

DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-4-82-97

УДК 336.763(045)

JEL G11, G32, G41, C12, C51

Анализ влияния принципов ESG на доходность активов: эмпирическое исследование

О.В. Ефимова^а ✉, М.А. Волков^б, Д.А. Королёва^с

^{а, б, с} Финансовый университет, Москва, Россия

^а <https://orcid.org/0000-0002-3574-6916>; ^б <https://orcid.org/0000-0001-8143-8917>;

^с <https://orcid.org/0000-0002-0182-8331>

✉ Автор для корреспонденции

АННОТАЦИЯ

Предмет исследования – оценка эффективности инвестиционных решений с учетом требований устойчивого развития. **Цель** исследования – выявление взаимосвязи результативности в области экологического, социального и корпоративного управления (ESG) и рыночной доходности для инвесторов и обуславливающих ее причин. **Актуальность** статьи определена необходимостью развития исследований в области интеграции экологических, социальных и управленческих факторов и оценки эффективности инвестиций в акции в условиях все большего распространения в мире практики ответственного инвестирования. **Научная новизна:** проведенное исследование развивает теорию ESG-интеграции и позволяет сделать вывод о том, что следование принципам ESG является драйвером рыночной доходности для инвесторов. Используются **методы:** теоретического анализа научных публикаций (анализ, синтез, обобщение); количественные методы, включая статистический анализ данных, регрессионный анализ, финансовое моделирование. Базой исследования являются научные труды отечественных и зарубежных авторов, аналитические отчеты рейтинговых агентств, ESG-фондов; исторические данные фондового рынка по анализируемым компаниям. Вся информация, необходимая для проведения данного исследования, находится в открытом доступе или предоставлена базой данных Блумберг. Сформированы модельные портфели акций ESG-ориентированных и ESG-нейтральных компаний и проведен сравнительный анализ их фундаментальных показателей и доходности. Сделан **вывод**, что портфель ESG-ориентированных компаний демонстрирует доходность не ниже, чем портфель ESG-нейтральных компаний с учетом риска. При этом значения фундаментальных показателей ESG-ориентированных компаний уступают значениям ESG-нейтральных компаний. Взаимосвязь степени соответствия компании принципам ESG с инвестиционной привлекательностью акций обусловлена, в том числе, нефинансовыми драйверами стоимости. Авторы **рекомендуют** включать ESG-аспекты, значимые для разработки инвестиционных стратегий, в анализ инвестиционных портфелей.

Ключевые слова: устойчивое развитие; ответственное инвестирование; ESG-интеграция; портфельный анализ; доходность инвестирования; драйверы ценности; финансовые последствия ESG

Для цитирования: Ефимова О.В., Волков М.А., Королёва Д.А. Анализ влияния принципов ESG на доходность активов: эмпирическое исследование. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(4):82-97. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-4-82-97

The Impact of ESG Factors on Asset Returns: Empirical Research

O.V. Efimova^а ✉, M.A. Volkov^б, D.A. Koroleva^с

^{а, б, с} Financial University, Moscow, Russia

^а <https://orcid.org/0000-0002-3574-6916>; ^б <https://orcid.org/0000-0001-8143-8917>;

^с <https://orcid.org/0000-0002-0182-8331>

✉ Corresponding author

ABSTRACT

The subject of the research is the assessment of the effectiveness of investment decision-making considering the sustainable development requirements. The article **aims** to identify the relationship between environmental, social and governance (ESG) performance and market returns for investors and the reasons for it. The relevance of the paper is determined by the need to develop research in the field of ESG integration and evaluation of the portfolio

investment effectiveness in the context of the spread of responsible investment practices worldwide. **Scientific novelty:** the study develops the theory of ESG integration and allows the authors to conclude that ESG commitment is a driver of market profitability for investors. The authors apply **methods** such as theoretical analysis of scientific publications (analysis, synthesis, generalisation) and quantitative methods, including statistical data analysis, regression analysis, financial modelling. The research base is scientific works of domestic and foreign authors, analytical reports of rating agencies, ESG funds, historical stock market data on companies analysed in the course of this study. All the information used in this study is publicly available or provided by the Bloomberg database. In the course of the study, authors form model portfolios of shares of ESG-oriented companies and ESG-neutral companies and perform a comparative analysis of their fundamental indicators and financial returns. The authors **conclude** that the portfolio of ESG-oriented companies demonstrates profitability no lower than the portfolio of ESG-neutral companies, considering the risks. At the same time, the values of the fundamental indicators of ESG-oriented companies are inferior to the values of ESG-neutral companies. The relationship between the degree of a company's ESG compliance and its investment attractiveness is due, among other things, to non-financial value drivers. The authors recommend integrating ESG into the analysis of investment portfolios, significant for the development of investment strategies.

Keywords: sustainable development; responsible investment; ESG integration; portfolio analysis; return on investment; value drivers; ESG financial impact

For citation: Efimova O.V., Volkov M.A., Koroleva D.A. The impact of ESG factors on asset returns: Empirical research. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(4):82-97. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-4-82-97

ВВЕДЕНИЕ

По мере роста значимости нефинансовых факторов, связанных с требованиями устойчивого развития, растет потребность в комплексных и надежных способах оценки того, как различные аспекты корпоративного управления, экологические и социальные риски и возможности (далее ESG — от environmental, social, governance) влияют на эффективность инвестиционных стратегий и создание ценности.

Среди наиболее значимых для инвесторов вопросов, которые связаны с ESG-аспектами, можно выделить:

- проблемы окружающей среды — изменение климата, выбросы углерода, загрязнение воздуха и воды;
- социальные факторы и риски — здоровье и безопасность, права человека, трудовые стандарты, вовлеченность сотрудников;
- проблемы корпоративного управления — цифровая трансформация бизнеса, вознаграждение руководителей, состав совета директоров, антикоррупционная политика [1, 2].

В последние десятилетия появилось большое количество руководств (фреймворков), которые представляют возможные решения для формирования, структурирования и раскрытия нефинансовой информации, значимой для принятия финансовых и инвестиционных решений [3].

Существенный прогресс в данном вопросе был достигнут в результате активного развития стандартов нефинансовой отчетности, включая стандарты устойчивого развития GRI (Global

Reporting Initiative) и концептуальные основы интегрированной отчетности IR (Integrating Reporting), а также стандарты в области устойчивого развития SASB (Sustainability Accounting Standards Board Standards, или SASB Standards), регламентирующих требования по раскрытию информации компаниями, акции которых котируются на американской бирже. Курс на стандартизацию информации нефинансового характера представляет собой значительный прогресс с точки зрения содержания и формы подачи информации, значимой для инвесторов и иных заинтересованных сторон.

Несомненно, положительной тенденцией следует считать развитие отраслевых стандартов, поскольку они позволяют учесть существенные для инвесторов специфические отраслевые риски и драйверы стоимости. Кроме того, активно развивается система тематических раскрытий, например касающихся климатических, эпидемиологических рисков, в частности COVID-19, и их финансовых последствий [4].

