потребление, Consumer Non-Cyclicals); производства электроники, компьютеров, создания программного обеспечения или продуктов (услуг), связанных с информационными технологиями (Техноло-

гии, Technology); осуществляющих деятельность в сфере коммунальных услуг (ЖКУ, Utilities) и в сделках с недвижимым имуществом (Недвижимость, Real Estate). Выборка была лимитирована компаниями с рентабельностью в пределах от -100% до 100% и финансовым левериджем менее 900%. Состав и структура выборки представлена в таблице 1.

Таблица 1

Количество компаний в каждой анализируемой группе по годам

Год	ТЭК	Базовые материалы	Промышленность	Циклическое потребление	Нециклическое потребление	Технологии	ЖКУ	Недвижимость
Количество компаний (наблюдений) в группе, не имеющих рейтинга ESG								
2018	351	1968	2427	2353	961	954	345	722
2019	350	1952	2406	2330	950	937	334	716
2020	344	1907	2350	2294	942	869	327	693
Количество компаний, имеющих рейтинг ESG								
2018	48	109	110	103	92	89	42	63
2019	49	125	131	126	103	106	53	69
2020	55	170	187	162	111	174	60	92
Отношение числа компаний, имеющих рейтинг ESG, к числу компаний, не имеющих рейтинга ESG, процентов								
2018	13,7	5,5	4,5	4,4	9,6	9,3	12,2	8,7
2019	14,0	6,4	5,4	5,4	10,8	11,3	15,9	9,6
2020	16,0	8,9	8,0	7,1	11,8	20,0	18,3	13,3

Включение в выборку данных за 2020 г., с одной стороны, было призвано увеличить объем охватываемых данных с целью проведения более широкого эмпирического анализа и обоснованности выводов на его базе. С другой стороны, это позволило сравнить результаты тестирования гипотез в случае структурного сдвига экономики стран, вызванного пандемией.

Стоит отметить общий положительный тренд по количеству компаний, формирующих нефинансовую отчетность в области КСО и имеющих рейтинг ESG во всем рассматриваемом периоде. Наибольший темп прироста наблюдается в секторах Технологии, ЖКУ и Недвижимость. Так, в секторе Технологии рейтинг ESG характерен для 16,7% выборки, соответственно компании данной отрасли активнее других внедряют современные практики в области КСО. В то же время отрасли, наносящие более существенный негативный «экологический след», не отличаются такой активной тенденцией. В них темп прироста за три года не превышает 3%. С одной стороны, это подчеркивает наличие неопределенности и недопонимания значимости данных индексов с точки зрения менеджмента бизнеса, с другой — отсутствие ресурсов на данные мероприятия. Это еще раз подтверждает актуальность рассматриваемых вопросов.

Так как в исследовании ставятся вопросы о проверке наличия сходства и/или различия между отдельными финансовыми показателями компаний, имеющих рейтинг ESG и без него, то в дальнейшем описательная статистика приводится в разрезе данных подгрупп (таблицы 2 и 3).

Лишь в секторах ТЭК и Недвижимость среднеотраслевое значение показателя D/E (соотношение заемного и собственного капиталов) компаний, имеющих рейтинг ESG, ниже аналогичного показателя компаний, не имеющих данного рейтинга во всех рассматриваемых периодах (см. таблицу 2). Во всех иных секторах наблюдается обратная ситуация: компании, обладающие рейтингом, имеют более существенный финансовый леверидж, что свидетельствует о более высоких обязательствах компании. Для сектора ТЭК данная ситуация может быть обоснована особенностями отрасли, ее участниками, барьерами на входе и иными специфическими характеристиками.

Среднеарифметическая рентабельность активов компаний, имеющих рейтинг ESG, выше на протяжении всего рассматриваемого периода во всех секторах (см. таблицу 3). Самое большое и стабильное отклонение демонстрируют секторы: ТЭК, Циклическое потребление, Нециклическое потребление, ЖКУ. Разрыв составляет более чем в три раза. В секторах Базовые материалы,

Описательная статистика финансового левериджа (D/E)

Показатель	2018		2019		2020	
	с ESG	без ESG	с ESG	без ESG	с ESG	без ESG
<i>Сектор ТЭК</i>						
Среднее значение	0,69	0,78	0,60	0,84	0,67	0,82
Стандартное отклонение	0,93	1,16	0,46	1,22	0,59	1,13
Дисперсия выборки	0,87	1,34	0,21	1,48	0,35	1,27
Минимум	0	0	0	0	0	0
Максимум	6,044	8,628	1,690	8,263	2,525	6,399
Количество наблюдений	46	289	46	284	52	268
<i>Сектор Базовые материалы</i>						
Среднее значение	1,00	0,76	1,06	0,71	0,96	0,71
Стандартное отклонение	1,11	1,07	1,11	0,99	1,04	1,06
Дисперсия выборки	1,24	1,14	1,24	0,97	1,08	1,13
Минимум	0	0	0	0	0	0
Максимум	7,72	8,79	8,59	8,96	7,13	8,99
Количество наблюдений	106	1571	121	1543	165	1436
<i>Сектор Промышленность</i>						
Среднее значение	0,93	0,65	0,88	0,65	0,95	0,66
Стандартное отклонение	1,12	1,01	1,01	0,97	1,26	1,01
Дисперсия выборки	1,26	1,02	1,02	0,93	1,60	1,02
Минимум	0	0	0	0	0	0
Максимум	6,18	8,51	5,45	8,41	8,63	8,63
Количество наблюдений	106	1988	124	1962	177	1816
<i>Сектор Цикличное потребление</i>						
Среднее значение	0,79	0,67	0,83	0,70	0,98	0,72
Стандартное отклонение	0,93	0,98	0,97	1,08	1,43	1,19
Дисперсия выборки	0,87	0,97	0,94	1,17	2,04	1,41
Минимум	0	0	0	0	0	0
Максимум	5,93	8,78	5,50	8,82	8,52	8,92
Количество наблюдений	101	1819	121	1801	157	1666
<i>Сектор Нецикличное потребление</i>						
Среднее значение	0,67	0,73	0,80	0,69	0,80	0,66
Стандартное отклонение	0,81	1,17	1,13	1,03	1,22	1
Дисперсия выборки	0,66	1,37	1,27	1,06	1,49	1
Минимум	0	0	0	0	0	0
Максимум	4,43	8,62	6,11	7,92	8,55	7,99
Количество наблюдений	90	750	98	736	128	659
<i>Сектор Технологии</i>						
Среднее значение	0,78	0,37	0,75	0,40	0,67	0,42
Стандартное отклонение	1,33	0,69	1,05	0,79	1,07	0,82
Дисперсия выборки	1,78	0,47	1,10	0,62	1,15	0,67
Минимум	0	0	0	0	0	0
Максимум	8,10	6,96	6,78	8,63	8,31	8,03
Количество наблюдений	86	1113	102	1094	165	959
<i>Сектор ЖКУ</i>						
Среднее значение	1,35	1,21	1,42	1,15	1,47	1,10
Стандартное отклонение	1,19	1,58	1,31	1,47	1,38	1,40
Дисперсия выборки	1,40	2,48	1,72	2,15	1,89	1,96
Минимум	0	0	0	0	0	0
Максимум	4,68	8,79	7,18	8,59	6,31	8,53
Количество наблюдений	42	302	53	290	60	261
<i>Сектор Недвижимость</i>						
Среднее значение	1,54	1,08	1,58	1,05	1,61	0,93
Стандартное отклонение	1,26	1,53	1,37	1,48	1,43	1,30
Дисперсия выборки	1,60	2,33	1,89	2,20	2,05	1,69
Минимум	0	0	0,01	0	0	0
Максимум	5,06	8,83	6,43	8,60	6,23	8,96
Количество наблюдений	60	529	66	539	88	488

Описательная статистика показателя рентабельности активов (ROA)
(в процентах)