Можно заключить, что раскрытие нефинансовой информации для ключевых пользователей финансовой отчетности, прежде всего инвесторов, становится устойчивой тенденцией. Однако это сталкивается с определенными проблемами, которые значительно тормозят прогресс в области удовлетворения информационных потребностей инвесторов [5, 6]:

- несмотря на заложенные общие принципиальные основы, использование различных стандартов нефинансовой отчетности приводит

к несопоставимости раскрываемой информации в отчетах компаний;

- отсутствует явная и очевидная заинтересованным пользователям связь между данными финансовой отчетности и нефинансовыми раскрытиями;

- система внутреннего и внешнего контроля над раскрытиями нефинансового характера находится в стадии становления, раскрываемая нефинансовая информация пока еще не обеспечивает требуемого уровня уверенности инвесторов;

- рейтинговые агентства, отдельные институциональные инвесторы используют собственные системы оценки нефинансовых данных, что приводит к различным результатам и рекомендациям, что также снижает доверие пользователей данных [7].

ESG-инвестирование создает асимметричные преимущества и обеспечивает «эффект страховки», т.е. защиту от негативных последствий, особенно во время социального или экономического кризиса.

Несмотря на все отмеченные сложности, финансовые организации и сами эмитенты придают реальный импульс к совершенствованию системы как финансовой, так и нефинансовой информации, необходимой для принятия инвестиционных решений [1].

Анализ теоретических взглядов и концепций, которые способствовали формированию и развитию стратегий ESG-инвестирования, позволяет лучше понять распространение инициатив, которые имели место со второй половины XX в., и определить направления их дальнейшего развития.

Выделим наиболее значимые концепции для развития принципов ответственного инвестирования. К их числу традиционно относят концепцию устойчивого развития, теорию стейкхолдеров, концепцию корпоративной социальной ответственности бизнеса. Полагаем, что не менее значимой и исторически более ранней является концепция внешних эффектов (The concept of externalities), последовательно разрабатываемая в работах Henry Sidgwick (1880), Alfred Marshall (1890), Arthur Cecil Pigou (1920) и акцентирующая

внимание на значимости нерыночных взаимозависимостей экономических агентов и необходимости учета влияния на их деятельность внешних факторов и эффектов. Таким образом, концепция внешних эффектов лежала в основе понимания корпоративных социальных и экологических проблем, а также корпоративной социальной ответственности.

Концепция устойчивого развития появилась в начале 1970-х гг. Данная теория поставила под сомнение неограниченный характер возможностей увеличения производства и потребления в связи с ограниченностью природных ресурсов и возрастающего ущерба окружающей среде. Широко известен отчет *Brundtland* (1987), в котором было определено понятие устойчивого развития — «развитие, отвечающее потребностям настоящего, не ставя под угрозу способность будущих поколений удовлетворять свои собственные потребности» [8]. Данное определение обращает внимание на возможности роста экономических агентов в условиях объективно существующих ограничений и рисков, что создает основу для расширенного подхода к их финансовому анализу.

В определении устойчивого развития, предложенном в работе T. Van Holt, T. Whelan [9], учитываются следующие принципиальные аспекты концепции: «как минимум не причинять вреда людям или планете и в лучшем случае создавать ценность для заинтересованных сторон, сосредотачиваться на улучшении показателей устойчивости в тех областях, в которых компания или бренд оказывает существенное экологическое или социальное воздействие (например, в условиях их деятельности, цепочке создания стоимости, воздействии на заинтересованные стороны и др.)».

Теория заинтересованных сторон (стейкхолдеров) оказалась решающей в развитии концепции корпоративного управления и значимости заинтересованных сторон в процессе создания ценности. В 1984 г. Freeman предложил переосмыслить доктрину Friedman (1970)¹, согласно которой единственная социальная ответственность компании — увеличение прибыли для ее акционеров. Он утверждал, что, поскольку прибыль компании является результатом ее деятельности и взаимодействия со своими заинтересованными сторонами (сотрудники, клиенты, поставщики, государственные органы, общество, окружающая среда и т.д.), то ее цель — удовлет-

¹ URL: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html> (дата обращения: 07.07.2021).

ворить потребности последних, что позволит ей заработать прибыль [10].

Позже, в 1997 г., J. Elkington обосновал знаменитую концепцию Triple Bottom Line [11], которая вышла за рамки стандартных измерений прибыли и предполагала необходимость интеграции экономических, социальных и экологических аспектов. Также она содержала тезис о том, что организации должны информировать заинтересованные стороны о своей деятельности. Глобальная инициатива по отчетности (GRI) приняла эту концепцию как основу для разработки системы корпоративной отчетности.

Под влиянием отмеченных трендов в широкое обращение вошло понятие «устойчивые финансы» (sustainable finance), непосредственно связанное с процессом учета экологических, социальных и управленческих аспектов при принятии инвестиционных решений в финансовом секторе. D. Schoenmaker, W. Schramade в своей работе [12] выделяют стадии развития концепции устойчивых финансов и ее практической реализации. Согласно данной концепции, в мире и обществе с течением времени происходит постепенный переход от акционерной к стейкхолдерской стоимости. По мере развития принципов устойчивых финансов экономические, точнее финансовые, критерии инвестиционных решений будут отступать на второй план по сравнению с критериями экологическими и социальными [12].

Развитием данных концепций стали работы, исследующие взаимосвязи финансовой результативности или CFP (от corporate financial performance) и ESG [13–15]. Можно ли ожидать, что более устойчивые компании достигнут роста конкурентоспособности и более высоких финансовых показателей? Либо справедливым является утверждение о том, что инвестиции в устойчивое развитие сокращают величину свободного денежного потока и, следовательно, отрицательно влияют на стоимость бизнеса по крайней мере в краткосрочной перспективе? Данные альтернативные позиции на проблему активно дискутируются в академическом сообществе [16, 17].

Еще одна теория постулировала, что направление взаимосвязи между ESG и CFP обратное: высокие финансовые результаты позволяют компаниям инвестировать в устойчивые стратегии и практики [18]. Эта теория представляет собой серьезный аргумент против простой корреляции между ESG и CFP. Без продуманного плана исследования невозможно определить причинное направление взаимосвязи (даже при ее наличии).

С учетом сказанного целью авторского исследования стала верификация справедливости утверждения о том, что следование принципам ESG является драйвером рыночной доходности для инвесторов.

ЛИТЕРАТУРНЫЙ ОБЗОР

Наиболее активные дискуссии в изучаемой области посвящены следующим темам:

- понятие и методы ESG-интеграции [19–22];
- связь финансовой и ESG-эффективности [23–26];
- степень удовлетворенности инвесторов раскрытием ESG-информации с учетом новых вызовов, прежде всего связанных с пандемией COVID-19 [27–29].