Показатель	2018		2019		2020	
	с ESG	без ESG	с ESG	без ESG	с ESG	без ESG
<i>Сектор ТЭК</i>						
Среднее значение	8,06	2,06	7,94	1,22	3,41	0,32
Стандартное отклонение	6,66	14,78	9,11	14,56	6,92	13,91
Дисперсия выборки	0,44	2,18	0,83	2,12	0,48	1,94
Минимум	-9,99	-92,51	-15,32	-85,61	-34,95	-91,26
Максимум	30,86	71,93	54,72	71,91	14,41	59,48
Количество наблюдений	48	309	49	316	55	300
<i>Сектор Базовые материалы</i>						
Среднее значение	6,58	4,01	3,62	3,50	4,35	2,60
Стандартное отклонение	7,44	10,67	14,27	12,22	11,45	12,44
Дисперсия выборки	0,55	1,14	2,04	1,49	1,31	1,55
Минимум	-15,46	-92,47	-95,69	-93,28	-98,36	-96,33
Максимум	31,35	78,08	34,22	75,17	39,93	89,94
Количество наблюдений	83	1627	125	1664	169	1569
<i>Сектор Промышленность</i>						
Среднее значение	5,40	4,02	4,95	3,34	2,96	2,29
Стандартное отклонение	6,33	11,48	7,34	12,71	9,08	12,52
Дисперсия выборки	0,40	1,32	0,54	1,61	0,83	1,57
Минимум	-8,50	-99,68	-33,31	-98,17	-58,18	-96,52
Максимум	36,10	96,85	39,86	82,70	27,82	77,86
Количество наблюдений	110	2025	131	2081	186	1955
<i>Сектор Цикличное потребление</i>						
Среднее значение	7,68	2,66	6,09	1,47	4,26	0,28
Стандартное отклонение	9,24	12,87	11,71	13,15	8,90	13,78
Дисперсия выборки	0,85	1,66	1,37	1,73	0,79	1,90
Минимум	-28,36	-88,51	-67,59	-93,53	-35,31	-93,51
Максимум	43,15	84,20	33,50	66,12	23,97	99,49
Количество наблюдений	102	1882	126	1930	162	1822
<i>Сектор Нецикличное потребление</i>						
Среднее значение	8,88	3,17	8,31	3,41	9,15	1,54
Стандартное отклонение	9,19	13,50	9,19	13,64	8,65	14,88
Дисперсия выборки	0,84	1,82	0,84	1,86	0,75	2,21
Минимум	-28,96	-88,87	-33,70	-76,37	-21,36	-98,26
Максимум	45,20	97,17	36,08	90,00	34,88	58,89
Количество наблюдений	91	772	103	791	133	722
<i>Сектор Технологии</i>						
Среднее значение	7,34	4,83	5,31	4,86	6,08	1,48
Стандартное отклонение	10,77	14,45	9,48	14,45	9,73	17,78
Дисперсия выборки	1,16	2,09	0,90	2,09	0,95	3,16
Минимум	-48,79	-87,66	-44,39	-87,66	-32,36	-98,65
Максимум	38,72	85,94	28,53	85,94	42,71	91,22
Количество наблюдений	89	1070	106	1054	170	1020
<i>Сектор ЖКУ</i>						
Среднее значение	5,27	2,18	5,18	1,28	5,33	2,01
Стандартное отклонение	3,37	7,78	3,86	11,41	4,72	9,99
Дисперсия выборки	0,11	0,61	0,15	1,30	0,22	1,00
Минимум	0,61	-35,18	-4,85	-85,79	-7,64	-94,88
Максимум	12,89	39,72	14,93	19,80	17,82	46,52
Количество наблюдений	42	317	53	308	60	283
<i>Сектор Недвижимость</i>						
Среднее значение	3,34	2,52	2,61	2,58	1,64	1,53
Стандартное отклонение	5,12	9,11	7,56	9,92	7,22	9,67
Дисперсия выборки	0,26	0,83	0,57	0,98	0,52	0,94
Минимум	-19,02	-78,29	-37,16	-57,31	-41,26	-58,82
Максимум	16,55	64,16	19,32	87,72	17,08	64,79
Количество наблюдений	63	551	69	563	90	516

Промышленность и Недвижимость такой существенной разницы не наблюдается, в секторе Технологии отклонения нестабильны, меняются год от года.

Это, в свою очередь, позволяет судить о том, что внешние и внутренние стейкхолдеры более лояльны к социально-ориентированным компаниям и готовы их поддерживать, покупая их продукцию (услуги), поставляя сырье и т. п. Все это способствует сохранению рентабельности на определенном уровне, что нельзя отметить для компаний без ESG-рейтинга.

Если рассматривать полученные результаты в разрезе секторов, то большой разрыв средних значений показателя рентабельности в секторе Недвижимость может быть связан с характерными особенностями отрасли, в то время как

для секторов Базовые материалы и Промышленность — это не совсем ожидаемый результат, т. к. именно данные секторы должны быть ориентированы на социально-экологическую ответственность бизнеса и иметь более высокие финансовые выгоды от ESG-инвестиций.

Тестирование исследовательских гипотез для каждого из показателей проводилось на отдельных выборках за каждый календарный год. Как отмечалось выше, это позволило проанализировать возможное влияние структурных сдвигов в экономике стран, вызванных пандемией.

Анализ и результаты

Результаты тестирования гипотезы H_1 представлены в таблице 4.

Таблица 4

Двухвыборочный t-тест с различными дисперсиями по показателю финансового левериджа (D/E)

Название сектора	2018			2019			2020		
	Средняя		P-value	Средняя		P-value	Средняя		P-value
	D/E ESG	D/E		D/E ESG	D/E		D/E ESG	D/E	
ТЭК	0,6895	0,7778	0,5677	0,6038	0,8412	0,1573	0,6722	0,8244	0,1573
Базовые материалы	1,0010	0,7590	0,0319	1,0567	0,7139	0,0013	0,9640	0,7081	0,0032
Промышленность	0,9311	0,6458	0,0119	0,8792	0,6452	0,0134	0,9498	0,6577	0,0032
Циклическое потребление	0,7944	0,6681	0,1902	0,8305	0,6996	0,1553	0,9837	0,7211	0,0267
Нециклическое потребление	0,6708	0,7303	0,5346	0,8016	0,6896	0,3529	0,8042	0,6588	0,2062
Технологии	0,7769	0,3741	0,0068	0,7497	0,3995	0,0013	0,6659	0,4229	0,0060
ЖКУ	1,3499	1,2119	0,5017	1,4182	1,1534	0,1890	1,4660	1,1003	0,0675
Недвижимость	1,5409	1,0785	0,0104	1,5765	1,0522	0,0048	1,6090	0,9298	0,0001

Полученные результаты свидетельствуют о том, что средние значения соотношений заемного и собственного капиталов (D/E) почти во всех случаях выше у компаний, имеющих ESG-рейтинг, отличный от нуля. Различия в показателе D/E подвыборок стабильны во все временные периоды, исключение составляют секторы ТЭК и Нециклическое потребление (2018 г.). Это может свидетельствовать о стабильности как политики формирования структуры капитала (политики заимствования) компаний, так и отношения к этим фирмам различных групп инвесторов (кредиторов).

Значения P-value свидетельствуют о том, что различия в средних значениях уровня финансового левериджа в секторах Базовые материалы, Промышленность, Технологии и Недвижимость значимы во всех временных периодах. В секторах Циклическое потребление и ЖКУ это наблюдается только в 2020 г. А в секторах Нециклическое потребление и ТЭК значения P-value говорят о том, что разница незначима на всем временном отрезке.

Результаты анализа свидетельствуют о том, что гипотеза о сходстве двух подвыборок компаний, имеющих рейтинг ESG и без него, по критерию D/E не подтвердилась во всем рассматриваемом периоде для секторов Базовые материалы, Промышленность, Технологии и Недвижимость. В 2020 г. значимое расхождение наблюдается для секторов Циклическое потребление и ЖКУ. То есть шесть из восьми секторов в последний период зафиксировали существенное расхождение по соотношению заемного капитала к собственному. Для выборок ТЭК и Нециклическое потребление пока таких выводов нельзя сделать. Согласно результатам двухвыборочного t-теста с различными дисперсиями разница между подвыборками по критерию D/E отсутствует, что может быть связано с особенностями рынка и товарами/услугами в данных сегментах.

В отраслевом разрезе стоит отметить, что отношение заемного капитала к собственному в секторе ТЭК выше у компаний, не имеющих ESG-рейтин-

га. С одной стороны, разница наблюдается во всех исследуемых периодах, что свидетельствует о стабильности результатов. С другой стороны, согласно значению P-value, данная разница незначима.

Изучив расхождение между структурой финансирования КСО-компаний и компаний, не уда-

ляющих данным аспектам должного внимания, либо не публикующим соответствующие данные, стоит перейти к анализу операционной эффективности бизнеса, которую мы оцениваем через рентабельность активов. Результаты теста приведены в таблице 5.

Таблица 5

Двухвыборочный t-тест с различными дисперсиями по рентабельности активов (ROA)

Название сектора	2018			2019			2020		
	Средняя		P-value	Средняя		P-value	Средняя		P-value
	ROA ESG	ROA		ROA ESG	ROA		ROA ESG	ROA	
ТЭК	0,0806	0,0206	0,00001	0,079	0,0122	0,00003	0,0341	0,0032	0,010
Базовые материалы	0,0658	0,0401	0,0035	0,036	0,0350	0,9225	0,0435	0,0260	0,0631
Промышленность	0,0540	0,0402	0,0360	0,049	0,0334	0,0224	0,0296	0,0229	0,3520
Цикличное потребление	0,0768	0,0266	0	0,061	0,0147	0,00003	0,0426	0,0028	0
Нецикличное потребление	0,0888	0,0317	0	0,083	0,0341	0,000003	0,0915	0,0154	0
Технологии	0,0734	0,0483	0,0426	0,053	0,0486	0,6605	0,0608	0,0148	0
ЖКУ	0,0527	0,0218	0,00001	0,052	0,0128	0	0,0533	0,0201	0,0001
Недвижимость	0,0334	0,0252	0,2765	0,026	0,0258	0,9733	0,0164	0,0153	0,9029

Результаты расчетов рентабельности активов (ROA) позволяют утверждать, что среднее значение данного параметра у подвыборки фирм с ненулевым ESG-рейтингом во всех секторах выше рентабельности без такового. Данная ситуация наблюдается во всех исследуемых временных интервалах вне зависимости от отраслевой специфики.