Согласно метаисследованию [26], можно выделить следующие основные типы исследований ESG в финансовой сфере.

1. Исследования, которые анализируют, как показатели ESG-корпораций соотносятся с их финансовой эффективностью. В этих исследованиях обычно используется группа публичных компаний и показатели экологической / социальной результативности в целях выявления того, как инициативы в области устойчивого развития влияют на финансовую эффективность [25, 27, 30].

2. Исследования, авторы которых анализируют эффективность формирования инвестиционных портфелей с учетом требований ESG. В большинстве инвестиционно ориентированных исследований анализ соотношения ESG и финансовых показателей проводился на уровне портфеля активов с использованием метрик доходности, скорректированной на риск. В более поздних исследованиях также рассматривались вопросы эффективности инвестиционных стратегий [26, 30, 31]. Растущий интерес инвестиционного сообщества к интеграции информации ESG в процесс принятия решений представлен в исследованиях последних лет [26, 28]. В них сделан вывод о том, что вместо абсолютных показателей ESG лучшим индикатором будущей инвестиционной выгоды является их положительная динамика, при этом оценка ESG-результативности компании может быть средней, но улучшающейся. Исследование NN Investment Partners, 2017² показало, что компании со средними оценками ESG, которые имеют положительную

² NN Investment Partners. 2017. The materiality of ESG factors for emerging markets equity investment decisions: academic evidence. URL: https://www.nnip.com/CH_en/corporate/Press/News-Commentary/view/ (дата обращения: 07.07.2021).

динамику, вносят наибольший вклад в коэффициенты Шарпа.

3. Исследования, в которых предметом изучения являются конкретные темы, например изменение климата или социальные риски и их влияние на инвестиционные решения, которые в условиях протекающей пандемии COVID-19 приобретают все большее значение [4, 27].

В академической литературе вопрос: «Стоит ли быть устойчивым?» является предметом обсуждения на протяжении последних десятилетий. Существует большое количество показателей финансовой эффективности, зависимость которых от ESG-факторов исследуется в работах [14, 23].

Среди наиболее распространенных учетных показателей можно выделить: рентабельность активов, рентабельность собственного капитала. К числу рыночных показателей, наиболее часто выступающих в качестве зависимой переменной, можно отнести: стоимость заемного и собственного капитала, коэффициенты Тобина и Шарпа [14, 23]. При этом некоторые ученые утверждают, что выбор ESG-метрики может предопределить результат оценки взаимосвязи ESG-CFP [5].

Большинство проанализированных исследований показывают положительную взаимосвязь ESG-CFP [13, 14]. Исследование [26] свидетельствует о том, что выявленные финансовые преимущества как следствие выполнения требований устойчивого развития преобладают в работах корпоративного типа ($60\% \pm 7,2$ п.п.).

Для исследований, ориентированных на инвестиционные портфели, был отмечен менее значимый результат ($35\% \pm 7,8$ п.п.). Однако совокупные свидетельства положительных, нейтральных и смешанных выводов относительно влияния достигнутых ESG-результатов на финансовую эффективность были сопоставимы (93% корпоративных против 86% портфельных). Это подтверждает мнение о том, что доходность инвестиций в ESG в среднем не отличается от традиционных инвестиций.

Существуют доказательства того, что корпоративные менеджеры рассматривают инвестиции в устойчивое развитие как фактор улучшения корпоративных финансовых показателей, в то время как прибыль от инвестиций в ESG, усредненная по многим стратегиям управления портфелем, неотличима от обычной. Возможным объяснением этого является тот факт, что критерии оценки эффективности менеджеров компаний и инвесторов различаются: менеджеры могут рассчитывать на более высокие ожидаемые денежные потоки, в то время как инвесторы ожидают получить необходимую

рыночную доходность. Однако, если рост финансовой эффективности компаний (CFP) коррелирует с ESG устойчивостью, почему инвестиции в те же компании не сопровождаются дополнительной доходностью для инвесторов? И, наоборот, если связь между CPF-ESG компаний незначительна, чем руководствуются инвесторы, включая данные акции в инвестиционные портфели?

Большинство инвесторов готовы получить доходность от ESG-инвестирования, которая согласуется с обычной доходностью — другими словами, они не ожидают, что доходность стратегий ESG превзойдет традиционные стратегии. Следовательно, исследования, в которых была обнаружена нейтральная эффективность, можно считать положительным результатом [26]. Если исходить из того, что корпорации в долгосрочной перспективе смогут добиться более высоких финансовых результатов благодаря стратегиям устойчивости, можно ожидать, что эта взаимосвязь будет проявляться в стратегиях инвесторов.

Интеграция ESG не является единой стратегией. Обычно аналитики выбирают лучшие в своем классе компании. Однако некоторые исследователи пришли к выводу о том, что весьма эффективным является выбор компаний, которые улучшают свой ESG-рейтинг наиболее быстрыми темпами (импульсная стратегия). Поскольку импульсный эффект проявляется сильнее у фирм с первоначально низкими рейтингами ESG, у инвесторов в результате их отбора может появиться возможность получить повышенную прибыль. Исследование [30] позволяет заключить, что изменение характеристик ESG-компаний может быть полезным финансовым индикатором для генерации альфы.

В результате проведенного обзора литературы были выявлены ограничения и проблемы в отношении методов анализа и оценки ESG-инвестирования. Одно из наиболее распространенных критических замечаний по поводу инвестирования в устойчивое развитие — это сложность для инвесторов правильно определить и соответствующим образом взвесить различные факторы ESG при выборе инвестиций [31].

P. Hawken [32] поднимает вопрос о чрезмерно широких критериях отбора. В обзоре паевых инвестиционных фондов, ориентированных на ESG, P. Hawken обнаружил, что инвестиционные стратегии, используемые большинством фондов, позволяют практически любой публичной компании быть включенной в фонд ESG. Такая практика привела к небольшой разнице между портфелями многих ESG и обычных фондов. Многие фонды и портфели,

ориентированные на ESG, по-прежнему включают акции компаний с неоднозначной практикой ESG в определенных областях, таких, например, как McDonald's и Coca-Cola. Наконец, сосредоточение внимания на лучших в своем классе компаниях на основе конкретных факторов ESG может, одновременно, привести к включению в портфель компаний, которые плохо справляются с другими требованиями устойчивого развития.

Почти все крупнейшие компании, независимо от ориентации на ESG, могут быть включены в один или несколько фондов ESG. Инвестиционные фонды ESG и ETF часто инвестируют в компании, которые могут быть признаны «плохими игроками» по одному или нескольким параметрам ESG. Критерии, используемые для выбора факторов и конкретных метрик ESG, слишком субъективны и могут отражать узкие, противоречивые, в том числе идеологические или политические, позиции и требования.

Некоторые исследователи подвергают критике критерии отбора и отмечают значительную неоднородность в подходах инвесторов, консультантов и управляющих к инвестированию в ESG с точки зрения терминологии, стратегии и практики [32]. В работе [33] на основе анализа рейтингов шести ведущих рейтинговых агентств в области ESG сделан вывод о том, что они применяют подчас противоречивые метрики для измерения и оценки факторов ESG.

В ряде работ дан глобальный анализ институциональных инвесторов, который привел к выводу о том, что «самым большим препятствием для инвесторов является отсутствие высококачественных данных о результатах деятельности компаний по существенным для них факторам ESG» [1, 3, 6]. В сочетании с тем фактом, что во многих исследованиях использовалась выборка данных за годы начиная с 2010 г., когда ESG-отчетность лишь формировалась, инвесторы, возможно, оценивали устойчивость компаний с большими допущениями.

Еще одной проблемой является акцент на краткосрочную доходность инвесторов и финансовых аналитиков, что может привести к исключению компаний с высокими ESG-рейтингами, которые сосредоточены на долгосрочной результативности.

Исследователи расходятся во мнениях относительно того, эффективны ли инвестиции в ESG. В академической литературе есть немало эмпирических исследований, посвященных этой теме. Основываясь на анализе отдельных фондов ESG, индексов, портфелей или акций компаний, ряд исследователей [5, 21] обнаружили, что включение факторов ESG в инвестиции, как правило, давало

результаты на том же уровне или не хуже, чем от инвестиций, не связанных с темами устойчивого развития. Например, R. G. Eccles и M. D. Kastrapelis [21] при сравнении компаний с высоким и низким рейтингом устойчивости обнаружили, что компании с высоким рейтингом значительно опережают по результатам на фондовом рынке в долгосрочной перспективе. Тем не менее многие индивидуальные и институциональные инвесторы по-прежнему считают, что инвестирование в ESG влечет за собой снижение инвестиционной эффективности. Однако в академической литературе указывается, что при соответствующем сравнении (например, стратегии ESG, временного горизонта инвестирования, показателей эффективности) инвестиции ESG обеспечивают эффективность, по крайней мере, сопоставимую с инвестициями, не относящимися к ESG [26].

МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ

Методология исследования основана на сопоставлении индивидуальных характеристик двух выборок акций (далее — модельных портфелей), образованных исходя из степени соответствия тех или иных акций политике ESG.

Данное исследование выполнено в форме тестирования гипотез, выдвинутых на основании проведенного обзора литературы.

В рамках исследования выдвинута и протестирована следующая базовая гипотеза:

Н₀: взаимосвязь степени соответствия компании принципам ESG с инвестиционной привлекательностью акций данной компании обусловлена факторами, не связанными исключительно с фундаментальными драйверами стоимости.

Таким образом, тестируется, в том числе, предположение о том, является ли нефинансовая ценность следования ESG-практикам компанией настолько существенной для инвесторов, что позволяет говорить о наличии дополнительного источника доходности акций для инвесторов. В случае, если доходность акций ESG-ориентированных компаний будет выше либо тождественна доходности акций аналогов (с учетом риска), и при этом подобная доходность не будет каким-либо образом коррелирована с фундаментальными показателями деятельности бизнеса, определяющими величину денежных потоков и требуемую норму доходности (драйверы стоимости бизнеса), это будет свидетельствовать о подтверждении базовой гипотезы.

Для целей тестирования базовой гипотезы были выдвинуты дополнительные гипотезы, связанные с анализом соотношения доходностей портфелей

(группа гипотез Н.1), и гипотезы, связанные с анализом соотношения фундаментальных показателей портфелей (группа гипотез Н.2):

Н1.1: акции компаний, чья деятельность соответствует принципам ESG, демонстрируют доходность хуже, чем акции ESG-нейтральных компаний;

Н1.2: акции компаний, чья деятельность соответствует принципам ESG, демонстрируют доходность, аналогичную доходности акции ESG-нейтральных компаний;

Н1.3: акции компаний, чья деятельность соответствует принципам ESG, демонстрируют доходность лучше, чем акции ESG-нейтральных компаний;

Н2.1: значения фундаментальных показателей драйверов стоимости ESG-ориентированных компаний хуже, чем значения аналогичных показателей ESG-нейтральных компаний;

Н2.2: значения фундаментальных показателей драйверов стоимости ESG-ориентированных компаний аналогичны значениям показателей ESG-нейтральных компаний;

Н2.3: значения фундаментальных показателей драйверов стоимости ESG-ориентированных компаний лучше, чем значения аналогичных показателей ESG-нейтральных компаний.

В зависимости от подтверждения дополнительных гипотез базовая гипотеза может быть подтверждена либо опровергнута в соответствии с приведенной матрицей (табл. 1).

Таким образом, базовая гипотеза исследования будет подтверждена, если доходность ESG-ориентированного портфеля будет аналогичной или лучше доходности ESG-нейтрального портфеля при худших фундаментальных показателях ESG-ориентированного портфеля по сравнению с фундаментальными показателями ESG-нейтрального портфеля.

В соответствии с выдвинутыми гипотезами данная работа имеет форму аналитического исследования и использует количественные методы, такие как статистический анализ данных, регрессионный анализ, моделирование, ретроспективный анализ показателей.

Информационной базой исследования являются:

1. Научные труды отечественных и зарубежных авторов, аналитические отчеты рейтинговых агентств, ESG-фондов — с целью идентификации существующих проблем в вопросах ESG-инвестирования.

2. Исторические данные фондового рынка по компаниям, анализируемым в ходе данного исследования, с целью формирования модельных

ESG-ориентированного и ESG-нейтрального портфелей и последующей их оценке.

3. Финансовая и нефинансовая отчетность анализируемых компаний — с целью рассмотрения фундаментальных показателей модельных портфелей.

Вся информация, необходимая для проведения данного исследования, находится в открытом доступе или предоставлена базой данных Блумберг.

Этапами исследования являются:

1. Формирование гипотез.

2. Составление модельного портфеля акций ESG-ориентированных компаний и модельного портфеля акций ESG-нейтральных компаний. В рамках данного этапа важно проконтролировать отраслевые и географические аспекты, а также учесть размер компаний для целей формирования сопоставимого портфеля (ESG-нейтральных компаний).

3. Сравнительный анализ доходности модельных портфелей. Тестирование дополнительных гипотез Н1.1, Н.1.2, Н.1.3.

4. Сравнительный анализ фундаментальных показателей модельных портфелей. Тестирование дополнительной гипотезы Н2.1, Н.2.2, Н.2.3.

5. Интерпретация полученных результатов.

Следует отметить, что в рамках исследования был выявлен ряд ограничений, оказавших существенное влияние на методологию исследования и выбор отдельных инструментов анализа:

На текущий момент отсутствует явный критерий отнесения компаний к ESG-ориентированным. Подавляющее большинство публичных компаний раскрывает информацию о деятельности в сфере ESG, что позволяет различным рейтинговым агентствам формировать интегральные показатели в данной сфере. Данные показатели, в совокупности с экспертным суждением портфельных менеджеров, обуславливают выбор тех или иных акций для включения в портфели ESG-фондов (чья инвестиционная политика направлена на формирование портфеля ESG-ориентированных компаний).