Значения P-value свидетельствуют о том, что вышеупомянутая разница значима для предприятий секторов: ТЭК, Промышленность, Цикличное потребление, Нецикличное потребление и ЖКУ. В секторах Базовые материалы и Недвижимость разница незначима в 2019 г. Это может свидетельствовать о том, что компании с высокой рентабельностью имеют возможность направлять часть средств на различные экологические и социальные нужды без ущерба для основной деятельности. Вместе с тем допустимо предположить, что предприятия, ответственно относящиеся к социально-экологическим вопросам, вызывают большее доверие у различных групп стейкхолдеров. Вследствие этого такие фирмы могут показывать более высокие финансово-экономические результаты. Возможно в последующем необходимо будет проведение дополнительных исследований, касающихся причинно-следственных связей в данном вопросе.

Также стоит отметить, что нулевая гипотеза о сходстве подвыборок не подтвердилась для разных секторов относительно рассматриваемых критериев (ROA и D/E), о чем свидетельствуют сводные данные в таблице 6.

Таблица 6

Результат значимости различий в анализируемых подвыборках по критерию P-value*

Название сектора	2018		2019		2020	
	P-value		P-value		P-value	
	D/E	ROA	D/E	ROA	D/E	ROA
ТЭК	-	+	-	+	-	+
Базовые материалы	+	+	+	-	+	+
Промышленность	+	+	+	+	+	-
Цикличное потребление	-	+	+	+	+	+
Нецикличное потребление	-	+	+	+	-	+
Технологии	+	+	+	-	+	+
ЖКУ	-	+	+	+	+	+
Недвижимость	+	-	+	-	+	-

* Знак (+) означает наличие существенной разницы между рассматриваемыми подвыборками; знак (-) — ее отсутствие.

Рассматриваемые секторы экономики не демонстрируют стабильных, устойчивых результатов от периода к периоду. В частности, для секторов Базовые материалы, Технологии нулевая гипотеза о сходстве ROA не отклоняется в 2019 г. и для сектора Промышленность — в 2020 г.

С одной стороны, структура капитала в 2020 г. по сравнению с 2018 и 2019 гг. не претерпела существенных изменений в результате структурных сдвигов, вызванных пандемией. Это может свидетельствовать об относительной устойчивости политики заимствования компаний развивающихся стран.

С другой стороны, можно констатировать наличие влияния структурных сдвигов на экономику компаний выбранных стран, выражающееся в снижении показателя рентабельности активов

в подавляющем большинстве случаев. Однако это не сказалось на итоговом результате тестирования гипотез в разрезе поставленных исследовательских задач: следует отметить, что рентабельность компаний, имеющих ESG-рейтинг, выше, чем у остальных, и чаще всего эта разница значима.

Заключение

Согласно полученным результатам рентабельность активов компаний с ESG-отчетностью значительно отличается от компаний, не уделяющих внимание социальной ответственности во всех случаях. При этом стоит отметить, что это практически не зависит от сектора экономики.

Аналогично трактуются тесты по финансовому левериджу компаний. Отношение долга к собственному капиталу почти во всех секторах экономики, кроме секторов ТЭК и Нециклическое потребление, в 2018 г. выше у компаний, имеющих рейтинг ESG. При этом в шести секторах экономики разница между подвыборками существенна и значима в последние два года (2019 и 2020).

Таким образом, наши гипотезы подтвердились частично. Если компания придерживается концепции устойчивого развития и экологического менеджмента, то она имеет более сильный финансовый леверидж относительно компаний, не имеющих рейтинга ESG. Следовательно, гипотеза о том, что компании, имеющие ESG-рейтинг, намного больше закредитованы и имеют более высокую операционную прибыль, полностью подтвердилась только для секторов Циклическое потребление и ЖКУ. Иные секторы экономики демонстрируют нестабильные результаты либо по одному из критериев, либо по обоим сразу.

Также был получен следующий итог: сектор экономики оказывает влияние на подтверждение/отклонение выдвигаемых гипотез, что является значимым результатом, так как прослеживается тенденция принятия и развития ESG-практик в компаниях развивающихся стран.

При этом не было обнаружено структурных сдвигов, в том числе в пандемийный период, в рамках конкретного сектора, что свидетельствует о стабильности результатов и относительной устойчивости финансовой политики компаний.

Заслуживают отдельного внимания промышленный и перерабатывающий секторы экономики (Базовые материалы и Промышленность),

оказывающие более негативный «экологический след» для окружающей среды. Данные секторы не демонстрируют прирост компаний с социально ответственным поведением в рассматриваемом периоде при достаточно высоких и устойчивых показателях рентабельности. Следовательно, бизнес не понимает значимость и важность концепции устойчивого развития, не стремится развивать и реализовывать мероприятия в данном направлении, отвлекая ресурсы.