Среди компаний крупной капитализации отсутствуют ESG-нейтральные компании. Сказанное подтверждается включением подавляющего большинства компаний крупной капитализации в портфели наиболее популярных ESG-фондов. Включение подобных акций в портфель также может объясняться относительно низкой волатильностью доходности данных акций, что позволяет стабилизировать доходность портфеля в рамках инвестиционной политики фонда. Следует также отметить, что уровень раскрытия ESG-информации

Таблица 1 / Table 1

**Система дополнительных гипотез исследования для подтверждения базовой гипотезы /
Supplemental research hypothesis system for main hypothesis testing**

		Соотношение фундаментальных показателей ESG-ориентированного портфеля к ESG-нейтральному портфелю / Fundamental indicators of ESG-oriented and ESG-neutral portfolio comparison		
		Хуже / Lower (Н.2.1)	Нейтрально / Neutral (Н.2.2)	Лучше / Higher (Н.2.3)
Соотношение доходности ESG-ориентированного портфеля к ESG-нейтральному портфелю / Total return of ESG-oriented and ESG-neutral portfolio comparison	Хуже / Lower (Н.1.1)	Не подтверждается	Не подтверждается	Не подтверждается
	Нейтрально / Neutral (Н.1.2)	Подтверждается	Не подтверждается	Не подтверждается
	Лучше / Higher (Н.1.3)	Подтверждается	Подтверждается	Не подтверждается

Источник / Source: расчеты авторов / authors' calculations.

существенно выше среди крупных компаний, что в силу достаточно размытых критериев выбора дает основание рассматривать практически любую крупную компанию как ESG-ориентированную.

Акции компаний малой и средней капитализации включены в ограниченное количество портфелей ESG-фондов, что может объясняться волатильностью их доходности и более низкой ликвидностью по сравнению с акциями более крупных компаний.

Технически невозможно проконтролировать включение определенных акций в какой-либо из ESG-фондов, что не позволяет однозначно отнести какие-либо компании к категории ESG-нейтральных.

Количество сопоставимых компаний для компаний малой капитализации ограничено, что обуславливает относительно небольшой объем выборки для составления модельных портфелей.

Для целей составления модельного портфеля ESG-ориентированных компаний был осуществлен отбор из множества компаний, чьи акции входят в состав наиболее популярных ESG-ориентированных фондов по версии агентства Morningstar. Множество фондов было ограничено теми, чьи инвестиционные стратегии предусматривают инвестиции исключительно в компании малой и средней капитализации. Кроме того, в отношении релевантных фондов был также применен дополнительный фильтр в виде положительного скрининга в соответствии с рейтингом устойчивого развития и рейтингом фондов по версии агентства Morningstar.

Из всего множества фондов для целей настоящего исследования был выбран портфель фонда Hartford Global Impact R 6 HGXVX по состоянию на 27.06.2021, так как он обладает наиболее высокими показателями в вышеупомянутых рейтингах.

Для целей настоящего исследования с учетом наличия различных финансовых инструментов в портфеле и доступности информации об отдельных компаниях были выбраны 10 акций компаний с наибольшей долей в портфеле фонда. Модельный портфель из указанных акций был сформирован посредством создания равновзвешенного индекса («equally-weighted index»).

Для составления модельного портфеля ESG-нейтральных компаний для каждой компании из модельного портфеля ESG-ориентированных компаний были подобраны сопоставимые компании на основе следующих критериев:

- отрасль в соответствии со Стандартом глобальной отраслевой классификации («GICS»);
- основной регион присутствия;
- стоимость предприятия («Enterprise Value»).

Модельный портфель ESG-нейтральных компаний также был сформирован посредством создания равновзвешенного индекса.

Доходность модельных портфелей рассчитывалась ретроспективно за период с 2011 по 2021 г., частота наблюдений — ежеквартально. Для определения доходности использовался показатель общей доходности («Total return», «TR»), для оценки уровня риска — показатель общего риска («Total

risk»), рассчитываемый по каждому инструменту системой Bloomberg Terminal. Для целей тестирования гипотез Н1.1-Н1.3 был применен инструмент парной регрессии, где в качестве независимой переменной использовался показатель доходности модельного портфеля ESG-нейтральных компаний, а в качестве зависимой — показатель доходности модельного портфеля ESG-ориентированных компаний. Верификация осуществлялась посредством тестирования гипотезы о том, что коэффициент регрессии статистически не равен единице. В противном случае доходность портфелей статистически не различается. В качестве технической среды анализа была использована программная среда MS Excel, а также информационно-аналитическая система S&P Capital IQ.

Для сопоставления фундаментальных показателей модельных портфелей (группа гипотез Н.2) использованы следующие показатели:

- Price/Book Value (P/BV);
- Price/Earnings (P/E);
- Enterprise Value / EBITDA;
- Enterprise Value / Unlevered Free Cash Flow;
- рентабельность по EBITDA;
- рентабельность активов;
- рентабельность инвестированного капитала;
- оборачиваемость активов;
- долг/EBITDA.

Использовались ежеквартальные наблюдения с I квартала 2013 по II квартал 2021 г. (итого 34 наблюдения по каждому показателю для 20 компаний). Фундаментальные значения для портфеля были определены пропорционально весу акции в портфеле. Гипотезы Н.2.1-Н.2.3 были протестированы посредством применения метода парной регрессии по аналогии с тестированием гипотез Н1.1-Н1.3. Технической средой анализа также являлась программная среда MS Excel.

РЕЗУЛЬТАТЫ И ОБСУЖДЕНИЯ

Для целей исследования были сформированы модельные портфели, в которые вошли акции следующих компаний:

1. ESG-ориентированный портфель (10 компаний с фиксированным весом акции в портфеле — 10%):

- Agilent Technologies Inc;
- Danaher Corp;
- Schneider Electric SE;
- Signify NV;
- Koninklijke Philips NV;
- Koninklijke DSM NV;
- Nuance Communications Inc;

- Trane Technologies PLC;
 - Nomad Foods Ltd;
 - Boston Scientific Corp.
2. ESG-нейтральный портфель (10 компаний с фиксированным весом акции в портфеле — 10%):
- Iqvia Holdings Inc;
 - Abbott Laboratories;
 - Legrand SA;
 - IMCD NV;
 - Siemens Healthineers AG;
 - AKZO NOBEL N.V.;
 - PTC Inc;
 - Experian plc;
 - Tate & Lyle plc;
 - Edwards Lifesciences corp.

Состав сформированных портфелей и отраслевая принадлежность компаний в портфелях представлены на *рис. 1*.

В системе Блумберг было смоделировано формирование портфелей на 01.06.2011 г. с целью получения исторических данных о доходности и рисках портфелей.