Для того, чтобы компании промышленной, производственной и иных сфер экономики разного масштаба более активно вовлекались в социально-экологическую повестку в рамках концепции устойчивого развития, требуется разработка комплексной программы на уровне государства. На наш взгляд, необходимо: разработать четкий набор критериев, принципов и форм нефинансовой отчетности компаний; предложить национальный рейтинг (ренкинг) по оценке корпоративной социальной ответственности бизнеса; осуществлять меры государственной поддержки социально-ориентированных проектов бизнесов; проводить просветительскую, информационную и иную деятельность для разъяснения выгод и важности внедрения принципов КСО в поведенческую модель бизнеса. То есть, должна быть комплексная дорожная карта по внедрению принципов устойчивого развития в корпоративную модель, вовлечению компаний в «повестку» устойчивого развития. Особенно это актуально для развивающихся стран, где компании только интегрируются в мировую торговлю и хозяйство, сталкиваясь с запросами стейкхолдеров по устойчивому развитию.

Данное исследование дополняет существующие результаты в оценке различий операционных показателей деятельности компаний развивающихся стран с ESG-рейтингом и без него, в частности, на примере российских компаний.

Литература

1. Maon F., Lindgreen A., Swaen V. Organizational Stages and Cultural Phases: A Critical Review and a Consolidative Model of Corporate Social Responsibility Development // *International Journal of Management Review*. 2010. Vol. 12. No. 1. P. 20–38. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00278.x>.
2. Peloza J., Shang J. How Can Corporate Social Responsibility Activities Create Value for Stakeholders? A Systematic Review // *Journal of the Academy of Marketing*

Science. 2011. Vol. 39. No. 1. P. 117–135. doi: <https://doi.org/10.1007/s11747-010-0213-6>.

3. **Rodriguez-Fernandez M.** Social Responsibility and Financial Performance: The Role of Good Corporate Governance // *BRQ Business Research Quarterly*. 2016. Vol. 19. No. 2. P. 137–151. doi: <https://doi.org/10.1016/j.brq.2015.08.001>.

4. **Alvarado-Herrera A.** et al. A Scale for Measuring Consumer Perceptions of Corporate Social Responsibility Following the Sustainable Development Paradigm // *Journal of Business Ethics*. 2017. Vol. 140. No. 2. P. 243–262. doi: <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2654-9>.

5. **Carroll A.B.** The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders // *Business Horizons*. 1991. Vol. 34. No. 4. P. 39–48.

6. **Elkington J.** *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*. Oxford: Capstone, 1997. 402 p.

7. **Gillan S.L., Koch A., Starks L.T.** Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR Research in Corporate Finance // *Journal of Corporate Finance*. 2021. Vol. 66. No. 3. Article 101889. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>.

8. **Hillman A.J., Keim G.D.** Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line? // *Strategic Management Journal*. 2001. Vol. 22. No. 2. P. 125–139.

9. **Wang Q., Dou J., Jia S.** A Meta-Analytic Review of Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: The Moderating Effect of Contextual Factors // *Business & Society*. 2016. Vol. 55. No. 8. P. 1083–1121. doi: <https://doi.org/10.1177/0007650315584317>.

10. **Yang R., Wong C.W.Y., Miao X.** Analysis of the trend in the knowledge of environmental responsibility research // *Journal of Cleaner Production*. 2021. Vol. 278. No. 2. Article 123402. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.123402>.

11. **Agudelo M.A.L., Jóhannsdóttir L., Davídsdóttir B.** A Literature Review of the History and Evolution of Corporate Social Responsibility // *International Journal of Corporate Social Responsibility*. 2019. Vol. 4. No. 1. P. 1–23. doi: <https://doi.org/10.1186/s40991-018-0039-y>.

12. **Valdez-Juárez L.E., Gallardo-Vázquez D., Ramos-Escobar E.A.** Organizational Learning and Corporate Social Responsibility Drivers of Performance in SMEs in North-western Mexico // *Sustainability*. 2019. Vol. 11. No. 20. Article 5655. doi: <https://doi.org/10.3390/su11205655>.

13. **Waddock S.A., Graves S.B.** The Corporate Social Performance – Financial Performance Link // *Strategic Management Journal*. 1997. Vol. 18. No. 4. P. 303–319.

14. **Gómez-Bezares F., Przychodzen W., Przychodzen J.** Corporate Sustainability and Shareholder Wealth – Evidence from British Companies and Lessons from the Crisis // *Sustainability*. 2016. Vol. 8. No. 3. P. 276. doi: <https://doi.org/10.3390/su8030276>.

15. **Choi Y.K., Han S.H., Kwon Y.** CSR activities and Internal Capital Markets: Evidence from Korean Business Groups // *Pacific-Basin Finance Journal*. 2019. Vol. 55. No. 2. P. 283–298. doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.04.008>.

16. **Di Giuli A., Kostovetsky L.** Are Red or Blue Companies More Likely to Go Green? Politics and Corporate Social Responsibility // *Journal of Financial Economics*. 2014. Vol. 111. No. 1. P. 158–180. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.002>.

17. **Ховаев С.Ю., Кожевников А.Д.** Взаимосвязь уровня корпоративной социальной ответственности и результатов деятельности организации. Бизнес. Образование. Право // *Вестник Волгоградского института бизнеса*. 2016. Т. 2. № 35. С. 165–169.

18. **Garcia-Castro R., Ariño M.A., Canela M.A.** Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity // *Journal of Business Ethics*. 2010. Vol. 92. No. 1. P. 107–126. doi: <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0143-8>.

19. **Saygili E., Arslan S., Birkan A.O.** ESG Practices and Corporate Financial Performance: Evidence from Borsa Istanbul // *Borsa Istanbul Review*. 2022. Vol. 22. No. 3. P. 525–533. doi: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.07.001>.

20. **Özçelik F., Öztürk B.A., Gürsakal S.** Investigating the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance in Turkey // *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 2014. Vol. 28. No. 3. P. 189–203.

21. **Garcia A.S., Orsato R.J.** Testing the Institutional Difference Hypothesis: A Study About Environmental, Social, Governance, and Financial Performance // *Business Strategy and the Environment*. 2020. Vol. 29. No. 8. P. 3261–3272. doi: <https://doi.org/10.1002/bse.2570>.

22. **Moscalu M., Vintila G.** Business Failure Risk Analysis using Financial Ratios // *Procedia – Social and Behavioral Sciences*. 2012. Vol. 62. No. 2. P. 728–732. doi: <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.09.123>.

23. **Mantravadi P., Reddy A.V.** Relative Size in Mergers and Operating Performance: Indian Experience // *Economic and Political Weekly*. 2007. Vol. 42. No. 39. P. 3936–3942.

24. **Gregg D.G., Walczak S.** Dressing Your Online Auction Business for Success: An Experiment Comparing Two eBay Businesses. *MIS Quarterly*. 2008. Vol. 32. No. 3. P. 653–670.

25. **Deng X., Kang J.K., Low B.S.** Corporate Social Responsibility and Stakeholder Value Maximization: Evidence from Mergers // *Journal of financial Economics*. 2013. Vol. 110. No. 1. P. 87–109. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.014>.

26. **McWilliams A., Siegel D.** Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification? // *Strategic Management Journal*. 2000. Vol. 21. No. 5. P. 603–609.

Информация об авторах

Рябова Елена Вячеславовна — канд. экон. наук, доцент кафедры финансового менеджмента, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики». 603155, г. Нижний Новгород, ул. Б. Печерская, д. 25/12. E-mail: eryabova@hse.ru. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7829-7452>.

Россохин Владимир Валерьевич — канд. экон. наук, доцент кафедры финансового менеджмента, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики». 603155, г. Нижний Новгород, ул. Б. Печерская, д. 25/12. E-mail: vrossohin@hse.ru. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7648-1790>.