Анализируя доходность портфелей на горизонте в 10 лет (с 2011 по 2021 г.) (*рис. 2*), можно отметить, что доходность ESG-нейтрального портфеля немного выше, чем ESG-ориентированного портфеля.

Однако в ходе исследования также было обнаружено, что ESG-ориентированный портфель демонстрирует доходность выше по сравнению с ESG-нейтральным портфелем в кризисный период пандемии COVID-19 (*рис. 3*).

Данное наблюдение подтверждает результаты исследования M. S. Fernández, A. Abu-Alkheil, G. M. Khartabiel [34], которые обнаружили, что во время финансового кризиса (2007–2009 гг.) немецкие зеленые паевые инвестиционные фонды достигли скорректированной доходности более высокой, чем обычные фонды. Подобные результаты, по-видимому, в целом справедливы для экономических спадов.

Таким образом, ESG-инвестирование создает асимметричные преимущества и обеспечивает «эффект страховки», т.е. защиту от негативных последствий, особенно во время социального или экономического кризиса. В этих условиях фирмы, получившие низкие оценки по факторам ESG, должны будут предложить премию за риск, что может быть еще более выражено на нестабильных рынках капитала.

Для тестирования гипотез Н1.1-Н1.3 необходимо отдельно протестировать различия в общей доходности модельных портфелей посредством применения парной регрессии. Результаты по-



Рис. 1 / Fig. 1. Состав сформированных портфелей (Portfolio – ESG-ориентированный портфель, Benchmark – ESG-нейтральный портфель) / The composition of the formed portfolios (Portfolio – ESG-oriented portfolio, Benchmark – ESG-neutral portfolio)

Источник / Source: моделирование автора в среде Блумберг / author's modelling in the Bloomberg database.



Рис. 2 / Fig. 2. Доходность ESG-ориентированного и ESG-нейтрального портфелей (2011–2021 гг.) / Total return of ESG-oriented and ESG-neutral portfolios (2011–2021)

Источник / Source: моделирование автора в среде Блумберг / author's modelling in the Bloomberg database.



Рис. 3 / Fig. 3. Доходность ESG-ориентированного и ESG-нейтрального портфелей в период пандемии COVID-19 / Profitability of ESG-oriented and ESG-neutral portfolios during the COVID-19 pandemic

Источник / Source: моделирование автора в среде Блумберг / author's modelling in the Bloomberg database.

Таблица 2 / Table 2

Регрессионная статистика для сравнения доходностей / Regression statistics for total return comparison

Regression statistics					
Multiple R	0,947988				
R2	0,898682				
Norm. R2	0,870904				
St. error	8,15071				
Observations	37				
	Coefficients	St. error	t-stat	p-value	
X0	0	N/A	N/A	N/A	
X1	0,878644	0,04917	17,86943	1,76E-19	

Источник / Source: расчеты автора / authors' calculations.

Таблица 3 / Table 3

Регрессионная статистика для сравнения риска / Regression statistics for total risk comparison

Regression statistics					
Multiple R	0,957873				
R2	0,917521				
Norm. R2	0,886271				
St. error	0,781736				
Observations	33				
	Coefficients	St. error	t-stat	p-value	
X0	0	N/A	N/A	N/A	
X1	1,005828	0,053311	18,86731	6,68E-19	

Источник / Source: расчеты авторов / authors' calculations.

строения уравнения регрессии доходностей двух портфелей представлены в табл. 2.

Коэффициент при независимой переменной является статистически значимым. При этом *t*-статистика при тестировании гипотезы о том, что коэффициент не равен 1, равна:

$$t = \frac{(1 - 0,879)}{0,049} = 2,46.$$

Значение *t*-критического при *df* = 36, *p* = 0,01 составляет 2,719. С учетом того, что наблюдаемое значение *t*-статистики меньше *t*-критического, гипотеза о том, что доходности портфелей не равны, отвергнута.

Таким образом, был сделан вывод о том, что доходность модельного портфеля из ESG-ориентированных компаний не отличается от доходности портфеля ESG-нейтральных компаний.



Рис. 4 / Fig. 4. Сравнительный риск-профиль ESG-ориентированного и ESG-нейтрального портфелей / Comparative risk profile of ESG-oriented and ESG-neutral portfolios

Источник / Source: моделирование авторов в среде Блумберг / author's modelling in the Bloomberg database.

Таблица 4 / Table 4

Регрессионная статистика для сравнения фундаментальных показателей / Regression statistics for fundamental metrics comparison

	EBITDA Margin, %	ROA, %	ROC, %	Total Asset Turnover	Total Debt/EBITDA	P/BV	P/LTM EPS	TEV/LTM EBITDA	TEV/LTM Unlevered FCF
Regression coefficient (slope)	0,88	0,63	0,62	0,77	1,03	0,59	0,67	0,76	0,78
Stand. Error	0,02	0,05	0,05	0,02	0,08	0,01	0,06	0,03	0,03
T-statistics (for coefficient =1 hypothesis)	6,10	7,99	7,10	9,24	-0,38	34,44	5,41	7,83	6,49
t-critical (p=0,01)	3,25					2,73			
Hypothesis verification	+	+	+	+	-	+	+	+	+
R2	1,00	0,95	0,94	0,99	0,94	0,99	0,78	0,95	0,94

Источник / Source: расчеты авторов / authors' calculations.

Рассматривая риск-профиль портфелей (рис. 4), представленный в среде Блумберг, можно сделать вывод о примерно одинаковом уровне риска (общий уровень риска ESG-ориентированного портфеля — 18,13 против общего уровня риска ESG-нейтрального портфеля — 18,43). Более того, наибольший вклад в оценку риска вносит страновая специфика.

Для тестирования гипотез Н1.1-Н.1.3 необходимо отдельно протестировать различия в общем уровне риска модельных портфелей посредством применения парной регрессии.

Результаты построения регрессии уровня риска между двумя портфелями представлены в табл. 3.

Аналогично показателю доходности, риск обоих портфелей существенно коррелирован, что доказывает сопоставимость входящих в портфель компаний. t -статистика при тестировании гипотезы о том, что коэффициент не равен 1, равна:

$$t = \frac{(1 - 1,006)}{0,053} = 0,11.$$

Значение t -критического при $df = 33$, $p = 0,01$ составляет 2,73. Соответственно, был сделан вывод об одинаковом уровне риска обоих портфелей.

По результатам тестирования фактически был сделан вывод о тождественности риска и доходности обоих портфелей. Таким образом, подтверждена гипотеза Н.1.2; отвергнуты гипотезы Н.1.1 и Н.1.3.

Согласно «классической школе» доходность активов в портфеле обусловлена значениями фундаментальных показателей. Поэтому необходимо провести сравнительный анализ значений фундаментальных показателей компаний, входящих в ESG-ориентированный и ESG-нейтральный портфели, с целью идентификации внутренних драйверов доходности рассматриваемых портфелей.

В табл. 4 приведены результаты парных регрессий различных фундаментальных показателей, построенных в отношении двух портфелей.

С учетом высоких значений показателя R^2 и статистически значимых коэффициентов регрессии можно заключить, что фундаментальные показатели модельного портфеля ESG-нейтральных компаний выше, чем у ESG-ориентированных компаний. Следует отметить, что все коэффициенты не равны единице (за исключением показателя, характеризующего уровень долговой нагрузки), что позволяет сделать вывод о более низких значениях фундаментальных показателей для ESG-ориентированных компаний.

Отметим, что не только показатели рентабельности, но и ценовые мультипликаторы ESG-нейтральных компаний превосходят значения компаний, приоритезирующих ESG. Одним из возможных объяснений подобных наблюдений может являться тот факт, что в сегменте малых и средних компаний присутствуют динамично растущие компании, которые активнее инвестируют в свой рост и развитие, нежели в аспекты, связанные с ESG. По мере достижения зрелости и стабилизации темпов роста, как показывает практика, компании стремятся переориентировать фокус инвестиций на аспекты, связанные с ESG.

Таким образом, была подтверждена гипотеза Н2.1, отвергнуты гипотезы Н.2.2 и Н.2.3. В отличие от ESG-нейтральных аналогов, портфель ESG-ориентированных компаний продемонстрировал относительно более низкие значения фундаментальных показателей, непосредственно связанных с формированием стоимости для акционеров. В то же время тот факт, что доходность обоих портфелей оказалась сопоставимой, позволяет сделать вывод о значимых для инвесторов поведенческих аспектах принятия решений, которые и обусловили полученные результаты. При интерпретации полученного вывода следует, однако, учитывать предпосылки и ограничения настоящего исследования, связанные с сопоставимостью данных о компаниях.

ВЫВОДЫ

Целью представленного исследования являлась верификация справедливости утверждения о том, что следование принципам ESG является драйвером рыночной доходности для инвесторов.

В рамках исследования была выдвинута и протестирована следующая базовая гипотеза: взаимосвязь степени соответствия компании принципам ESG с инвестиционной привлекательностью акций данной компании обусловлена факторами, не связанными исключительно с фундаментальными драйверами стоимости. Для целей тестирования базовой гипотезы были выдвинуты дополнительные гипотезы, связанные с анализом соотношения доходностей портфелей, и гипотезы, связанные с анализом соотношения фундаментальных показателей портфелей.

В ходе исследования сформированы модельные портфели акций ESG-ориентированных и ESG-нейтральных компаний; произведен сравнительный анализ доходности и фундаментальных показателей модельных портфелей.

Результатом настоящего исследования стал вывод о том, что портфель ESG-ориентированных компаний демонстрирует доходность не ниже, чем портфель ESG-нейтральных компаний с учетом риска. При этом значения фундаментальных показателей ESG-ориентированных компаний (уровень деловой активности, рентабельность капитала, ценовые мультипликаторы) уступают значениям ESG-нейтральных компаний (с учетом тождественного уровня долговой нагрузки). Таким образом подтверждается базовая гипотеза о том, что взаимосвязь степени соответствия компании принципам ESG с инвестиционной привлекательностью акций обусловлена не только факторами, связанными с фундаментальными (финансовыми) драйверами стоимости.

Опираясь на полученные результаты, авторы рекомендуют принимать во внимание следующие факторы, значимые при анализе и оценке инвестиционных решений:

1. Инвесторы, которые принимают решение об инвестициях в ESG-компании и фонды, руководствуются не только результатами фундаментального анализа, но и личностными убеждениями о значимости принципов ESG.

2. Существует взаимосвязь факторов ESG с нефинансовыми рисками, которые не учтены в рыночной оценке компаний (и, как следствие, не транслируются в более высокие ценовые мультипликаторы).

3. В настоящее время различные сегменты инвестиционного сообщества используют разные инвестиционные стратегии в области ESG, что проявляется в различных методах отбора инвестиций в ESG.

4. Большинство инвесторов готовы получить доходность от ESG-инвестирования, которая согласуется с обычной доходностью, — другими словами, они не ожидают, что доходность стратегий ESG превзойдет традиционные стратегии.

5. ESG-инвестирование обеспечивает асимметричные преимущества во время социальных и экономических кризисов. Результаты настоящего исследования подтверждают данный тезис.

Проведенное исследование развивает теорию ESG-интеграции и вносит вклад, позволяющий сделать вывод о том, что следование принципам ESG является драйвером рыночной доходности для инвесторов.

Авторы данного исследования видят перспективы его развития в дальнейшем изучении взаимосвязей между ESG-показателями и характеристиками инвестиционной привлекательности активов.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Amel-Zadeh A., Serafeim G. Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. Harvard Business School Working Paper. 2017;(79). URL: <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/30838135/17-079.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
2. Лосева О.В., Федотова М.А. Оценка инвестиционной привлекательности социально-экономических субъектов. *Имущественные отношения в Российской Федерации*. 2021;(3):58–67. DOI: 10.24411/2072-4098-2021-10304
Loseva O. V., Fedotova M. A. Assessment of investment attractiveness of socio-economic entities. *Imushchestvennyye otnosheniya v Rossiiskoi Federatsii = Property Relations in the Russian Federation*. 2021;(3):58–67. (In Russ.). DOI: 10.24411/2072-4098-2021-10304
3. Dhaliwal D. S. et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*. 2011;86(1):59–100. DOI: 10.2308/accr.00000005
4. Efimova O., Rozhnova O. Covid-19: Financial impact and disclosure. *Comprehensible Science*. 2021;186:205–213. DOI: 10.1007/978-3-030-66093-2_20
5. Khan M., Serafeim G., Yoon A. Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*. 2015;91(6):1697–1724. DOI: 10.2308/accr-51383
6. Efimova O. Integrating sustainability issues into investment decision. *Journal of Reviews on Global Economics*. 2018;7:668–681. DOI: 10.6000/1929-7092.2018.07.61
7. Berg F., Kölbel J., Rigobon R. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *SSRN Electronic Journal*. 2019. DOI: 10.2139/ssrn.3438533
8. Brundtland G. H. Our common future. Report of the International Commission on Environment and Development. 1989. URL: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>
9. Van Holt T., Whelan T. Research frontiers in the era of embedding sustainability: Bringing social and environmental systems to the forefront. *Journal of Sustainability Research*. 2021;3(2): e210010. DOI: 10.20900/jsr20210010
10. Freeman R. E. Strategic management: A stakeholder approach. Cambridge: Cambridge University Press; 2010. 292 p.
11. Elkington J. Enter the triple bottom line. In: Henriques A., Richardson J., eds. *The triple bottom line: Does it all add up?* London, New York: Routledge; 2013:23–38.
12. Schoemaker D., Schramade W. Principles of sustainable finance. Oxford, New York: Oxford University Press; 2018. 432 p.