References

1. Maon F., Lindgreen A., Swaen V. Organizational Stages and Cultural Phases: A Critical Review and a Consolidative Model of Corporate Social Responsibility Development. *International Journal of Management Review*. 2010;12(1):20–38. Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00278.x>.
2. Peloza J., Shang J. How Can Corporate Social Responsibility Activities Create Value for Stakeholders? A Systematic Review. *Journal of the Academy of Marketing Science*. 2011;39(1):117–135. Available from: <https://doi.org/10.1007/s11747-010-0213-6>.
3. Rodriguez-Fernandez M. Social Responsibility and Financial Performance: The Role of Good Corporate Governance. *BRQ Business Research Quarterly*. 2016;19(2):137–151. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.brq.2015.08.001>.
4. Alvarado-Herrera A. et al. A Scale for Measuring Consumer Perceptions of Corporate Social Responsibility Following the Sustainable Development Paradigm. *Journal of Business Ethics*. 2017;140(2):243–262. Available from: <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2654-9>.
5. Carroll A.B. The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*. 1991;34(4):39–48.
6. Elkington J. Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business. *Oxford: Capstone*. 1997; 402 p.
7. Gillan S.L., Koch A., Starks L.T. Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR Research in Corporate Finance. *Journal of Corporate Finance*. 2021;66(3). Article 101889. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>.
8. Hillman A.J., Keim G.D. Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line? *Strategic Management Journal*. 2001;22(2):125–139.
9. Wang Q., Dou J., Jia S. A Meta-Analytic Review of Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: The Moderating Effect of Contextual Factors. *Business & Society*. 2016;55(8):1083–1121. Available from: <https://doi.org/10.1177/0007650315584317>.
10. Yang R., Wong C.W.Y., Miao X. Analysis of the trend in the knowledge of environmental responsibility research. *Journal of Cleaner Production*. 2021. 278(2). Article 123402. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.123402>.
11. Agudelo M.A.L., Jóhannsdóttir L., Davídsdóttir B. A Literature Review of the History and Evolution of Corporate Social Responsibility. *International Journal of Corporate Social Responsibility*. 2019;4(1):1–23. Available from: <https://doi.org/10.1186/s40991-018-0039-y>.
12. Valdez-Juárez L.E., Gallardo-Vázquez D., Ramos-Escobar E.A. Organizational Learning and Corporate Social Responsibility Drivers of Performance in SMEs in Northwestern Mexico. *Sustainability*. 2019;11(20). Article 5655. Available from: <https://doi.org/10.3390/su11205655>.
13. Waddock S.A., Graves S.B. The Corporate Social Performance – Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*. 1997;18(4):303–319.
14. Gómez-Bezares F., Przychodzen W., Przychodzen J. Corporate Sustainability and Shareholder Wealth – Evidence from British Companies and Lessons from the Crisis. *Sustainability*. 2016;8(3):276. Available from: <https://doi.org/10.3390/su8030276>.
15. Choi Y.K., Han S.H., Kwon Y. CSR Activities and Internal Capital Markets: Evidence from Korean Business Groups. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2019;55(2):283–298. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.04.008>.
16. Di Giuli A., Kostovetsky L. Are Red or Blue Companies More Likely to Go Green? Politics and Corporate Social Responsibility. *Journal of Financial Economics*. 2014;111(1):158–180. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.002>.
17. Khovaev S.Yu., Kozhevnikov A.D. Interaction of the Corporate Social Responsibility Level and the Company Performance. Business. Education. Law. *Bulletin of Volgograd Business Institute*. 2016;2(35):165–169. (In Russ.)
18. Garcia-Castro R., Ariño M.A., Canela M.A. Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity. *Journal of Business Ethics*. 2010;92(1):107–126. Available from: <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0143-8>.
19. Saygili E., Arslan S., Birkan A.O. ESG Practices and Corporate Financial Performance: Evidence from Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*. 2022;22(3):525–533. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.07.001>.
20. Özçelik F., Avcı Öztürk B., Gürsakal S. Investigating the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance in Turkey. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 2014;28(3):189–203.
21. Garcia A.S., Orsato R.J. Testing the Institutional Difference Hypothesis: A Study About Environmental, Social, Governance, and Financial Performance. *Business Strategy and the Environment*. 2020;29(8):3261–3272. Available from: <https://doi.org/10.1002/bse.2570>.
22. Moscalu M., Vintila G. Business Failure Risk Analysis Using Financial Ratios. *Procedia – Social and Behavioral*

Sciences. 2012;62(2):728–732. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.09.123>.

23. **Mantravadi P., Reddy A.V.** Relative Size in Mergers and Operating Performance: Indian Experience. *Economic and Political Weekly*. 2007;42(39):3936–3942.

24. **Gregg D.G., Walczak S.** Dressing Your Online Auction Business for Success: An Experiment Comparing Two eBay Businesses. *MIS Quarterly*. 2008;32(3):653–670.

25. **Deng X., Kang J.K., Low B.S.** Corporate Social Responsibility and Stakeholder Value Maximization: Evidence from Mergers. *Journal of financial Economics*. 2013;110(1):87–109. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.014>.

26. **McWilliams A., Siegel D.** Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification? *Strategic Management Journal*. 2000;21(5):603–609.

About the authors

Elena V. Ryabova – Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Department of Financial Management, National Research University Higher School of Economics (HSE University). 25/12, Bolshaya Pecherskaya Str., Nizhny Novgorod, 603155, Russia. E-mail: eryabova@hse.ru. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7829-7452>.

Vladimir V. Rossokhin – Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Department of Financial Management, National Research University Higher School of Economics (HSE University). 25/12, Bolshaya Pecherskaya Str., Nizhny Novgorod, 603155, Russia. E-mail: vrossokhin@hse.ru. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7648-1790>.