13. Cheng B., Ioannou I., Serafeim G. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*. 2014;35(1)1–23. DOI: 10.1002/smj.2131
14. Clark G.L., Feiner A., Viehs M. From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. *SSRN Electronic Journal*. 2015. DOI: 10.2139/ssrn.2508281
15. Busch T., Bauer R., Orlitzky M. Sustainable development and financial markets: Old paths and new avenues. *Business and Society*. 2016;55(3):303–329. DOI: 10.1177/0007650315570701
16. Renshaw A.A. ESG's evolving performance: First, do no harm. Frankfurt: Axioma, Inc.; 2018. 17 p.
17. Goss A., Roberts G.S. The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*. 2011;35(7):1794–1810. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2010.12.002
18. Gregory A., Tharyan R., Whittaker J. Corporate social responsibility and firm value: Disaggregating the effects on cash flow, risk and growth. *Journal of Business Ethics*. 2014;124(4):633–657. DOI: 10.1007/s10551-013-1898-5
19. Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 2015;5(4):210–233. DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917
20. Cappucci M. The ESG integration paradox. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2018;30(2):22–28. DOI: 10.1111/jacf.12296
21. Eccles R.G., Kastropeli M.D. The investing enlightenment. Boston, MA: State Street Corp.; 2017. 40 p. URL: https://arabesque.com/research/Final_The_Investing_Enlightenment.pdf
22. Van Burren E., Plantinga A., Scholtens B. ESG integration and the investment management process: Fundamental investing reinvented. *Journal of Business Ethics*. 2016;138(3):525–533. DOI: 10.1007/s10551-015-2610-8
23. Melas D., Nagy Z., Kulkarni P. Factor investing and ESG integration. In: Jurczenko E., ed. Factor investing: From traditional to alternative risk premia. Amsterdam: Elsevier; 2017:389–413.
24. Visconti R.M. DCF metrics and the cost of capital: ESG drivers and sustainability patterns. 2021. URL: <https://www.researchgate.net/publication/344953641>
25. Ferrarese C., Hanmer J. The impact of ESG investing in corporate bonds. London: Fidelity International; 2018. 14 p. URL: <https://page.ws.fidelityinternational.com/rs/829-LMV-001/images/ESG%20White%20Paper%20FINAL.pdf>
26. Whelan T., Atz U., Clark C. ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015–2020. New York: NYU STERN Center for sustainable business; 2021. 19 p. URL: https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021.pdf
27. Sinha R., Datta M., Ziolo M. Inclusion of ESG factors in investments and value addition: A meta-analysis of the relationship. In: Tarczyński W., Nermend K., eds. Effective investments on capital markets. Cham: Springer International Publishing; 2019:93–109. DOI: 10.1007/978-3-030-21274-2_7
28. Vishwanathan P. et al. Strategic CSR: A concept building meta-analysis. *Journal of Management Studies*. 2020;57(2):314–350. DOI: 10.1111/joms.12514
29. Nagy Z., Kassam A., Lee L.-E. Can ESG add alpha? An analysis of ESG tilt and momentum strategies. *The Journal of Investing*. 2016;25(2):113–124. DOI: 10.3905/joi.2016.25.2.113
30. Jo H., Na H. Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of Business Ethics*. 2012;110(4):441–456. DOI: 10.1007/s10551-012-1492-2
31. Krüger P. Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*. 2015;115(2):304–329. DOI: 10.1016/j.jfineco.2014.09.008
32. Hawken P. Socially responsible investing. How the SRI industry has failed to respond to people who want to invest with conscience and what can be done to change it. Sausalito, CA: Natural Capital Institute; 2004. 40 p. URL: <https://community-wealth.org/sites/clone.community-wealth.org/files/downloads/report-harkin.pdf>
33. Chatterji A., Durand R., Levine D.I., Touboul S. Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*. 2016;37(8):1597–1614. DOI: 10.1002/smj.2407
34. Fernández M.S., Abu-Alkheil A., Khartabiel G.M. Do German green mutual funds perform better than their peers? *Business and Economics Research Journal*. 2019;10(2):297–312. DOI: 10.20409/berj.2019.169

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Ольга Владимировна Ефимова — доктор экономических наук, профессор, руководитель магистерской программы «Финансовый анализ и оценка инвестиционных решений» Департамента бизнес-аналитики Факультета налогов, аудита и бизнес-анализа, Финансовый университет, Москва, Россия

Ol'ga V. Efimova — Dr. Sci. (Econ.), Professor, Head of the Master's program "Financial Analysis and Investment Decisions Evaluation", Department of Business Analytics of the Faculty of Taxes, Audit and Business Analysis, Financial University, Moscow, Russia

oefimova@fa.ru



Максим Александрович Волков — CFA, старший преподаватель Департамента бизнес-аналитики, Финансовый университет, Москва, Россия

Maksim A. Volkov — CFA, Senior lecturer, Department of Business Analytics, Financial University, Moscow, Russia

MAVolkov@fa.ru



Дарья Александровна Королёва — аспирант Департамента бизнес-аналитики Факультета налогов, аудита и бизнес-анализа, Финансовый университет, Москва, Россия

Dar'ya A. Koroleva — PhD Student, Department of Business Analytics of the Faculty of Taxes, Audit and Business Analysis, Financial University, Moscow, Russia

DAKoroleva2020@edu.fa.ru

Заявленный вклад авторов:

Ефимова О.В. — постановка проблемы; критический анализ академической литературы; выявление современных научных и прикладных трендов в исследованиях ESG в финансовой сфере; содержательное согласование с соавторами результатов исследования; научное редактирование текста статьи и общих выводов исследования.

Волков М.А. — разработка концепции статьи, формулировка и обоснование гипотез статьи, поиск и систематизация эмпирического материала в части значений фундаментальных показателей деятельности компаний, тестирование гипотез посредством регрессионного анализа, интерпретация полученных результатов.

Королёва Д.А. — формирование эмпирической базы исследования, разработка методологии исследования, моделирование в программной среде Блумберг, интерпретация полученных результатов, текстовое и графическое представление результатов исследования.

Authors' declared contribution:

Efimova O.V. — formulation of the problem; critical analysis of academic literature, identification of modern scientific and applied trends in ESG research in the financial sector, substantive agreement with the co-authors of the research results, scientific editing of the text of the article and the general conclusions of the study.

Volkov M.A. — development of the conceptual framework of the article, formulation and substantiation of the hypotheses of the article, search and systematisation of empirical material in terms of the values of fundamental indicators of companies' activities, hypotheses testing through regression analysis, interpretation of the results.

Koroleva D.A. — formation of the empirical research base, development of the research methodology, modelling in the Bloomberg database, interpretation of the results, textual and graphical representation of the research results.

Статья поступила в редакцию 05.07.2021; после рецензирования 19.07.2021; принята к публикации 20.07.2021. Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 05.07.2021; revised on 19.07.2021 and accepted for publication on 20.07.2021.

The authors read and approved the final version of the manuscript.